

ERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Septembre 2022



Source : ShutterStock

Document rédigé le 21 septembre 2022

La Fed parviendra-t-elle à juguler l'inflation sans faire basculer l'économie américaine en récession? La zone euro pourra-t-elle résister au choc exogène massif que constitue la crise énergétique? La Chine parviendra-t-elle à relancer sa croissance face au double choc de la politique du zéro-Covid et du ralentissement du marché immobilier? Ces trois questions rendent l'environnement macroéconomique particulièrement incertain. Face à ces incertitudes, quelle stratégie adopter en matière d'allocation d'actifs?

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

LES ETATS-UNIS POURRONT-ILS JUGULER L'INFLATION SANS RÉCESSION ?

L'inflation ralentit depuis deux mois mais elle est encore très élevée à +8,3% sur un an en août. Ce ralentissement s'explique surtout par une moindre hausse des prix des biens, dans un contexte de normalisation progressive des chaînes d'approvisionnement, et par le repli des cours du pétrole. Le maintien d'une forte inflation des services montre toutefois que la question de l'inflation n'est pas encore résolue (graphique 1).

Les tensions sur le marché du travail restent également très fortes. Les salaires continuent d'accélérer et le nombre d'offres d'emplois, toujours proche des plus hauts, atteint un niveau environ deux fois supérieur au nombre de chômeurs (graphique 2). Dans son discours de Jackson Hole, Jerome Powell reconnaît maintenant qu'une récession sera sans doute nécessaire pour faire baisser ce ratio.

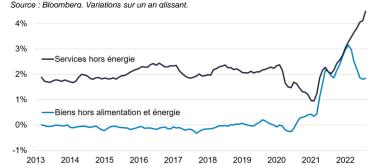
Celle-ci a-t-elle déjà commencé ? Si le PIB s'est contracté au premier semestre 2022, il ne s'agit pas d'une réelle récession en l'absence de destructions d'emplois. Les autres indicateurs avancés usuels, tels que les inscriptions hebdomadaires au chômage ou les profits corrigés de l'inflation, ne valident pas non plus un tel basculement (graphique 3).

Les permis de construire sont le seul signal vraiment inquiétant. La baisse semble cependant trop récente pour pouvoir déjà provoquer une récession à court terme. Le nombre de maisons en construction, qui est un meilleur indicateur de l'activité immobilière, n'a quant à lui pas encore entamé de repli. Généralement, la récession ne se produit que 12 à 18 mois après son retournement (graphique 4).

L'idée que l'économie américaine serait en train de basculer et que la Fed va vite devoir la soutenir est donc sujette à caution selon nous. D'autant que l'économie américaine bénéficie de plusieurs facteurs de résistance qui créent un biais haussier pour la Fed (baisse du prix de l'essence, absence d'excès financiers, niveau élevé d'offres d'emplois).

Graphique 1

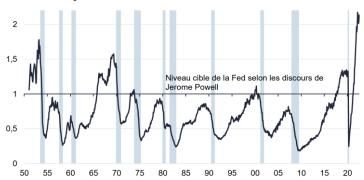
Etats-Unis: contributions à l'inflation sous-jacente



Graphique 2

Etats-Unis: nombre d'offres d'emplois par chômeur

Source: Bloomberg, Fed de San Francisco, R. Barnichon



Graphique 3

Etats-Unis : profits réels des entreprises avant impôts (Mds USD)

Source : Bloomberg. Echelle logarithmique.



Graphique 4

Etats-Unis: maisons en cours de construction (milliers)

e : Bloomberg



LA ZONE EURO POURRA-T-ELLE RÉSISTER À UN CHOC EXOGÈNE MASSIF ?

La hausse des prix du gaz et de l'électricité constitue un choc d'une ampleur importante pour l'économie européenne (graphique 5). D'un point de vue économique, cette crise constitue un choc d'offre, en rendant non rentable un certain nombre d'activités. Elle a également un effet sur la demande en réduisant le pouvoir d'achat des agents économiques.

Outre la question du prix de l'énergie, se pose désormais celle de l'approvisionnement en gaz, dans un contexte de forte réduction des flux en provenance de Russie (graphique 6). Les scénarios de trajectoire des stocks sont très nombreux et dépendent de plusieurs variables (météo, fermetures de gazoducs, capacités de substitution). Il est donc impossible de définir un scénario central.

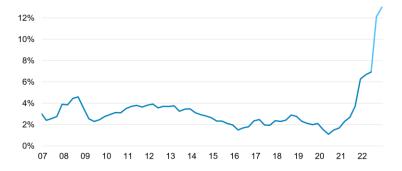
Il est envisageable que les stocks descendent à zéro ou à un niveau trop bas pour anticiper l'hiver suivant avec sérénité. Des mesures de rationnement ne peuvent donc être exclues. Un tel scénario aurait sans doute un impact notable sur le PIB (graphique 7). Une des principales questions reste l'ampleur des mesures de soutien des gouvernements. Si elles ne peuvent réduire le choc d'offre, elles peuvent réduire le choc de demande. Pour la BCE, cela n'est pas neutre, les deux types de chocs n'ayant pas les mêmes implications sur le niveau d'inflation.

Pour l'instant, l'accélération de l'inflation en zone euro doit beaucoup à l'accélération des prix de l'énergie. Une analyse détaillée des données montre toutefois que plus de la moitié des biens et services enregistre une hausse supérieure à 4% sur un an (graphique 8). En parallèle, le marché du travail continue de se tendre et les salaires accélèrent dans certains pays.

Alors que la réponse traditionnelle des banques centrales face à un choc d'offre était plutôt d'attendre que le choc passe, la BCE a fait le choix d'agir avec détermination pour juguler l'inflation. Aux yeux d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, trois raisons plaident pour l'adoption de cette stratégie : l'incertitude sur la persistance de l'inflation, le risque de dérapage des anticipations et l'éventuel surcoût qu'une action plus tardive pourrait avoir.

Graphique 5 Union européenne : estimations du coût de l'énergie (% du PIB)

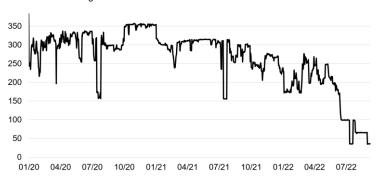
Source : Bloomberg, Eurostat, calculs Lazard Frères Gestion d'après les prix de marché.



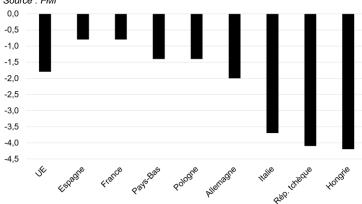
Graphique 6

Gaz livré de Russie à l'Europe de l'Ouest (millions de m³ par jour)

Source : Bloomberg



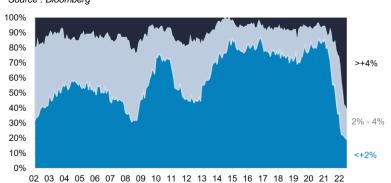
Graphique 7
Estimation par le FMI des pertes de PIB en cas de rationnement de gaz
Source: FMI



Graphique 8

Zone euro : répartition des variations de prix des composantes de l'inflation (non pondérées)

Source : Bloombera



LA CHINE RÉUSSIRA-T-ELLE A RELANCER SA CROISSANCE ?

La poursuite de la politique du zéro-Covid et le ralentissement du marché immobilier ont provoqué une contraction du PIB chinois au premier semestre (graphique 9). Une reprise durable est difficilement envisageable sans avancée sur ces deux fronts.

L'abandon de la stratégie zéro-Covid ne semble pas encore d'actualité, car cela pourrait être perçu comme un aveu d'échec de Xi Jinping à l'approche du 20ème congrès du PCC du 16 octobre. La question pour l'après-congrès est ouverte, mais la faible exposition de la population au virus et le faible taux de vaccination des plus âgés font qu'un changement de stratégie aurait sans doute un coût humain élevé (graphique 10).

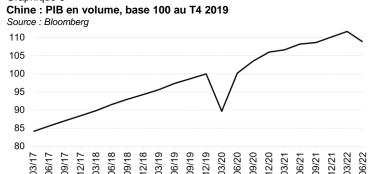
Pour le moment, les mesures de soutien des autorités ont, au mieux, permis un début de stabilisation de l'activité résidentielle (graphique 11). La campagne de boycott des remboursements d'emprunts par certains acheteurs ne menacerait pas la stabilité du système bancaire, mais illustre une perte de confiance qu'il s'agira de restaurer pour éviter la mise en place d'un cercle vicieux.

L'assouplissement budgétaire commence à porter ses fruits (graphique 12), mais la croissance du crédit ne décolle pas malgré l'assouplissement de la politique monétaire. Vu les nombreuses incertitudes freinant la demande des agents économiques, l'efficacité des baisses de taux est sujette à caution.

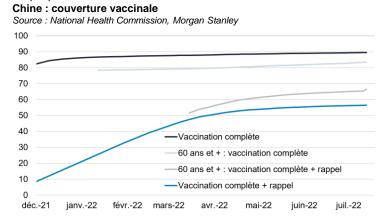
CONCLUSION MACROÉCONOMIQUE

La Fed va devoir continuer à remonter ses taux directeurs pour juguler l'inflation. Il est de moins en moins probable qu'elle y parvienne sans récession. Dans la zone euro, une récession est aussi probable à cause des problèmes énergétiques à très court terme, ou du resserrement monétaire à moyen terme. En Chine, les nombreuses incertitudes font qu'il n'est pas certain que les mesures de relance aient le même effet que les précédentes. Une récession globale semble inéluctable, même si son calendrier exact demeure incertain. En l'absence d'excès majeurs dans l'économie, celle-ci devrait toutefois être modérée.

Graphique 9



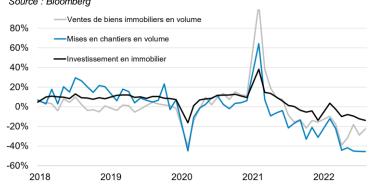
Graphique 10



Graphique 11

Chine: indicateurs du marché de l'immobilier (glissement annuel)

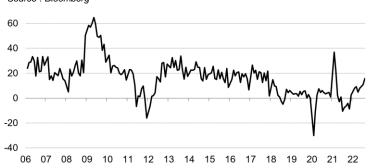
Source: Bloomberg



Graphique 12

Chine: investissement en infrastructures (glissement annuel en %)

Source: Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

ENCORE UN POTENTIEL DE HAUSSES DES TAUX

Aux Etats-Unis, les marchés sont confiants sur un ralentissement rapide de l'inflation dès les prochains mois, ce qui amène les investisseurs à anticiper un pivot de la Fed en 2023 (graphique 13). Nous sommes plus prudents. À Jackson Hole, Jerome Powell a bien insisté sur la nécessité de maintenir une politique restrictive pendant un certain temps pour juguler réellement l'inflation.

Malgré l'annonce d'un « quantitative tightening », inverse du « quantitative easing », le bilan de la Fed n'a pas encore vraiment diminué. L'accélération depuis le 1^{er} septembre, avec une baisse de 95 milliards de dollars par mois, a désormais un impact plus fort et pourrait avoir des conséquences sur la liquidité du marché.

Dans la zone euro, même si l'énergie explique les deux tiers de l'accélération de l'inflation, la BCE a indiqué sa détermination à agir (graphique 14) pour éviter que les anticipations ne commencent à déraper. M^{me} Schnabel a rappelé dans son discours de Jackson Hole la nécessité d'augmenter les taux plus vite que n'augmentent les anticipations d'inflation.

Les élections législatives italiennes du 26 septembre devraient voir la victoire des Frères d'Italie. Les marchés sont inquiets mais le gouvernement a tout intérêt à poursuivre des politiques raisonnables et à respecter les plans négociés avec la Commission européenne s'il veut profiter du plan de relance européen et potentiellement du nouveau bouclier antifragmentation de la BCE.

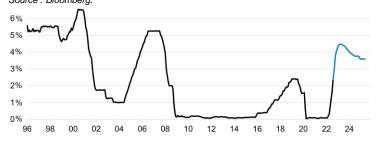
Sur le crédit, les spreads se sont fortement écartés par rapport aux plus bas historiques atteints en 2021, mais ils sont encore loin des niveaux qui ont pu être atteints en période de récession (graphique 15).

Dans l'actuel contexte de crise énergétique, l'euro s'est fortement déprécié. La dégradation des comptes courants de la zone euro a clairement joué. Mais l'ajustement rapide de la BCE fait que le différentiel de taux se retourne. Par ailleurs, l'écart avec la parité de pouvoir d'achat n'a jamais été aussi important (graphique 16).

Graphique 13

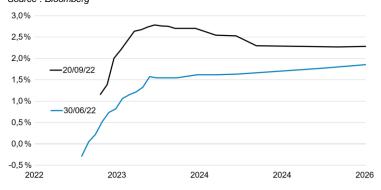
Etats-Unis: taux de la Fed, historiques et anticipés

Source: Bloombera.

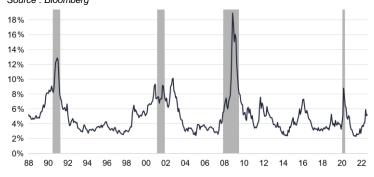


Graphique 14

Anticipations implicites sur l'€STER d'après les taux de marché
Source : Bloombera



Graphique 15
Etats-Unis : écart entre le rendement maximal de l'indice
Barclays US Corporate High Yield et le taux à 10 ans



Graphique 16

Taux de change EUR/USD et parité de pouvoir d'achat
Source : Bloomberg



QUELLE TRAJECTOIRE POUR LES ACTIONS?

La forte baisse des marchés actions américains et européens est essentiellement liée à des contractions de multiples (graphique 17). Les résultats des entreprises, eux, ont continué d'être révisés en hausse, sauf dans les pays émergents (graphique 18). La dégradation de la conjoncture économique devrait peser dans les prochains mois. D'autant que les marges ont commencé à se retourner.

Le marché européen et les actions de type « value » nous paraissent plus attractives que le marché américain et que les valeurs de croissance. Le marché européen affiche une prime de risque de crise, alors que le marché américain affiche la plus faible prime de risque depuis la crise de 2009. Les valeurs de croissance restent très exposées à une poursuite de la hausse des taux.

Historiquement, le point bas des actions est toujours atteint après l'entrée en récession (graphique 19). La baisse maximale moyenne des actions lors des récessions des cinquante dernières années a été de 33%. L'écart médian entre l'entrée en récession et le point bas est de sept mois avec un minimum à trois mois, hors 2020.

CONCLUSION FINANCIÈRE

En janvier, nous faisions le constat d'un environnement très incertain, compliquant la tâche d'établir une hiérarchie des classes d'actifs. Nous avions adopté une position neutre sur les actifs risqués avant d'y être sous-exposés. La quasi-totalité des classes d'actifs ont affiché de mauvaises performances depuis le début de l'année. La volonté des banques centrales de durcir les conditions financières et les risques exogènes de grande ampleur constituent un environnement très défavorable. La hausse des taux n'est pas finie et va peser sur l'obligataire. Le point bas des actifs risqués est encore devant nous et ne sera sans doute atteint qu'après l'entrée en récession des économies occidentales. Nous restons donc sous-exposés aux actifs risqués. Le timing du point bas est difficile à déterminer, ce qui rend toujours complexe l'établissement d'une hiérarchie des classes d'actifs à douze mois.

Graphique 17
Valorisation des actions : multiples de résultat (P/E prospectif 12 mois)



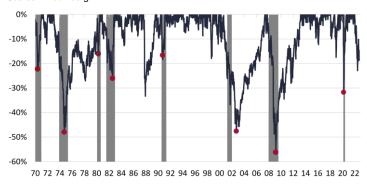
Graphique 18 Résultats prospectifs 12 mois des principaux indices (base 100 en 2013)



Graphique 19

Baisse cumulée du S&P 500 par rapport au précédent point haut

Source : Bloombera



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de septembre 2022 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la date de publication.

SUIVEZ
& PARTAGEZ
l'actualité de Lazard Frères Gestion

Site Internet www.lazardfreresgestion-tribune.com

Site Internet www.lazardfreresgestion-tribune.com

Www.lazardfreresgestion-tribune.com

Www.lazardfreresgestion-tribune.com

LinkedIn
Lazard Frères Gestion

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.