



Septembre 2015

Perspectives économiques et financières

Le contexte économique global devrait rester porteur pour les actifs risqués mais certaines distinctions s'imposent

Dans un contexte marqué par la baisse du prix du pétrole et des autres matières premières, la croissance mondiale devrait réaccélérer progressivement après un premier semestre en demi-teinte. L'amélioration concernera principalement les pays développés et les pays émergents consommateurs de matières premières.

Les taux d'intérêt devraient remonter progressivement, sous l'influence de la hausse anticipée des taux de la Fed, mais cela ne représente pas une menace pour les marchés actions.

Le contexte économique porteur dans la zone euro devrait continuer de soutenir la performance des actions de cette zone.

Poursuite de la rotation de la croissance vers les pays développés

Monde : la croissance mondiale devrait progressivement accélérer

En dépit des inquiétudes régulières, la croissance mondiale est en fait à peu près stable autour de 3,5% depuis trois ans, un niveau égal à sa moyenne depuis 1980. Cette stabilité masque toutefois des évolutions divergentes entre les zones avec une croissance qui accélère dans les pays développés mais ralentit dans les pays émergents. Si la baisse des cours du pétrole constitue une excellente nouvelle pour l'économie mondiale, l'impact sur l'activité a été moins important que le laissaient supposer les simulations des institutions internationales. Pour autant, l'installation d'un contexte de prix durablement bas, en raison d'une offre très abondante et d'une croissance moins énergivore, devrait finir par porter ses fruits.

États-Unis : une croissance soutenue

La croissance américaine a connu un trou d'air en début d'année avant de rebondir fortement au deuxième trimestre. Les indicateurs de confiance des entreprises sont cohérents avec une croissance toujours dynamique dans les trimestres à venir, bien que le niveau élevé de stockage constitue un risque à court terme. Le rebond dans le secteur de la construction va soutenir l'activité et l'investissement devrait se reprendre après la correction liée à la baisse du prix du pétrole. Les gains de pouvoir d'achat qui en résultent et un marché du travail toujours bien orienté devraient permettre à la consommation de poursuivre son accélération.

Zone euro : la reprise va se poursuivre

La reprise se poursuit dans la zone euro et les indicateurs de confiance des entreprises sont cohérents avec une croissance un peu plus rapide, de l'ordre de 2%. Ce niveau devrait permettre une poursuite de la baisse du taux de chômage qui va continuer de soutenir la consommation des ménages. Grâce à l'amélioration des conditions de crédit, l'investissement devrait progressivement prendre le relais. L'excédent commercial est à un niveau record malgré la faiblesse des exportations dans un certain nombre de pays émergents. Le risque politique lié à la Grèce a diminué mais il faudra surveiller les élections législatives espagnoles en décembre.

Statistiques clés

Dépense mondiale de pétrole en pourcentage du PIB



Source : Factset, au 28 septembre 2015

États-Unis : croissance du PIB et indices ISM



Source : Factset, au 28 septembre 2015

Zone euro : flux nets de prêts au secteur privé

(Données corrigées des titrisations, Mds EUR, moyenne sur trois mois)



Source : BCE, au 28 septembre 2015

Japon : le ralentissement de l'activité n'est probablement que temporaire

Après un premier trimestre très fort, l'économie japonaise traverse un passage à vide. La consommation des ménages est médiocre, car les salaires n'accroissent pas malgré un marché du travail qui se tend de manière continue. La politique du gouvernement de Shinzo Abe s'est en grande partie retrouvée dans les profits des entreprises japonaises qui ont continué de progresser à un rythme très soutenu. Les indices de confiance des entreprises montrent une bonne résistance, indiquant que cette faiblesse de l'activité n'est probablement que passagère.

Chine : un ralentissement structurel qui reste maîtrisé

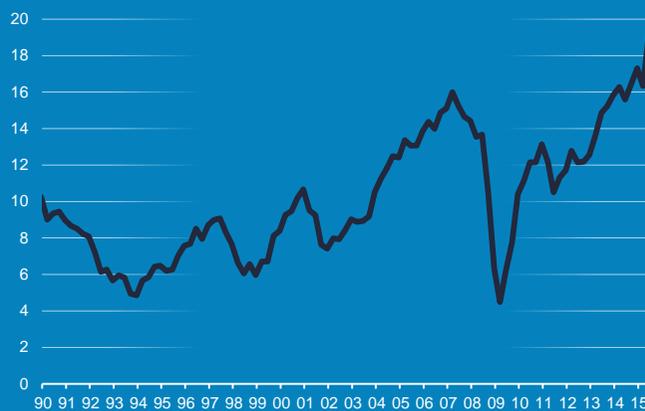
La croissance chinoise a rebondi au deuxième trimestre mais les indicateurs de conjoncture publiés depuis lors ont été globalement décevants, en particulier dans le secteur industriel. Au-delà des aspects conjoncturels, la Chine a atteint un niveau de développement à partir duquel la croissance ralentit tendanciellement. L'atterrissage devrait toutefois se faire en douceur. Le rééquilibrage de la croissance vers le secteur des services est bien engagé et les autorités disposent de marges de manœuvre suffisantes pour soutenir la croissance. La baisse du yuan (-3% du 10 août au 12 août) semble davantage répondre à l'objectif d'internationalisation du yuan qu'au ralentissement de l'activité, la dépréciation étant insuffisante pour avoir un impact significatif sur les exportations.

Pays émergents : une situation difficile pour plusieurs pays exportateurs de matières premières

La croissance à plusieurs vitesses devrait se poursuivre dans les économies émergentes avec d'un côté, les pays importateurs de matières premières qui bénéficient de la baisse des cours comme l'Inde, et de l'autre, les pays exportateurs qui en pâtissent, tels que la Russie et le Brésil qui sont en récession. La nouvelle baisse du prix du pétrole va probablement retarder la reprise en Russie tandis que la conjoncture brésilienne restera pénalisée par la faiblesse du climat des affaires, la rigueur budgétaire, le resserrement de la politique monétaire et un environnement politique très dégradé. La remontée des taux à venir de la Fed risque de peser sur les flux de capitaux. Si les vulnérabilités extérieures sont plus faibles que par le passé, elles restent importantes dans quelques pays comme la Turquie où le risque politique a augmenté.

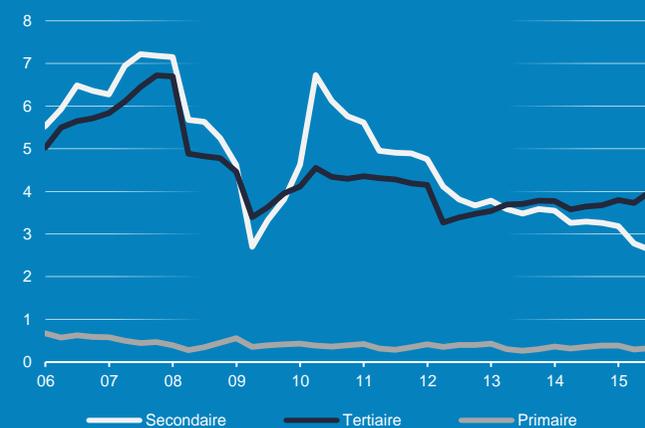
Statistiques clés

Japon : profit des entreprises (tn JPY)



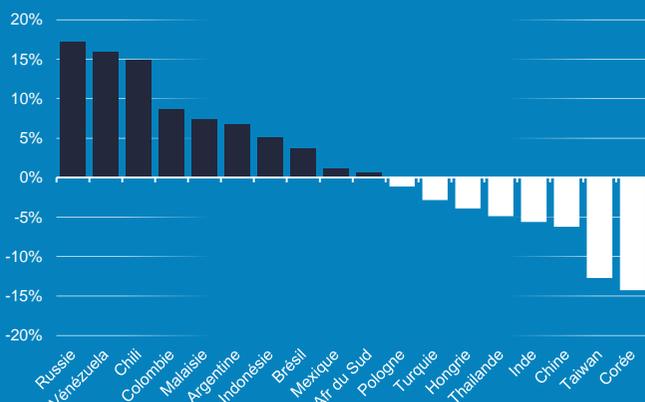
Source : Factset, au 28 septembre 2015

Chine : contributions à la croissance du PIB



Source : Bloomberg, au 28 septembre 2015

Pays émergents : exportations nettes de matières premières (% PIB)



Source : CNUCED, 2013

Que vont faire la Fed et la BCE ?

La Fed devrait bientôt remonter ses taux d'intérêt

Malgré un marché du travail qui continue de se tendre, la Fed a décidé de ne pas remonter ses taux lors de sa réunion de septembre. Il semblerait qu'elle veuille éviter un resserrement trop précoce des conditions monétaires dans un environnement de marché volatil. Ce faisant, elle risque toutefois de devoir remonter ses taux plus rapidement en cas d'accélération de l'inflation, ce qui aurait sans doute un impact important sur les taux longs. Si à ce jour l'inflation reste basse, l'amélioration de la conjoncture et la baisse rapide du taux de chômage augmentent la probabilité qu'on observe une nette accélération des salaires, et donc de l'inflation. Pour ces raisons, et afin de lever l'incertitude des marchés, la Fed devrait remonter ses taux avant la fin de l'année.

La BCE pourrait augmenter son programme d'achat d'actifs

Le Quantitative Easing de la BCE a déjà porté une partie de ses fruits : les conditions de financement des pays périphériques continuent de converger vers celles des pays du cœur de la zone et l'on observe une nette accélération des flux de crédit. Pour autant, le report de la remontée des taux par la Fed, le niveau toujours faible de l'inflation et le renforcement de l'euro sur les dernières semaines pourraient amener la BCE à ajuster ou à prolonger son programme d'achats.

Un contexte porteur pour les actions de la zone euro

La remontée des taux ne devrait être que progressive

La partie longue des courbes de taux reste très basse et exposée à l'ajustement des anticipations de la politique monétaire de la Fed qui devra probablement remonter ses taux plus rapidement que ce qui est actuellement anticipé par le marché en 2016 et après. La remontée des taux longs américains devrait pousser les taux longs à la hausse dans la zone euro, et ce malgré les divergences de politique monétaire comme en 1994. Le niveau des spreads de crédit des obligations à haut rendement et des dettes subordonnées financières nous semble encore offrir un potentiel de rétrécissement suffisant pour absorber la remontée des taux.

Un contexte porteur pour les actions de la zone euro

La ré-accélération de la croissance mondiale et le contexte de liquidité abondante devraient soutenir les marchés actions qui offrent un supplément de rendement attractif relativement aux autres classes d'actifs. La remontée des taux ne représente pas une menace pour le marché des actions américaines qui s'est historiquement apprécié dans les cycles précédents de remontée des taux de la Fed. Mais le niveau élevé de marge des entreprises américaines réduit le potentiel de bonnes surprises. Le contexte économique porteur de la zone euro devrait continuer de soutenir la performance des actions de cette zone. L'euro devrait encore se déprécier marginalement face au dollar et le levier opérationnel devrait permettre d'assurer un bon niveau de croissance des profits. Le marché japonais a souffert de la hausse du yen mais il bénéficie toujours d'une dynamique bénéficiaire favorable. Les marchés émergents doivent faire l'objet d'une certaine prudence dans un contexte de baisse des prix des matières premières et de hausse des taux américains.

Avertissement au lecteur

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.