

LAZARD
FRÈRES GESTION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Septembre 2023



Alors que l'économie américaine présentait des signes de dégradation au printemps, l'activité fait preuve de résistance. En parallèle, l'inflation a nettement ralenti depuis ses points hauts. Ce contexte alimente l'idée qu'un atterrissage en douceur de l'économie américaine est possible. L'expansion économique va-t-elle perdurer au cours des prochains mois ? Les banques centrales vont-elles poursuivre leur cycle de hausse de taux ? Quelles sont les classes d'actifs à privilégier ?

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

ÉTATS-UNIS : UNE ÉCONOMIE QUI RÉSISTE MAIS DES SIGNES DE FAIBLESSE

Après une dégradation de l'économie au printemps, l'activité a fait preuve de résistance. Celle-ci est liée notamment à la consommation des ménages (graphique 1). Nous considérons malgré tout que l'activité économique présente des signes de fragilités.

Le marché de l'emploi commence à se retourner. L'accélération des inscriptions hebdomadaires au chômage du printemps ne s'est pas poursuivie mais d'autres indicateurs tels que le taux de chômage se dégradent (graphique 2). Historiquement, lorsque le marché du travail commence à ralentir, cette tendance se poursuit jusqu'à basculer en récession.

Une poursuite de ce mouvement pourrait exercer une pression sur la consommation. D'autant que le matelas d'épargne constitué par les ménages durant le Covid est en train de s'épuiser (graphique 3) et que la fin du moratoire sur les prêts étudiants aura également un impact négatif. À terme, les ménages devront normaliser leur taux d'épargne (3,5% actuellement contre 7,5% en moyenne avant le Covid), ce qui pèsera sur la consommation.

Le rebond de la construction résidentielle a également constitué un facteur de résistance. Celui-ci nous semble toutefois fragile dans un environnement de hausse des taux d'intérêt.

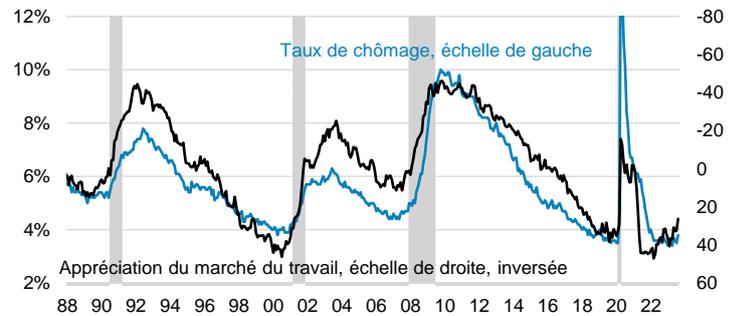
Par ailleurs, l'économie américaine n'a pas fini d'absorber les conséquences du resserrement monétaire, qui produit généralement ses effets avec des délais de 12 à 18 mois. Or, il y a un an, les taux étaient à 2,5% contre 5,5% actuellement. La décélération du crédit a déjà atteint une ampleur similaire à celle observée lors des récessions (graphique 4).

Le scénario le plus probable selon nous reste celui d'un basculement de l'économie américaine en récession. Si celle-ci maintient sa croissance à un rythme soutenu, la Fed devrait de nouveau monter ses taux en raison de l'inflation, provoquant une récession. L'inflation globale a ralenti mais les prix des services restent sur une tendance trop élevée pour lui permettre de revenir vers la cible de la Fed. Malgré la résistance actuelle, le scénario du « soft landing », nous semble très peu probable.

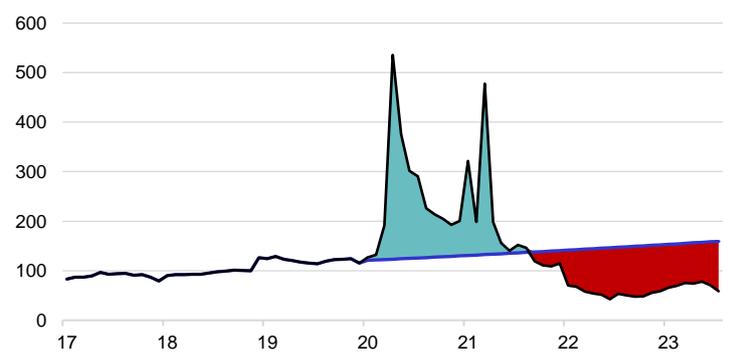
Graphique 1
Etats-Unis : consommation des ménages, volume (tn USD)
Source : Bloomberg



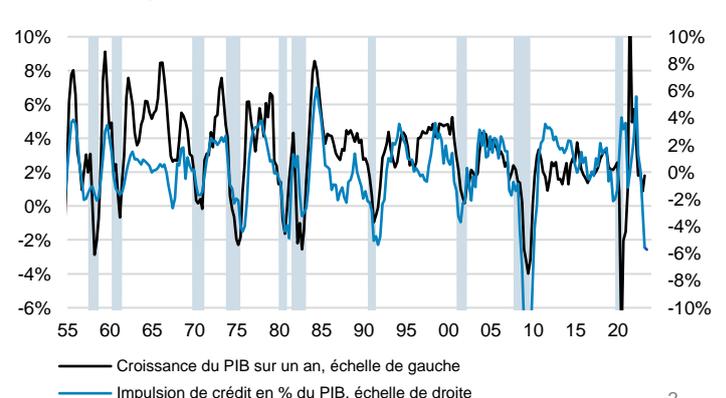
Graphique 2
Etats-Unis : appréciation du marché du travail par les ménages et taux de chômage, Conference Board
Source : Bloomberg



Graphique 3
Etats-Unis : épargne mensuelle des ménages (Mds USD)
Source : Bloomberg



Graphique 4
Etats-Unis : croissance du PIB sur un an et impulsion de crédit privé
Source : Bloomberg



ZONE EURO : RALENTISSEMENT DE LA DEMANDE

L'évitement de la crise énergétique n'a pas suffi à relancer la croissance dans la zone euro. Après un bref rebond en début d'année, les enquêtes d'activité se sont nettement dégradées durant l'été et sont maintenant cohérentes avec une contraction du PIB (graphique 5).

Le durcissement monétaire de la BCE s'est rapidement répercuté sur les taux de prêts et la création de crédit a très fortement ralenti. Malgré les hausses de salaires, les revenus salariaux des ménages ont subi un fort choc inflationniste.

Certains facteurs qui avaient permis aux entreprises et aux ménages d'absorber ce double choc ne sont aujourd'hui plus présents, faisant craindre davantage d'effets de second tour sur l'économie.

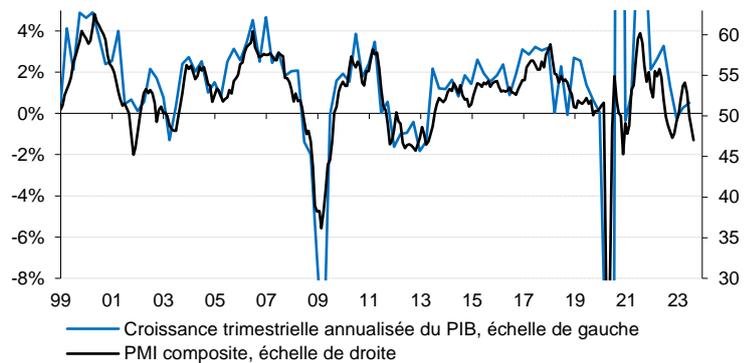
Pendant la pandémie, les entreprises avaient accumulé un excédent de commandes par rapport à la production, ce qui avait eu pour effet de rendre la production insensible aux baisses des commandes. Désormais, les commandes sont revenues à un niveau cohérent avec la production et la baisse des commandes observée dans les enquêtes pourrait avoir un impact plus important sur l'activité (graphique 6).

Par ailleurs, jusqu'au printemps, les entreprises étaient dans une logique de maintien de l'emploi face à la baisse de la demande, dans un contexte de pénurie de main d'œuvre. Cela ne semble plus être le cas, à en juger par la resynchronisation des composantes « emploi » et « nouvelles commandes » des enquêtes d'activité (graphique 7). Le taux de chômage est encore au plus bas mais commence à remonter dans certains pays.

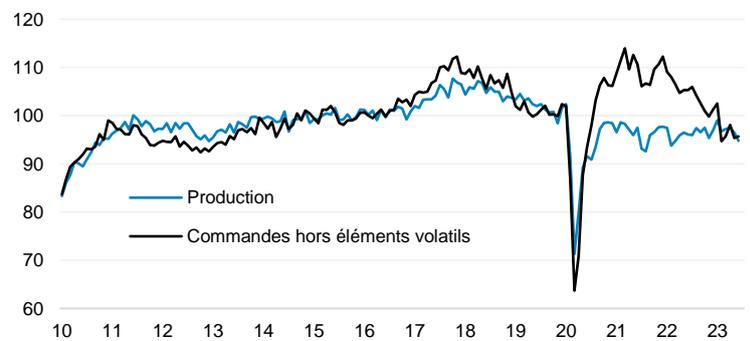
Les indicateurs les plus avancés montrent une progression toujours rapide des salaires mais la hausse commence à se tasser (graphique 8) et le ralentissement économique en cours va certainement amplifier cette tendance.

Nous pensons que les cercles vicieux entre activité et emploi se mettent en place et que l'économie de la zone euro est en train de basculer en récession.

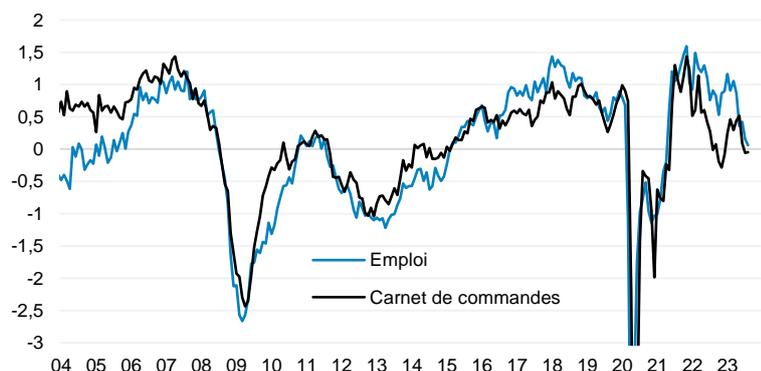
Graphique 5
Zone euro : croissance du PIB et indices PMI
Source : Bloomberg



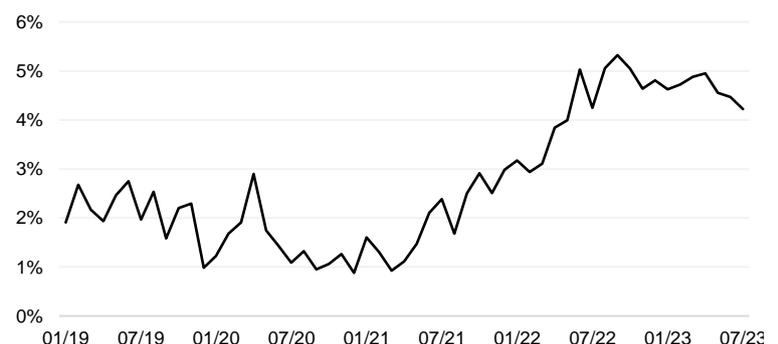
Graphique 6
Allemagne : commande et production manufacturières (base 100 en 2015)
Source : Bloomberg



Graphique 7
Zone euro : indices de la Commission européenne pour les services
Source : Bloomberg



Graphique 8
Zone euro : wage tracker (évolution sur un an des salaires à l'embauche)
Source : Bloomberg



CHINE : CROISSANCE LIMITÉE

Alors que la levée des restrictions sanitaires laissait entrevoir une reprise durable de l'activité économique, la croissance chinoise a commencé à ralentir dès le deuxième trimestre et les enquêtes d'activité suggèrent que le ralentissement se poursuit (graphique 9).

L'activité continue de se détériorer dans le secteur de l'immobilier (graphique 10) qui est particulièrement important pour l'économie chinoise (environ 25% du PIB en incluant l'activité induite dans les autres secteurs). La situation pourrait demeurer compliquée à court terme, les difficultés du promoteur immobilier Country Garden suscitant des inquiétudes quant à un nouveau choc de confiance pour les acheteurs.

La consommation des ménages n'a pas encore retrouvé la tendance qui prévalait avant la pandémie et les ménages maintiennent encore un taux d'épargne élevé (graphique 11). L'environnement économique plus incertain pourrait les inciter à rester prudents.

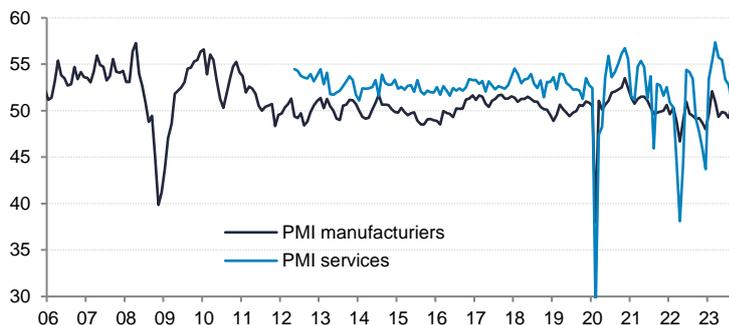
Les autorités augmentent leur soutien à l'économie, mais un plan de relance à grande échelle ne semble pas d'actualité. D'une part, l'objectif gouvernemental d'une croissance de 5% est encore atteignable. D'autre part, les autorités ne disposent pas des mêmes marges de manœuvre que par le passé. La dette publique a déjà fortement augmenté et le gouvernement affiche une volonté de la réduire.

Dans ce contexte, nous pensons que la croissance chinoise ne devrait pas être suffisante pour compenser la récession à venir dans les économies occidentales.

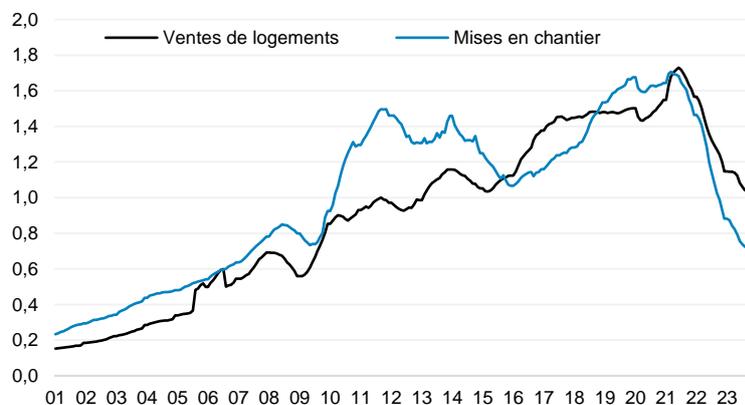
CONCLUSION MACROÉCONOMIQUE

La résistance de l'économie américaine n'est pas la garantie d'un « soft landing ». Certaines fragilités s'aggravent et les effets des taux élevés vont continuer d'impacter l'économie. Le scénario le plus probable reste selon nous celui d'une entrée en récession des Etats-Unis à brève échéance, les conditions d'une expansion économique durable n'étant pas réunies. Les dernières récessions se sont produites après l'arrêt des hausses de taux de la Fed, le resserrement de la politique monétaire continuant d'agir avec retard. Le reste du monde poursuit son ralentissement.

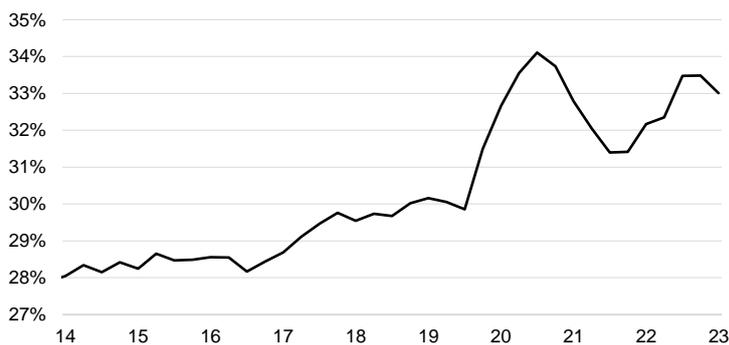
Graphique 9
Chine : enquêtes PMI (moyenne des PMI Caixin et NBS)
Source : Bloomberg



Graphique 10
Chine : mise en chantier et ventes de logements (somme sur douze mois glissants, milliards de m²)
Source : Bloomberg



Graphique 11
Chine : taux d'épargne des ménages (moyenne sur quatre trimestres glissants)
Source : NBS



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

MARCHÉS OBLIGATAIRES : UNE POSITION D'ATTENTE BIEN RÉMUNÉRÉE

La Fed et la BCE sont sans doute très proches du terme de leur cycle de hausse des taux.

La Fed a fait une nouvelle pause en septembre tout en projetant encore une hausse des taux d'ici la fin de l'année et un moindre assouplissement monétaire pour l'an prochain. Elle n'est pas encore certaine que les taux d'intérêt soient à un niveau suffisamment restrictif pour ramener l'inflation à la cible et souhaite maintenir une certaine pression sur les marchés pour éviter un assouplissement trop important des conditions financières.

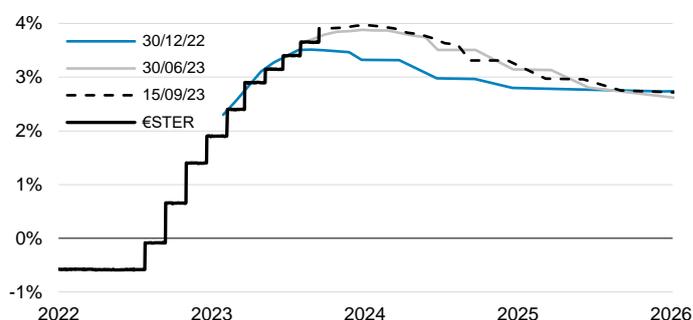
A contrario, après une nouvelle hausse des taux d'intérêt en septembre, la BCE estime que ceux-ci ont désormais atteint un niveau suffisant pour faire baisser l'inflation. Le maintien d'une inflation élevée pourrait toutefois inciter les « faucons » à réclamer une hausse supplémentaire, mais la BCE prend acte de la dégradation de la conjoncture. La question porte désormais sur la durée du maintien des taux au niveau actuel (graphique 12).

Historiquement, lorsque la Fed cesse de remonter ses taux, les taux longs commencent à baisser, par anticipations de la baisse des taux courts (graphique 13). Cela entraînera sans doute les taux longs européens.

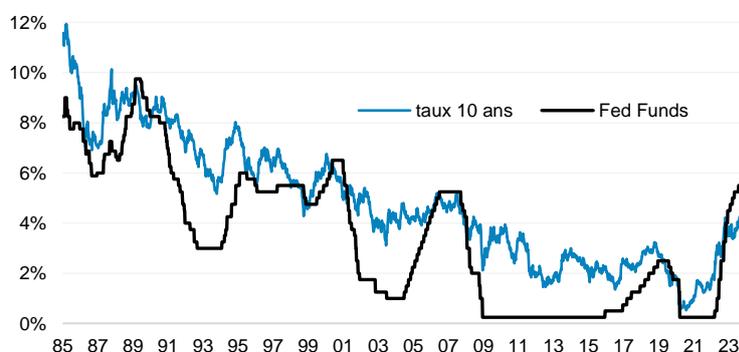
Les actifs obligataires et le monétaire nous semblent donc être de bonnes positions d'attente. Nous privilégions les obligations européennes de bonne qualité dont le niveau de rendement à maturité est désormais d'environ 4% (graphique 14). Ce niveau devrait permettre d'absorber une augmentation des marges de crédit, comme cela s'est produit durant la crise de la zone euro en 2011.

Le niveau de rendement des obligations High Yield et des obligations financières est également attrayant mais le niveau des marges de crédit est sans doute trop bas par rapport à la dégradation de la conjoncture, tout particulièrement aux Etats-Unis (graphique 15).

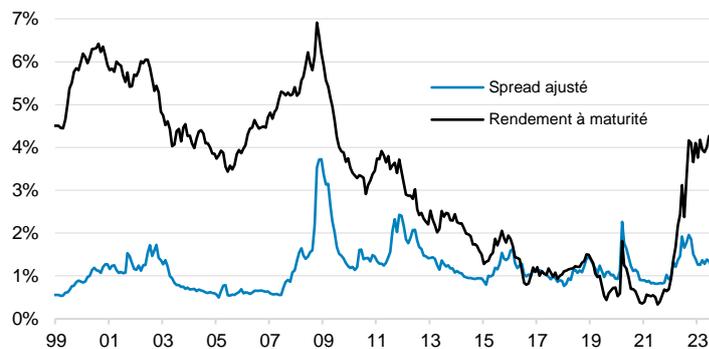
Graphique 12
Anticipations implicites des marchés sur l'€STER
Source : Bloomberg



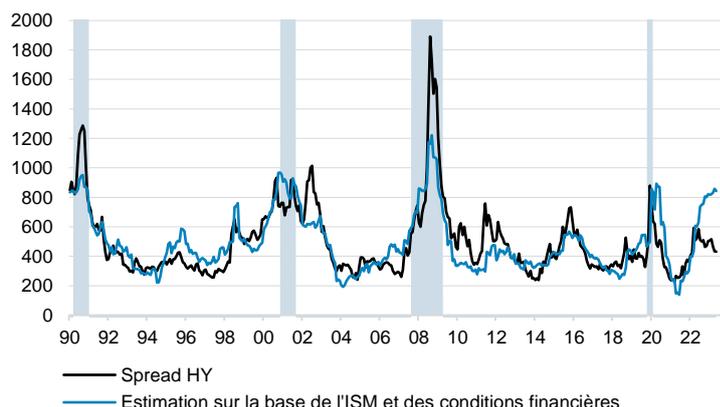
Graphique 13
Etats-Unis : taux dix ans et Fed Funds
Source : Bloomberg



Graphique 14
Zone euro : rendement des obligations d'entreprises Investment Grade, hors financières
Source : Bloomberg



Graphique 15
Etats-Unis : valorisation des obligations à haut rendement
Source : Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

MARCHÉS ACTIONS : DES MARCHÉS SANS DOUTE TROP OPTIMISTES

La hausse du marché européen a eu lieu principalement durant les premiers mois de l'année, l'indice Euro Stoxx 50 évoluant dans une fourchette étroite depuis fin janvier et sans réelle tendance. Le marché américain, initialement prudent, s'est envolé à partir de fin mai. (graphique 16)

En réalité, la hausse du marché américain est très concentrée, la performance du S&P 500 provenant principalement des valeurs du secteur de la technologie. Leur progression est essentiellement attribuable à une forte hausse des multiples de valorisation qui sont désormais supérieurs à la période post-Covid (graphique 17). Cela constitue selon nous un facteur de fragilité significatif sur le marché américain.

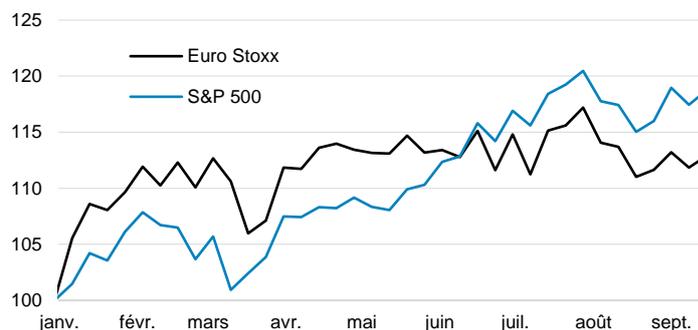
Les autres marchés d'actions offrent peu de marges de sécurité face au risque de récession. Les niveaux de valorisation des marchés européens et émergents sont en ligne avec les moyennes historiques et à des niveaux supérieurs au Japon.

Signe de probable complaisance, une mesure du coût de l'assurance contre des variations extrêmes de marché (indice « VIX ») a retrouvé ses niveaux prépandémiques et d'autres mesures montrent que les investisseurs se sont beaucoup réexposés aux marchés actions depuis le début de l'année.

La valorisation relative des marchés actions n'est pas particulièrement attrayante. Le supplément de rendement des marchés actions américains par rapport aux obligations est maintenant très faible et, pour la première fois depuis plus de dix ans, le rendement du crédit est supérieur à celui du dividende des actions en Europe (graphique 18).

La clé sera pour nous l'évolution des résultats d'entreprises. Les anticipations pour l'année prochaine correspondent à des hausses de résultats nets d'environ 10%, alors que les récessions entraînent généralement des baisses de plus de 20%, laissant la place à de mauvaises surprises (graphique 19).

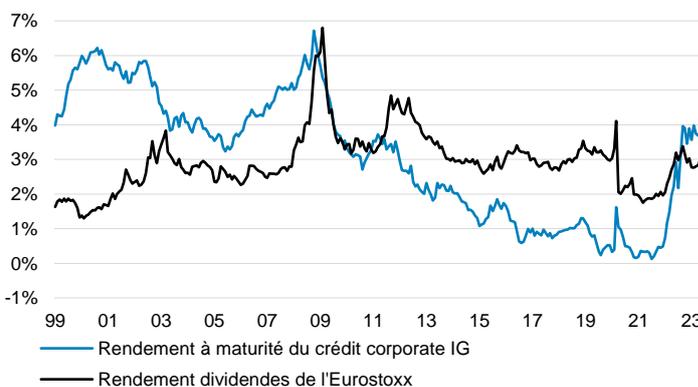
Graphique 16
Performance totale des indices en 2023, base 100 au 31/12/2022
Source : Bloomberg



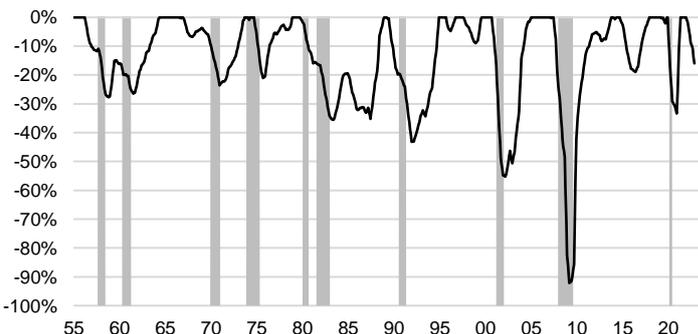
Graphique 17
PE à 12 mois des valeurs technologiques + Amazon + Meta + Tesla
Source : Bloomberg, Lazard Frères Gestion



Graphique 18
Marchés européens : rendement dividende et crédit
Source : Bloomberg



Graphique 19
S&P 500: baisse cumulée des résultats des entreprises corrigés de l'inflation
Source : Robert Shiller



CONCLUSION FINANCIÈRE

Malgré la résistance de l'économie américaine, le scénario le plus probable reste selon nous celui d'une généralisation du ralentissement économique.

Dans ce scénario, les marchés actions et le crédit offensif devraient se retrouver sous pression, d'autant plus que le positionnement actuel des investisseurs est nettement moins prudent qu'au début de l'année. Les taux d'intérêt à long terme devraient baisser, justifiant une surexposition aux obligations en privilégiant les émissions de bonne qualité, et une sous-exposition aux actifs risqués.

Le deuxième scénario, dans lequel la banque centrale américaine devrait encore remonter ses taux pour juguler l'inflation, serait négatif à court terme pour les obligations, mais la sous-exposition aux actions serait sans doute bénéfique. À terme, le basculement en récession ferait baisser les taux.

Le troisième scénario, qui écarte la possibilité d'une récession, nous semble très peu probable. Son impact sur les marchés reste complexe à déterminer. Le ralentissement de l'inflation pourrait permettre aux taux obligataires de baisser, mais le fléchissement des prix combiné à un marché du travail tendu se solderait par une baisse des marges des entreprises et, par conséquent, une baisse des résultats des entreprises.

Glossaire :

BCE : Banque Centrale Européenne.

Fed : La réserve fédérale des Etats-Unis, soit la banque centrale des Etats-Unis.

PIB : Le produit intérieur brut est l'indicateur économique qui permet de quantifier la valeur totale de la « production de richesse » annuelle effectuée par les agents économiques résidant à l'intérieur d'un territoire.

Indices PMI : Les indices PMI (Purchasing Manager's Indices) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif, tandis qu'une valeur inférieure à 50 indique un sentiment négatif.

PE (ou P/E, PER) : Le price-earnings ratio correspond au rapport entre capitalisations boursières et profits des entreprises. Cet indicateur est notamment utilisé en analyse financière pour évaluer la valeur d'un titre par rapport aux sociétés du même secteur.

€STER (Euro short-term rate) : taux interbancaire au jour le jour des banques de la zone euro (marché monétaire).

Prime de risque (actions) : la prime de risque des actions traduit le supplément de rendement offert par les marchés actions par rapport au « taux sans risque » des marchés obligataires (en général : taux des emprunts souverains à 10 ans). Ce rendement supplémentaire rémunère l'investisseur pour sa prise de risque.

Obligations High Yield : ces titres obligataires, également appelées à « haut rendement », sont des titres obligataires de nature spéculative dont la notation est inférieure à BBB- chez Standard & Poor's ou Baa3 chez Moody's. Ils proposent un rendement plus élevé en contrepartie d'un niveau de risque également plus élevé.

Spread de crédit : correspond à l'écart de rendement d'une obligation avec celui d'un emprunt « sans risque » de même maturité. Le terme « spread » désigne donc un « écart de taux » ou « différentiel de taux ». Plus la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne, plus faible est le spread.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de septembre 2023 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.fr



Blog
latribune.lazardfreresgestion.fr



Twitter
[@LazardGestion](https://twitter.com/LazardGestion)



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.