# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Janvier 2023





# Sommaire

- I. États-Unis : une lutte de longue haleine contre l'inflation
- II. Zone euro : résistance de l'activité économique
- III. Japon : vers une sortie de l'inflation basse ?
- IV. Chine: une réouverture anticipée
- V. Conclusion macroéconomique
- VI. Des marchés trop optimistes?
- VII. Conclusion de marché

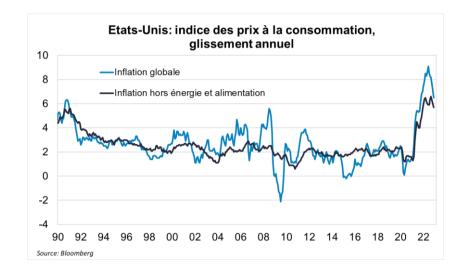


# États-Unis : une lutte de longue haleine contre l'inflation

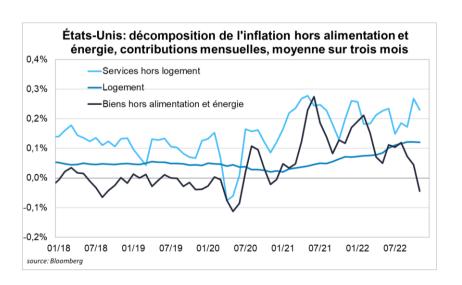
#### **ETATS-UNIS**

#### Un ralentissement de l'inflation pour l'instant principalement lié aux prix des biens

- Après deux années d'inflation très élevée, celle-ci a été un peu plus faible sur les deux derniers mois, permettant une stabilisation du glissement annuel autour de 6,0% pour l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation).
- La baisse du prix des carburants a permis à l'inflation globale de ralentir depuis son pic de l'été dernier.

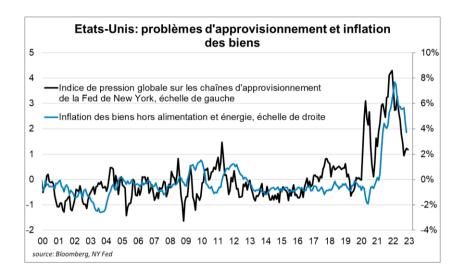


- Le ralentissement de inflation hors énergie et alimentation s'explique principalement par la normalisation des prix des biens.
- La tendance devrait se poursuivre grâce à l'amélioration des chaînes de production.
- L'inflation des services se maintient à un niveau élevé, que ce soit pour la partie logement ou hors logement.

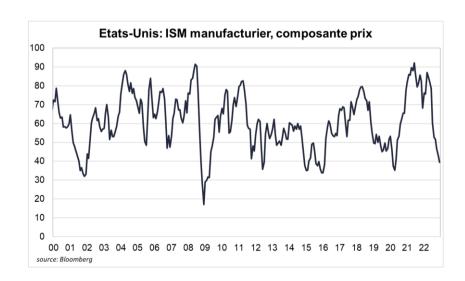


#### Une tendance sur le prix des biens qui devrait se poursuivre

- La résorption des problèmes d'approvisionnement devrait permettre une poursuite du ralentissement de l'inflation des biens.
- Il faudra toutefois surveiller les conséquences de l'épidémie de Covid en Chine.

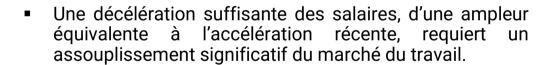


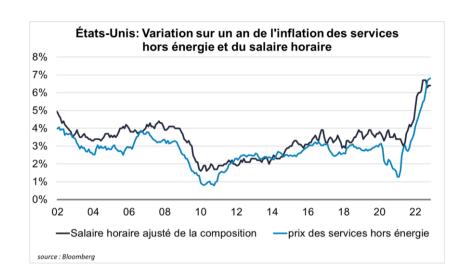
Les enquêtes confirment cette tendance.

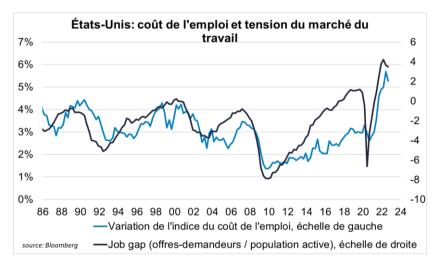


#### Quelle évolution du prix des services ?

- Les dernières données de salaire horaire montrent une décélération sur les derniers mois.
- Mais cette série est souvent révisée de manière importante et ne tient pas compte des effets de composition.
- Pour que l'inflation des services retrouve un niveau normal, il faudra un fort ralentissement sur les données annuelles.

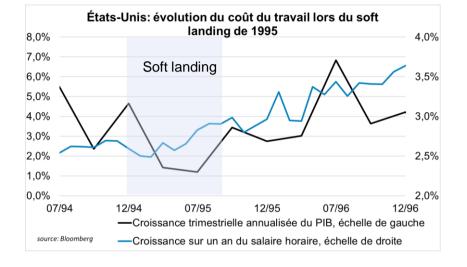




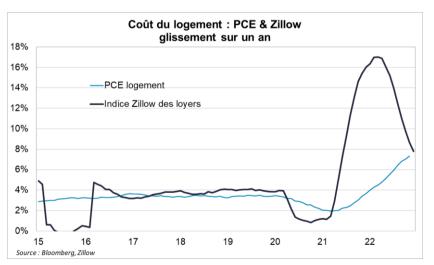


#### Quelle évolution du prix des services ?

- Après la hausse des taux de la Fed de 3% en 1994, la croissance avait nettement ralenti, mais l'économie américaine n'avait pas basculé en récession.
- Ce soft landing n'avait pas entraîné de ralentissement des salaires, qui avaient accéléré dès le rebond de la croissance.

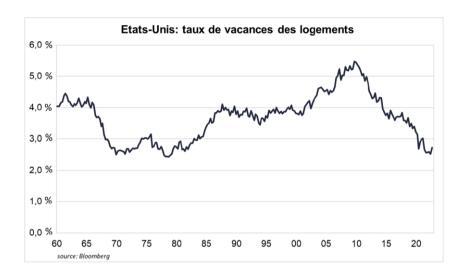


- Sur la composante logement, principale composante des services, on observe une nette décélération des loyers dans les transactions.
- La méthodologie de calcul du coût du logement dans les indices de prix fait qu'elle va mettre du temps à se voir dans les chiffres d'inflation.

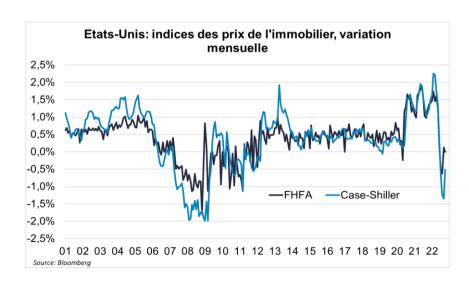


#### Quelle évolution du prix des services ?

 Le marché immobilier américain reste caractérisé par un niveau de tension très élevé.

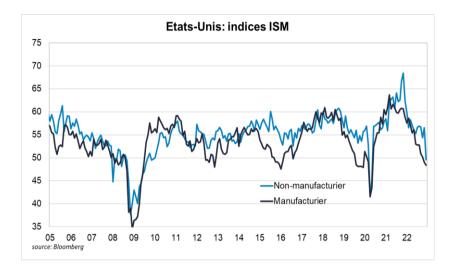


On observe certains signes de stabilisation de l'immobilier après une chute importante, notamment au niveau des demandes de prêts hypothécaires, ou encore des prix de l'immobilier.

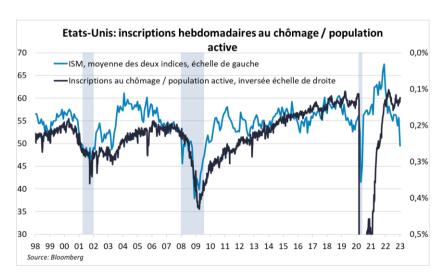


#### Les conditions d'une récession sont-elles là?

 La dégradation des indices ISM sur les derniers mois interroge sur la possibilité d'une entrée imminente de l'économie américaine en récession.

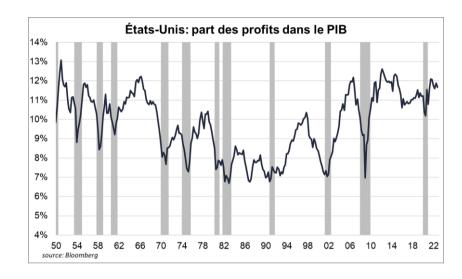


 Mais dans les récessions précédentes, la dégradation des indices PMI s'accompagnait d'une hausse des inscriptions hebdomadaires au chômage.

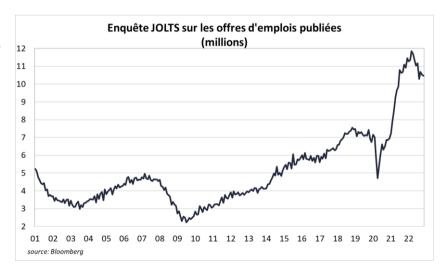


#### Les conditions d'une récession sont-elles là?

 Historiquement les profits baissent en amont des récessions.



 Le stock toujours très élevé d'offres d'emplois est un facteur particulier dans le cycle actuel qui peut modifier les mécanismes classiques d'entrée en récession.



#### **ETATS-UNIS**

#### Conclusion

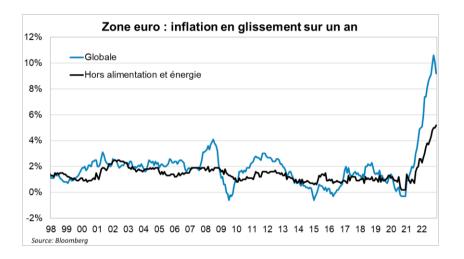
- Aux yeux de la Fed, le contrôle de l'inflation passe nécessairement par une réduction des tensions du marché du travail.
- Pour l'instant, du moins jusqu'à la publication de l'ISM non-manufacturier (6 janvier 2023), l'économie américaine semblait très résistante.
- Le contexte actuel ouvre la voie à trois scénarios :
  - Un soft landing prolongé, permettant de réduire progressivement les tensions sur le marché du travail.
  - Une récession mi-2023, provoquée par le resserrement monétaire déjà réalisé, complété de quelques hausses supplémentaires ou provoquée par une nette dégradation des marchés au T1.
  - Une résistance de l'économie américaine, amenant la Fed à monter davantage ses taux, poursuivant le cycle actuel au S2 2023, provoquant une récession début 2024.
- Le premier scénario nous semble peu probable (10%). Suite à la publication de l'ISM, nous attribuons une probabilité égale aux deux autres scénarios (45%), même si le dernier scénario nous semble un peu plus probable.
- À surveiller : le plafond d'endettement de l'administration fédérale a été atteint. Dans un contexte politique très tendu, il pourrait faire l'objet de nouvelles tensions politiques et de tensions sur les marchés.



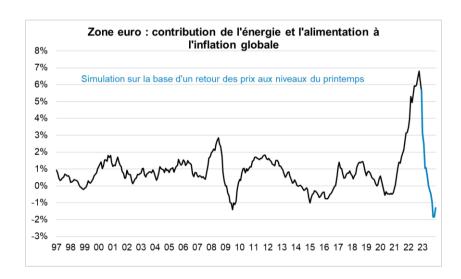
# Zone euro : résistance de l'activité économique

# Vers une nette décélération de l'inflation globale...

- L'inflation a atteint 10% au global mais l'énergie et l'alimentation représentent près de la moitié de cette inflation.
- L'inflation hors alimentation et énergie atteint un nouveau point haut en décembre à +5,2%.

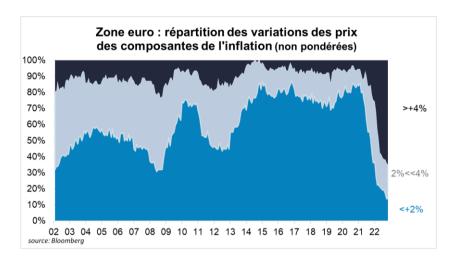


- Il faudrait une nouvelle forte hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation pour générer autant d'inflation.
- Le scénario le plus probable est celui d'une nette décélération de l'inflation globale dans les prochains mois.

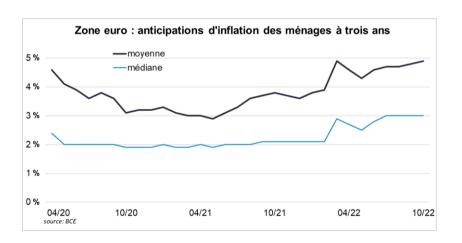


#### ... mais un problème de l'inflation toujours présent pour la BCE

 L'inflation sous-jacente reste forte et le nombre de catégories de biens et services soumis à une progression rapide de leurs prix continue d'augmenter.



- La BCE craint un dérapage des anticipations qui pourrait renforcer la dynamique de l'inflation.
- Les dernières prévisions de la BCE montrent que la banque centrale craint que l'inflation ne mette beaucoup de temps à revenir à la normale.

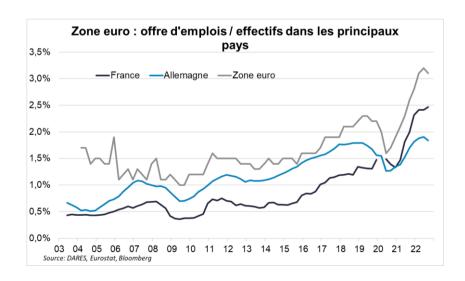


# Des pressions salariales qui devraient persister...

 La pression à la hausse des salaires est toujours très forte.

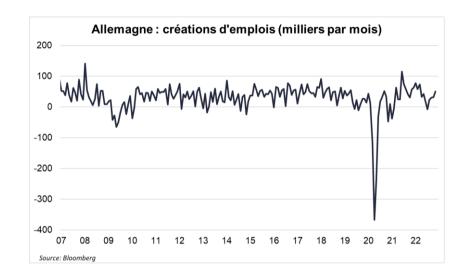


 On n'observe pas encore de réelle détente des marchés du travail.

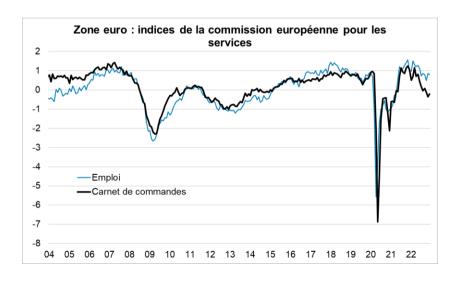


#### ... du fait d'un marché du travail qui reste également en forte tension...

- Alors que l'Allemagne commençait à détruire des emplois, les dernières données montrent un rebond des créations d'emplois.
- Le taux de chômage de la zone euro poursuit sa baisse et a atteint un nouveau point bas à 6,5%.



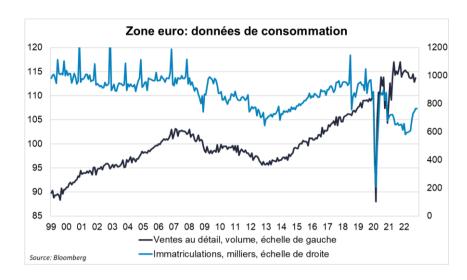
- Si les entreprises observent un ralentissement de leur activité, elles ne semblent pas pour l'instant envisager de licenciements. Cette déconnexion entre perspectives d'emplois et de commandes est assez inédite.
- Il n'est pas certain que le ralentissement économique provoquera l'ajustement de l'emploi habituel.

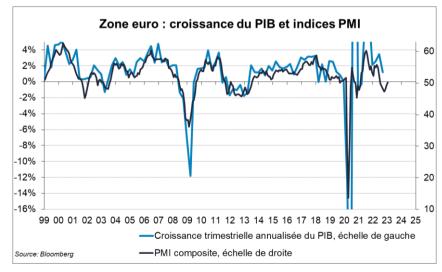


#### ...notamment grâce à une bonne résistance de l'activité...

- Les ventes au détail hors auto sont sur une tendance baissière qui semble s'être accélérée en octobre.
- Mais a contrario, les immatriculations rebondissent nettement depuis la fin de l'été.

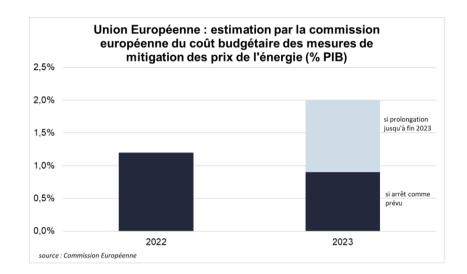
Alors que nous attendions une poursuite de la dégradation de la conjoncture dans la zone euro, nous observons un rebond des indices PMI depuis deux mois, qui restent toutefois sur des niveaux cohérents avec une petite contraction de l'activité.



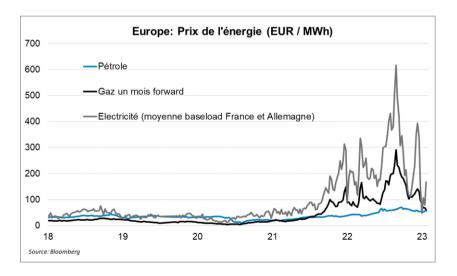


#### ... du fait d'un choc énergétique moins violent qu'anticipé

- Les gouvernements européens ont adopté de nombreuses mesures pour accompagner les ménages et les entreprises face au choc énergétique, pour un montant estimé à 200 Mds EUR en 2022.
- Si les mesures ne sont pas prolongées au-delà de la date prévue, le soutien devrait être d'encore 144 Mds EUR en 2023.

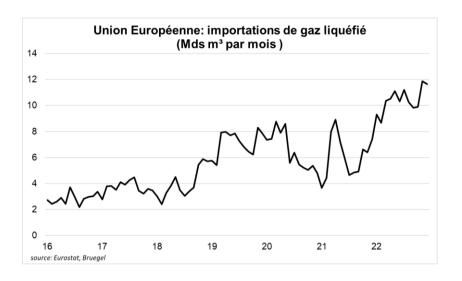


- Après une nouvelle hausse en décembre, les prix de l'énergie s'orientent à la baisse mais ils restent supérieurs aux niveaux d'avant fin 2021.
- La consommation de gaz a été nettement réduite et la politique de stockage a été très dynamique, ce qui a contribué à réduire les risques de rationnement pour cet hiver, permettant une baisse des prix du gaz.
- Comme par ailleurs EDF relance la production d'électricité d'un certain nombre de centrales, les prix de l'électricité baissent également.

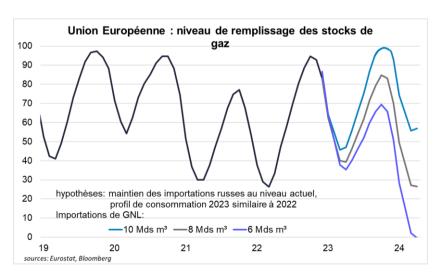


#### Pas de crise énergétique à court terme mais un risque toujours présent l'année prochaine

 Outre la modération de la consommation de gaz, l'importation massive de GNL a été déterminante pour éviter le risque de rationnement cet hiver.



- Dans un contexte où la croissance de l'offre de GNL est limitée jusqu'en 2025, la moindre demande en provenance d'Asie, et notamment de Chine (- 20 Mds m<sup>3</sup> en 2022 par rapport à 2021) a facilité ces importations.
- La réouverture de la Chine pourrait donc tendre le marché du gaz.
- Il y a énormément d'incertitudes mais l'hiver 2023-2024 pourrait être plus compliqué.



#### Conclusion

- Le risque d'une crise énergétique semble s'éloigner pour cet hiver, et avec lui le risque d'une récession dure dès la période actuelle.
- Les données semblent effectivement décrire une économie en ralentissement, mais modéré.
- Dans ce contexte, les pressions du marché du travail ne devraient pas diminuer.
- La BCE va sans doute devoir continuer à resserrer sa politique monétaire.
- De manière classique, le cycle européen risque de rester donc très dépendant de ce qui se passera aux États-Unis.

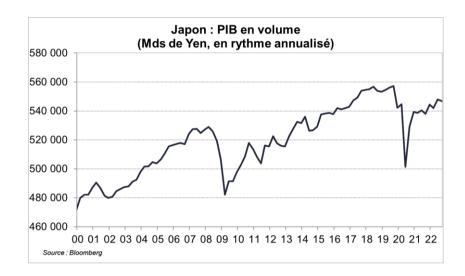


Japon : vers une sortie de l'inflation basse ?

#### **JAPON**

#### Une reprise encore incomplète, mais une accélération de l'inflation

- Le PIB reste inférieur au niveau pré-Covid.
- Le niveau de la consommation reste pénalisé par le Covid, avec notamment un nombre de touristes toujours très bas. Toutefois, celui-ci a commencé à rebondir en octobre.



 Des évolutions spécifiques aux prix des télécoms avaient masqué la dynamique sous-jacente d'une inflation en nette accélération.



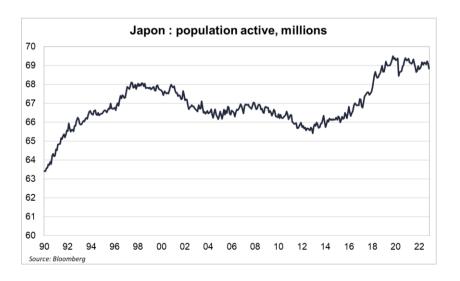
#### **JAPON**

#### Comment la BoJ va-t-elle réagir face à la tension du marché du travail?

 La progression des salaires est déjà notable. Les premiers éléments pour la négociation annuelle du « Shunto » au printemps laissent envisager une poursuite de l'accélération des salaires.



- Les Abenomics avaient permis une croissance de la population active malgré le contexte démographique compliqué, permettant d'absorber le surcroît d'activité sans accélération des salaires.
- Depuis deux ans, la population active est stable. Ceci devrait soutenir les salaires.
- La BoJ s'est engagée à dépasser durablement son objectif d'inflation, mais les ajustements récents de sa politique monétaire montrent qu'elle pourrait finir par prendre le chemin d'un durcissement monétaire. Le ferat-elle dès 2023 ?





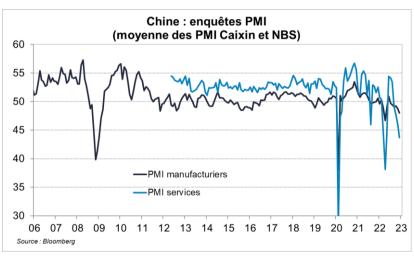
# Chine: une réouverture anticipée

#### **CHINE**

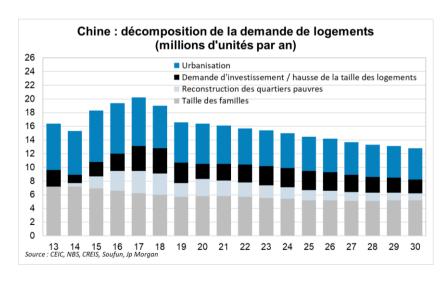
#### Un pivot vers une politique plus favorable à la croissance mais qui pèse à court terme

- Les discours et décisions des autorités au cours des dernières semaines indiquent une volonté de redonner la priorité à la croissance en 2023.
- Le gouvernement a brusquement levé les restrictions sanitaires qui perturbaient l'activité depuis trois ans, ce qui a un impact très négatif sur l'activité du fait de la propagation du virus.

- Le soutien au marché de l'immobilier a été renforcé avec de nombreux assouplissements.
- Mais les facteurs structurels ne risquent-ils pas de limiter la capacité du secteur à rebondir ?



NBS: National Bureau of Statistics of China

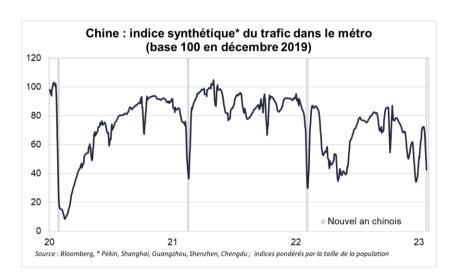


#### **CHINE**

#### A quelle vitesse l'économie peut-elle repartir ?

- La reprise dépendra de l'évolution de la situation sanitaire qui est difficile à lire et à anticiper.
- Le rebond partiel des indices de mobilité avant le Nouvel an chinois suggère qu'un pic épidémique est passé.
- Cette première vague sera-t-elle suivie d'autres vagues ?
  Les décès peuvent-ils entraîner un retour en arrière ?

- À terme, la réouverture devrait permettre un rebond de la consommation des ménages, après une année 2022 très faible.
- L'ampleur et la durabilité du rebond dépendront de l'amélioration potentielle du marché du travail, des revenus et de la confiance.

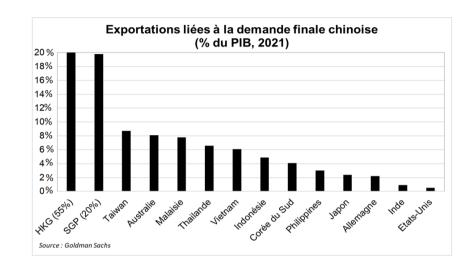




## **CHINE**

#### Quel impact de la réouverture pour le reste du monde ?

- L'impact économique lié à une augmentation des importations chinoises pourrait être significatif pour certaines économies asiatiques.
- Une normalisation des dépenses touristiques chinoises aurait également un impact important sur certains pays comme Hong-Kong et la Thaïlande (6% et 3% du PIB respectivement pré-Covid).





# Conclusion macroéconomique

#### CONCLUSION

#### Un environnement toujours complexe malgré ou à cause de la résistance de la croissance

- Le passage du pic d'inflation ne signifie pas que le problème d'inflation est résolu.
- Tant que les salaires ne ralentiront pas significativement, ou que les conditions d'un ralentissement de ceux-ci ne seront pas réunies, les banques centrales ne seront pas convaincues qu'elles ont gagné la bataille contre l'inflation.
- Dès lors, la résistance de l'activité économique à court terme représente un problème pour elles et devrait les amener à maintenir une politique plus dure.
- Historiquement, à l'échelle du cycle économique, il est difficile de réduire significativement les tensions du marché du travail sans récession.
- Il est donc selon nous très probable que les banques centrales maintiennent ou renforcent le biais très restrictif à leur politique monétaire.
- Le chemin du scénario favorable (soft landing et réduction forte des tensions du marché du travail) nous semble très étroit.
- Après une première période chaotique, la croissance chinoise va réaccélérer, mais sans doute insuffisamment pour compenser la très probable récession des pays occidentaux.



Des marchés trop optimistes?

#### Rappel de nos prévisions de début 2022

Constat d'un **environnement particulièrement incertain** rendant difficile dans ce contexte de définir une hiérarchie des classes d'actifs à 12-18 mois.

#### Neutralité sur les actifs risqués,

mais deux positionnements nous paraissent néanmoins avoir du sens :



Sensibilité faible, voire négative



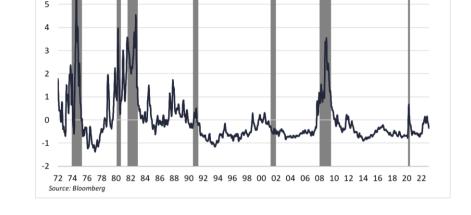
Sous-pondération du marché actions américain au profit de l'Europe, et, plus généralement, sous-pondération des valeurs ayant bénéficié de la baisse des taux.

#### PERFORMANCES 2022



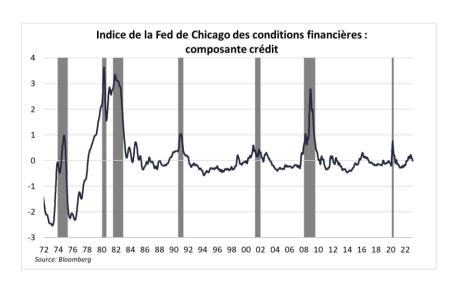
## Un durcissement des conditions financières pour l'instant modeste

- Les banques centrales s'efforcent de durcir les conditions financières suffisamment pour faire ralentir l'activité économique.
- Le resserrement en cours semble limité et s'est même inversé sur les dernières semaines.



Indice de la Fed de Chicago des conditions financières

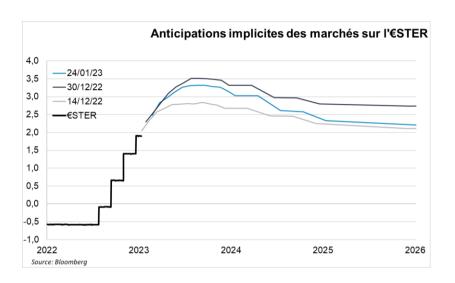
 C'est particulièrement le cas pour les conditions de crédit.

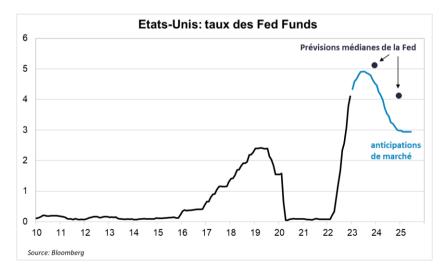


#### Des marchés qui écoutent la BCE mais pas la Fed

- Le discours de la BCE a été beaucoup plus dur qu'anticipé lors de la réunion de décembre, avec la promesse de davantage de hausses de taux et l'annonce d'un calendrier pour la réduction du bilan de la BCE.
- Mais depuis le début de l'année, les marchés ont revu à la baisse leurs anticipations sur les taux courts.

 Le discours de la Fed était également plus dur avec une hausse du taux terminal et le maintien de taux à un niveau élevé sur 2023, mais les anticipations de marché sont beaucoup plus modérées.

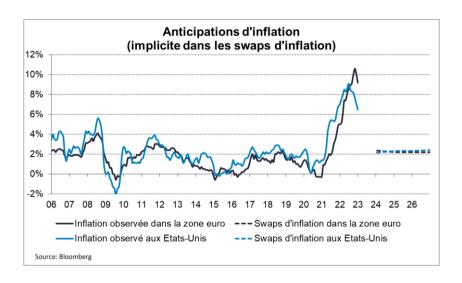




#### Des marchés optimistes sur la question de l'inflation

 Les swaps d'inflation montrent que les marchés estiment que la question de l'inflation va être résolue dès cette année.

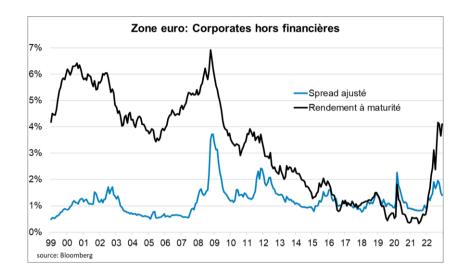
- Les Japonais détiennent 2,4 trillions d'actifs obligataires à l'international.
- La remontée des taux sur leur marché domestique pourrait les amener à rapatrier ces fonds, ce qui pourrait exercer une pression sur les taux occidentaux.



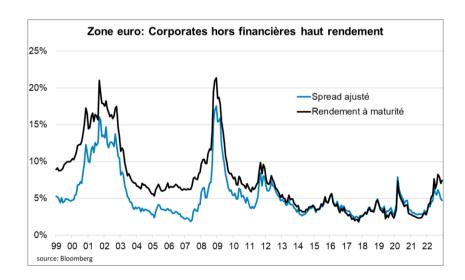


#### Retour de rendements plus attractifs sur le crédit

- Les rendements sur le crédit de bonne qualité sont proches des niveaux qui prévalaient entre 2003 et 2006.
- Les marges de crédit sont sur des niveaux déjà relativement élevés. Le niveau actuel de portage pourrait permettre d'absorber un retour des spreads sur les niveaux de 2012.

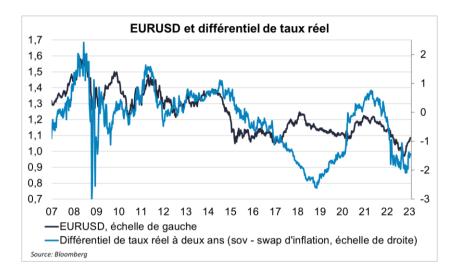


 Sur le haut rendement, les spreads pourraient encore se tendre temporairement dans un scénario de récession, mais le rendement est déjà attractif.

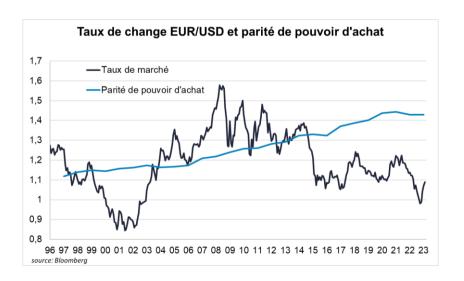


#### Le dollar dépendant des anticipations des banques centrales

- A court terme, la parité euro-dollar continue d'évoluer en fonction du différentiel de taux courts.
- Un probable ajustement à la hausse des anticipations de la Fed pourrait amener un nouveau rebond du dollar.

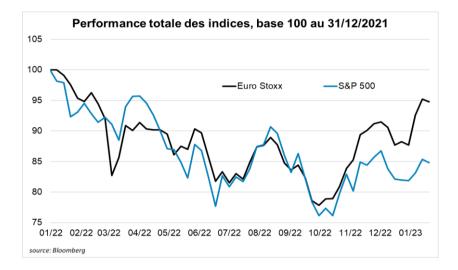


 À plus long terme, le taux de change devrait retrouver des niveaux plus cohérents avec la parité de pouvoir d'achat.

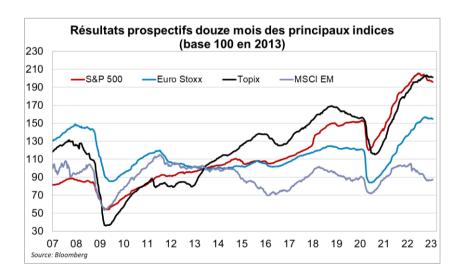


#### Marchés actions

- Les actions de la zone euro rebondissent nettement depuis trois mois.
- Les marchés américains sont plus prudents.



- Les publications de résultats de 2022 ont surpris à la hausse à chaque fois.
- Les bénéfices des entreprises restent proches de leurs points hauts.

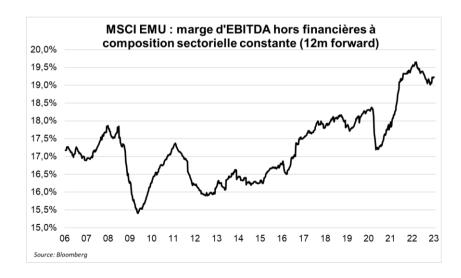


#### Vers une baisse des résultats?

- Le consensus voit des bénéfices par actions en légère hausse sur l'année 2023.
- La bonne tenue de la croissance sur ce début d'année pourrait apporter de nouvelles surprises positives, mais la récession qui nous semble inévitable pèsera inéluctablement sur les résultats.



 D'autant plus que les marges sont sur des niveaux historiquement très élevés.

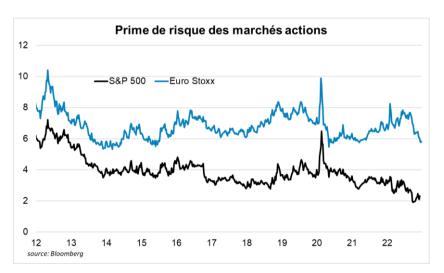


#### Des valorisations du marché actions raisonnables mais pas particulièrement bon marché

 La valorisation de la plupart des marchés reste inférieure aux moyennes historiques mais très au dessus des niveaux de récession.

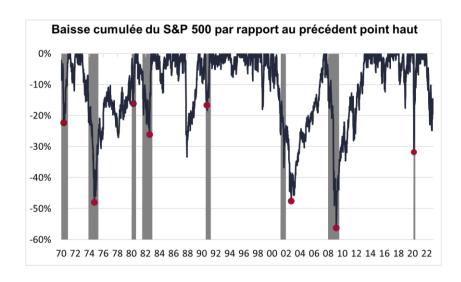


- La prime de risque du marché actions européen est au plus bas des dix dernières années. Une baisse significative des taux serait sans doute nécessaire pour justifier une hausse supplémentaire des multiples.
- Celle du S&P 500 est historiquement basse malgré la baisse du marché.
- Avec la remontée des taux, l'argument TINA « There Is No Alternative » perd de sa valeur.

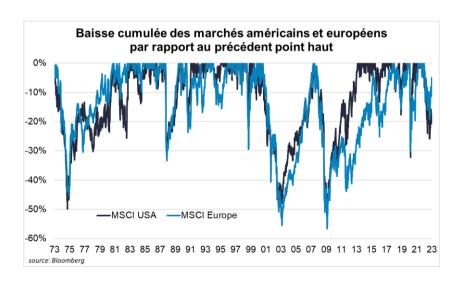


#### Le risque de récession devrait continuer de peser sur les marchés actions

 Le point bas des marchés actions n'est généralement atteint qu'après l'entrée en récession de l'économie américaine.



À l'exception du choc Volcker du début des années 1980, le marché européen fait son point bas en même temps que le marché américain.





# Conclusion de marché

#### **CONCLUSION**

#### Maintien d'une prudence sur les actions, des obligations plus attractives

- L'environnement resté compliqué pour la plupart des classes d'actifs, avec des banques centrales soucieuses de juguler l'inflation, et montant leurs taux au risque de provoquer une récession.
- Si l'on ne peut exclure des bonnes surprises sur les publications des 3-4 prochains mois du fait de la bonne résistance de l'économie, les marchés actions nous semblent rester sous la menace d'un durcissement supplémentaire des conditions financières et d'une récession très probable à l'horizon d'un an. Outre le fait que les points bas sont généralement atteints après l'entrée en récession, le niveau actuel de valorisation ne semble pas exceptionnellement bon marché. La patience reste de mise.
- Toutefois, du fait de la hausse déjà réalisée des taux et de l'écartement des spreads, les obligations offrent maintenant des niveaux de rendement attractifs. Sur le crédit, compte tenu du risque de hausse des taux et d'écartement supplémentaire des spreads, un investissement progressif durant l'année à venir semble pertinent.

#### **AVERTISSEMENT AU LECTEUR**

L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de cette présentation et est susceptible de changer.

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Il fait état d'analyses ou descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de source publique.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées. De plus, les instruments ou valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations de marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leur performance ou leur évolution future.

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 dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.

Par ailleurs, certains services rendus/et ou placements figurant dans ce document peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas nécessairement adaptés à tous les investisseurs.

Il appartient donc à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces services et/ou placements avant tout investissement. Tout investisseur est tenu de se reporter aux conditions proposées par Lazard Frères Gestion SAS à sa clientèle afférent aux services et/ou placements figurant dans ce document.

De plus, toute personne désirant investir dans les organismes de placement collectifs qui seraient mentionnés dans ce document est tenue de consulter le DICI visé par l'Autorité des Marchés Financiers remis à tout souscripteur ou disponible sur simple demande auprès de Lazard Frères Gestion SAS. Les informations contenues dans ce document n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par les commissaires aux comptes de l'OPC ou des OPC éventuellement concernés.