

LAZARD
FRÈRES GESTION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Septembre 2018



Document rédigé le 20 septembre 2018

L'environnement économique reste favorable à la croissance des résultats des entreprises et à la normalisation des politiques monétaires. Toutefois, trois risques brouillent les perspectives : l'Italie, la guerre commerciale et les émergents. Il est fort probable que les questionnements sur les finances publiques italiennes ne s'arrêtent pas avec la publication du budget 2019. Donald Trump a encore annoncé de nouvelles augmentations des droits de douane. Quant aux pays émergents, la fragilité de certains d'entre eux interroge sur le risque de contagion. Du fait de ces risques, une certaine neutralité nous semble s'imposer à court terme sur les marchés financiers, malgré de bons fondamentaux économiques.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

PAS DE SIGNE TANGIBLE DE RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE POUR L'INSTANT

Malgré de nombreux facteurs d'incertitudes, les enquêtes de confiance sont cohérentes avec une croissance mondiale autour de 4%. Ce rythme est supérieur à la croissance moyenne des vingt dernières années et proche des plus hauts de 2013 (graphique 1).

Dans la zone euro, le ralentissement de la croissance au premier semestre 2018 reflète sans doute un retour à la normale, après plusieurs trimestres de croissance supérieure au potentiel, et des facteurs exceptionnels (météo, grèves,...).

Les enquêtes PMI se sont stabilisées sur un niveau cohérent avec une croissance de l'ordre de 2% (graphique 2) et le marché du travail continue de s'améliorer. Le taux de chômage poursuit sa baisse et certaines mesures des salaires montrent une accélération de ces derniers. Néanmoins, l'inflation sous-jacente est pour l'instant stable autour de 1,0%.

Aux États-Unis, la croissance au T2 2018 a accéléré à son rythme le plus fort depuis 2013 (+4,2% en rythme annualisé) et les enquêtes sont toujours cohérentes avec un niveau élevé (graphique 3). En outre, le pic de l'impact de la relance budgétaire est encore à venir. Il devrait être atteint au dernier trimestre 2018.

TROIS GRANDS RISQUES BROUILLENT L'HORIZON

1. L'ITALIE

Si une sortie de l'euro ne semble pas à l'ordre du jour, le programme du gouvernement a aligné les promesses (« flat tax », revenu citoyen, réforme des retraites) dont le coût budgétaire total (autour de 6% du PIB) alourdirait grandement le déficit (2,3% du PIB en 2017, graphique 4).

En réalité, compte tenu du ratio déjà élevé de dette sur PIB du pays (132% du PIB en 2017), les marges de manœuvre du gouvernement sont extrêmement limitées. L'application de ce programme, même partielle, pourrait remettre en question la soutenabilité de la dette publique italienne et on ne peut exclure une dégradation de la situation.

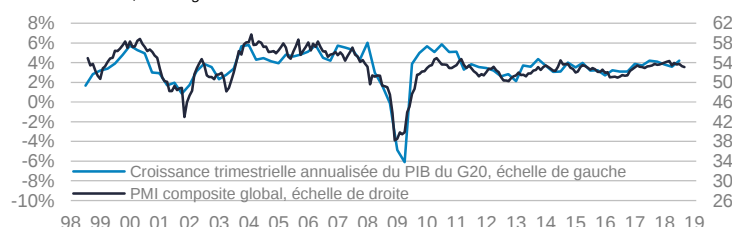
La publication et la présentation au parlement italien du programme de stabilité mis à jour avec les dernières prévisions économiques et budgétaires, le 27 septembre, constitueront un premier test pour le gouvernement.

Pour l'instant, celui-ci axe sa communication sur le respect de la limite des 3,0%. Toutefois, le volet préventif du Traité de Stabilité et de Croissance suppose un effort plus important, ce qui risque d'entraîner des tensions avec l'Europe.

La préparation du budget a également fait apparaître des tensions entre le ministre des Finances, Giovanni Tria, partisan d'un déficit budgétaire plus faible, et le M5S. Des tensions sont également apparues au sein de la coalition, les deux partis ne partageant pas les mêmes priorités budgétaires.

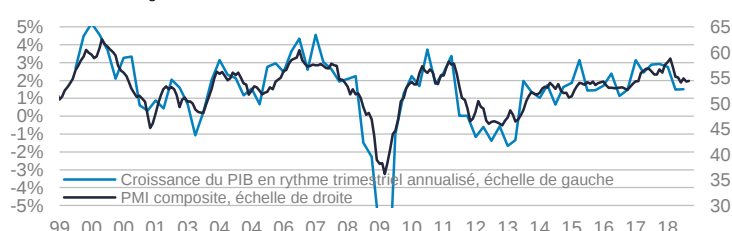
Graphique 1
PMI composite et croissance du G20

Source : Factset, JP Morgan



Graphique 2
Zone euro : croissance du PIB et PMI

Source : Bloomberg



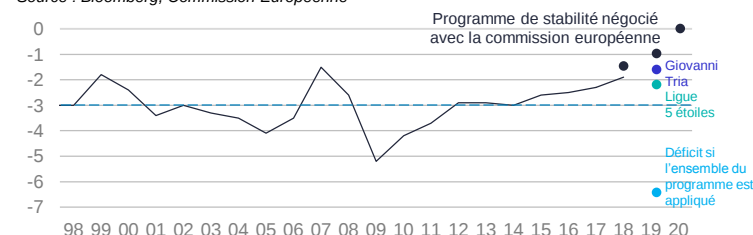
Graphique 3
États-Unis : croissance du PIB et indices ISM

Source : Factset



Graphique 4
Italie : solde budgétaire

Source : Bloomberg, Commission Européenne



Graphique 5
Échéances en Italie

Source : Lazard Frères Gestion

27/09 : publication et présentation au parlement du programme de stabilité mis à jour avec les grandes lignes

15/10 : publication du budget 2019

18-19/10 : sommet européen

22/10 : en cas de non-respect du Traité de Stabilité et de Croissance, la Commission Européenne demande des consultations avec le pays

26/10 : décision de S&P sur le rating

29/10 : en cas d'absence de réponse, la Commission demande formellement une modification du budget

19/11 : le pays doit communiquer un budget révisé

13-14/12 : sommet européen

20/12 : la commission doit émettre une opinion sur le budget révisé

31/12 : le parlement doit valider le budget. Un avis positif de la commission n'est pas nécessaire pour valider le budget. Le président peut exercer son veto s'il juge le budget contraire à la constitution (art.74 constitution), ce qui entraîne un nouveau passage devant le parlement. Si le parlement revote le budget, il est validé

Printemps 2019 : publication des chiffres de déficit pour l'année 2018

Fin mai 2019 : élections européennes

La situation politique en Italie reste fragile et il est fort probable que les incertitudes autour des finances publiques ne disparaissent pas avec la publication du budget 2019, au vu des nombreuses échéances à venir (graphique 5).

2. LA GUERRE COMMERCIALE

Le durcissement de la politique commerciale américaine a donné lieu à une série d'annonces protectionnistes dont certaines ont été mises en œuvre (graphique 6). Il est possible que les élections de mi-mandat incitent Donald Trump à jouer sur cette corde protectionniste (graphique 7).

Alors que des éléments d'accord semblent avoir été trouvés avec le Mexique et l'Union Européenne, réduisant le risque d'une guerre commerciale généralisée, ceux-ci sont parfois remis en cause. Or, les tensions commerciales avec la Chine restent vives.

Le 17 septembre, Donald Trump a confirmé l'entrée en vigueur de droits de douane sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises supplémentaires, à compter du 24 septembre, et menacé de surtaxer 267 milliards de dollars supplémentaires en cas de contre-mesures, soit le reste des exportations chinoises vers les États-Unis.

Les estimations du FMI en amont du dernier sommet du G20 montrent un impact relativement limité des augmentations de droits de douane en tant que telles.

En revanche, une perte de confiance sur les marchés pourrait entraîner un impact beaucoup plus fort.

3. LES ÉMERGENTS

Après un net rebond depuis mi-2016, la croissance dans les pays émergents montre des signes d'affaiblissement. Les enquêtes de confiance sont orientées à la baisse et les devises sous pression (graphique 8).

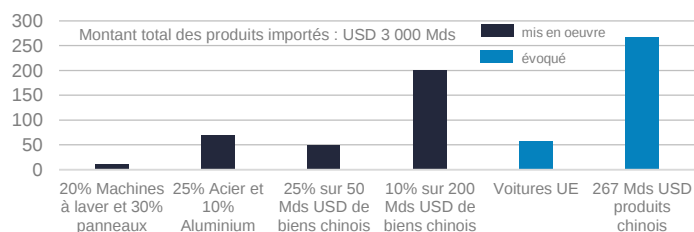
La dépréciation des devises a amené plusieurs banques centrales à remonter leurs taux d'intérêt parfois violemment dans le cas de la Turquie et de l'Argentine, ce qui ne sera pas sans conséquence sur la croissance de ces deux pays.

La chute de la livre turque et du peso argentin reflète des problématiques spécifiques à ces pays. Néanmoins, elle intervient dans un environnement extérieur plus compliqué pour les pays émergents dans leur ensemble, en raison notamment de la normalisation des politiques monétaires dans les économies avancées.

Pour l'instant, les performances des devises émergentes témoignent d'une discrimination des investisseurs sur la base des fondamentaux. Les devises des pays présentant des vulnérabilités macroéconomiques et/ou un risque politique ou géopolitique (Brésil, Afrique du Sud, Russie) ont été les plus malmenées (graphique 9).

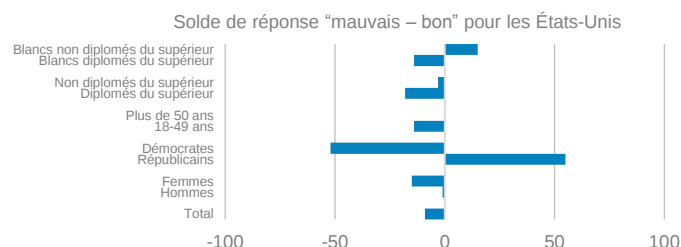
Graphique 6
Montant des importations touchées par les augmentations de droits de douane (Mds USD)

Source : Lazard Frères Gestion



Graphique 7
Opinion sur l'augmentation des droits de douane

Source : Pew Research



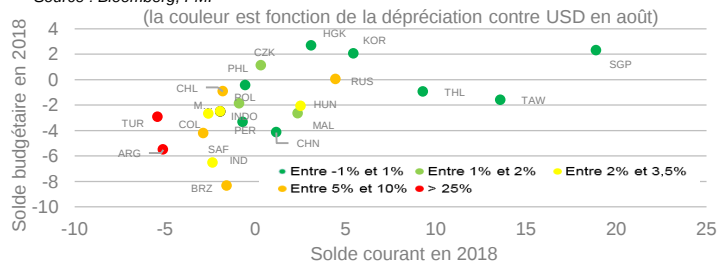
Graphique 8
Pays émergents : indice PMI manufacturier

Source : Bloomberg



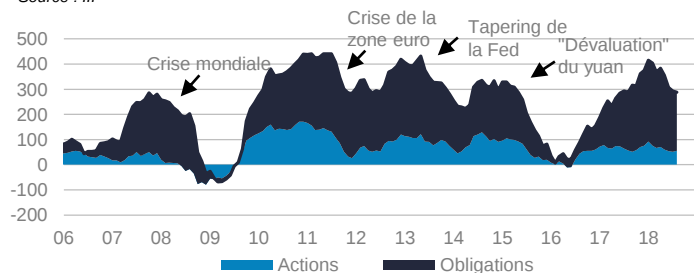
Graphique 9
Solde courant et solde budgétaire en % du PIB

Source : Bloomberg, FMI



Graphique 10
Flux nets de portefeuilles vers les pays émergents
Mds USD, somme sur douze mois glissants

Source : IIF



Une éventuelle contagion aux autres pays n'est toutefois pas à exclure, la situation dans les pays fragiles pouvant amener une réduction de l'exposition des portefeuilles aux pays émergents, une zone vers laquelle les investisseurs ont encore peu réduit leurs flux (graphique 10).

A ce contexte, s'ajoutent des risques baissiers sur la croissance chinoise. Le resserrement du crédit pèse sur l'investissement en infrastructures (graphique 11) et les mesures protectionnistes posent un risque pour les exportations. Les autorités ont annoncé des mesures de soutien à l'activité mais celles-ci restent pour l'instant d'une ampleur limitée en comparaison avec 2015-2016 et pourraient prendre quelques mois avant de se diffuser dans l'économie. Un plan de relance plus massif risquerait d'alimenter les craintes d'un nouveau cycle d'endettement.

PENDANT CE TEMPS, LE CYCLE AMÉRICAIN AVANCE

Aux États-Unis, notre analyse du cycle économique américain nous laisse penser que l'expansion devrait encore se poursuivre au moins 15 mois.

Le taux de chômage est sur un niveau de fin de cycle (graphique 12) mais l'inflation et la hausse des salaires sont encore mesurées, permettant à la Fed de normaliser progressivement sa politique monétaire. Celle-ci est toujours accommodante mais au rythme actuel de hausse des taux, elle devrait commencer à devenir restrictive dans la deuxième partie de l'année 2019.

Les indicateurs économiques coïncidents sont très bien orientés. Les inscriptions hebdomadaires au chômage sont quasiment sur un plus bas depuis 1970 et l'ISM manufacturier est au plus haut depuis 2014.

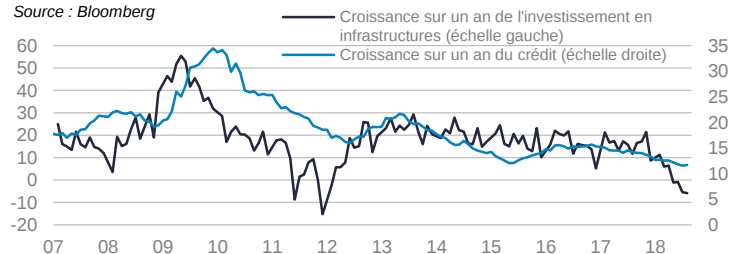
Toutefois, malgré une consommation bien orientée, le poids des composantes cycliques liées aux ménages (signal avancé du cycle comportant les achats de biens durables et l'investissement résidentiel) s'est stabilisé à un niveau historiquement bas (graphique 13).

C'est notamment l'investissement résidentiel qui montre des signes de faiblesse. La conjugaison de la hausse régulière des prix de l'immobilier et de la remontée des taux hypothécaires a dégradé le pouvoir d'achat sur le marché de l'immobilier, sans pour autant atteindre les niveaux de 2006 (graphique 14).

Les fondamentaux restent sains, avec des stocks faibles et un endettement des ménages relativement modéré. Il s'agit sans doute davantage d'un ajustement du marché de l'immobilier à un niveau de taux d'intérêt plus élevé que d'un retournement durable, à l'image de la phase de stagnation de 2013-2014 (graphique 15).

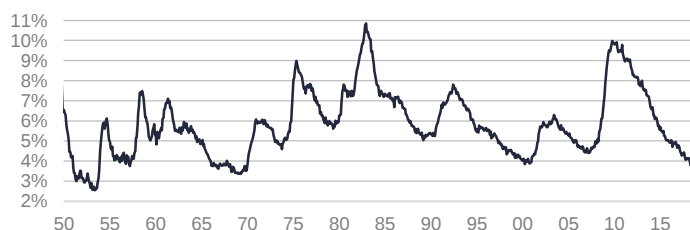
Graphique 11
Chine : croissance sur un an de l'investissement en infrastructures et du crédit

Source : Bloomberg



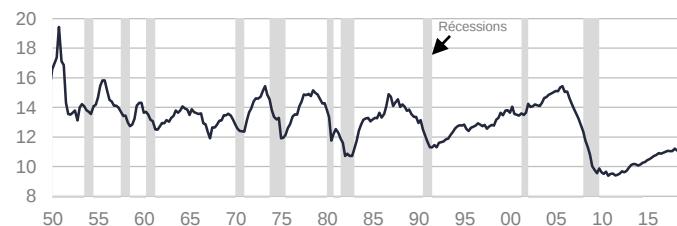
Graphique 12
États-Unis : taux de chômage

Source : Bloomberg



Graphique 13
États-Unis : composantes cycliques liées aux ménages, poids dans le PIB

Source : Factset



Graphique 14
États-Unis : indicateur de pouvoir d'achat sur le marché immobilier américain

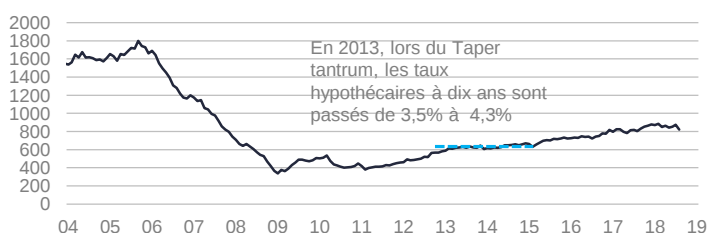
Source : Bloomberg



Graphique 15
États-Unis : permis de construire des maisons individuelles

Milliers d'unités par an

Source : Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

POURSUITE DE LA NORMALISATION MONÉTAIRE

Si la normalisation des politiques monétaires s'effectue à des rythmes différents dans les pays avancés, les banques centrales s'orientent vers une politique moins accommodante (graphique 16). Les achats nets cumulés des grandes banques centrales vont bientôt devenir négatifs et pour la première fois depuis 2008 un investisseur en dollars peut ne pas prendre de risques sans perdre de pouvoir d'achat, le rendement réel des emprunts d'Etat américains à court terme étant repassé en territoire positif.

La Fed navigue à vue mais avec une direction affirmée. Dans son discours de Jackson Hole, Jérôme Powell a insisté sur les vertus de l'approche graduelle qui prévaut actuellement. La remontée des taux sera donc prudente mais si les anticipations d'inflation décalent, une action décisive est requise selon ses déclarations. Pour l'instant, le scénario médian de la Fed est de trois hausses de taux de 25 points de base l'année prochaine mais quatre hausses ne sont pas à exclure. Les futures sur les taux Fed funds en intègrent seulement deux (graphique 17).

La normalisation de la BCE devrait amener une remontée progressive des taux d'intérêt dans la zone euro. En ligne avec le discours de Mario Draghi, indiquant que la BCE ne remonterait pas ses taux d'intérêt avant l'été 2019, les marchés ont estimé que la date de la première hausse serait reportée à la fin de l'année prochaine (graphique 18). Le rythme attendu reste le même, très progressif.

Les spreads des pays périphériques et des financières n'ont finalement été que très partiellement impactés par les incertitudes en Italie (graphique 19), montrant que les investisseurs isolent pour l'instant ce risque.

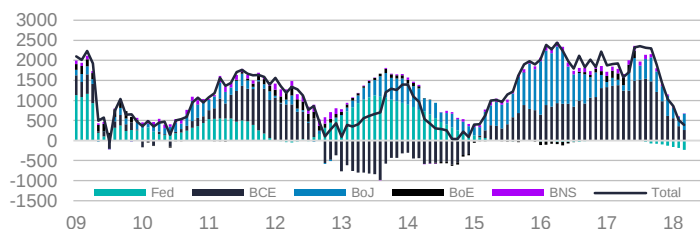
Les spreads sur les financières s'étaient écartées après les élections du 4 mars 2018 mais n'ont pas réagi lors de la deuxième phase de tension sur la dette italienne, à partir du mois de juillet.

Sur le compartiment du crédit, les spreads sur le haut rendement européen se sont quelque peu écartés mais les fondamentaux restent porteurs (graphique 20).

Si le risque italien disparaît, les fondamentaux de long terme sont favorables à une appréciation de l'euro contre le dollar. De plus, le différentiel de taux d'intérêt entre l'Europe et les États-Unis s'est stabilisé.

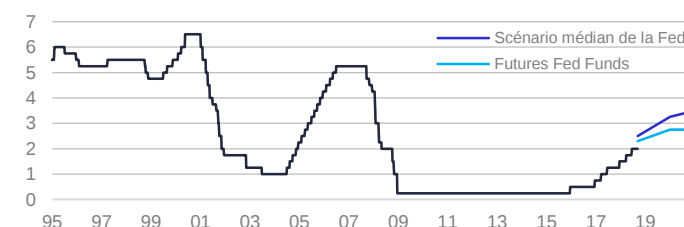
Graphique 16
Variation sur douze mois des bilans des principales banques centrales

Mds USD
Source : Bloomberg



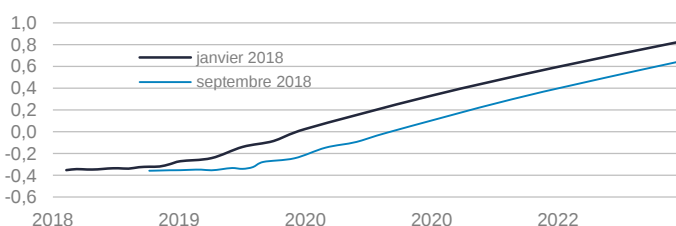
Graphique 17
États-Unis : taux des Fed Funds

Source : Bloomberg



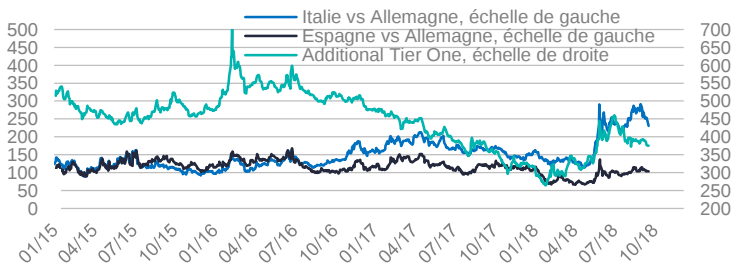
Graphique 18
Anticipations implicites des marchés sur l'EONIA

Source : Bloomberg



Graphique 19
Dettes italienne, espagnole et financière

Source : Bloomberg



Graphique 20
Zone euro : spreads de crédit des obligations à haut rendement et fondamentaux (points de base)

Source : Factset



BONNE RÉSISTANCE DE LA CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE DES ACTIONS

Les résultats des entreprises restent bien orientés dans les pays développés, tout particulièrement au Japon et aux États-Unis où ils ont bénéficié de la réforme fiscale (graphique 21). La bonne tenue des résultats et la piètre performance des marchés actions en 2018 ont entraîné une baisse des valorisations vers les plus bas de ces cinq dernières années hors États-Unis.

Aux États-Unis, la hausse des résultats des entreprises ne se résume pas à l'impact de la réforme fiscale. Après la baisse des profits de 2015-2016, les profits avant impôts sont repartis à la hausse (graphique 22). Toutefois, une accélération plus franche de la croissance des salaires compliquerait la donne pour la croissance des résultats.

Pour les actions émergentes, une dynamique plus favorable sur les matières premières sera sans doute nécessaire pour qu'elles surperforment les actions des pays développés, bien que l'importance de ce secteur dans les indices ait diminué (graphique 23).

CONCLUSION

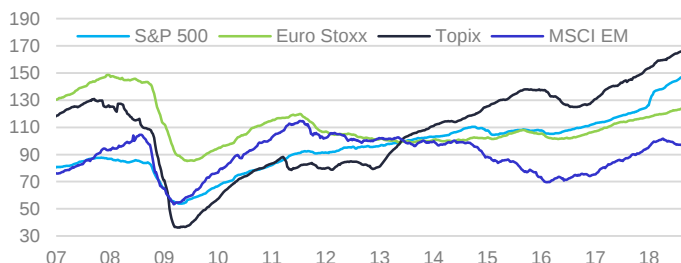
Du fait des risques évoqués, une certaine neutralité nous semble s'imposer à court terme sur les marchés financiers, malgré des fondamentaux économiques favorables.

Une amélioration des perspectives sur l'Italie (budget plus proche des attentes de la Commission Européenne) et sur les autres risques nous amènerait très probablement à augmenter l'exposition aux actifs risqués car l'environnement économique reste favorable à la croissance des résultats et à la normalisation des politiques monétaires.

Cependant, avec l'approche de la fin du cycle économique et le nombre croissant de risques politiques, il nous semble judicieux de ne pas nous enfermer dans un scénario trop affirmé, mais au contraire de privilégier la flexibilité et la réactivité au moyen d'une réévaluation continue de la situation.

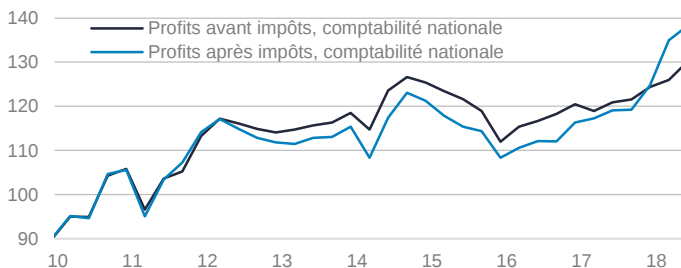
Graphique 21
Résultats prospectifs douze mois des principaux indices
Base 100 en 2013

Source : Bloomberg



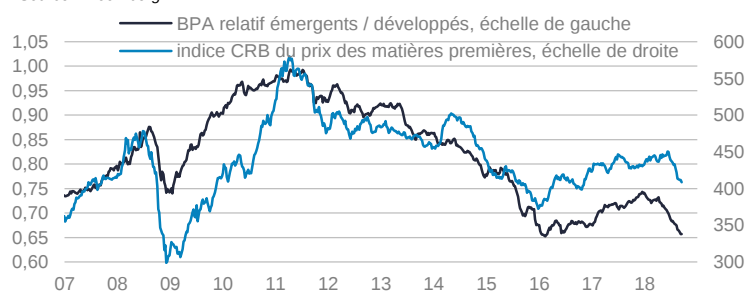
Graphique 22
États-Unis : profits des entreprises
Base 100 en 2006

Source : Bloomberg



Graphique 23
Résultats prospectifs MSCI EM / MSCI World et prix des matières premières

Source : Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de septembre 2018 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la te de publication.

**SUIVEZ
& PARTAGEZ**
l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.com



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.