

LAZARD  
FRÈRES GESTION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES  
ET FINANCIÈRES

Janvier 2023



Source : Shutterstock

Document rédigé le 26 janvier 2023

*Le cycle économique mondial devrait rester dépendant de ce qui se passera aux Etats-Unis. Pour l'instant, du moins jusqu'à récemment, l'économie américaine semblait très résistante. Une récession nous semble toutefois inéluctable à l'horizon d'un an. Dans ce contexte, nous pensons que la patience reste de mise sur les marchés actions. En revanche, la remontée des taux d'intérêt est créatrice d'opportunités sur les marchés obligataires.*

# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

## ÉTATS-UNIS : UNE LUTTE DE LONGUE HALEINE CONTRE L'INFLATION

Après deux années de progression, l'inflation semble avoir passé un pic. La baisse du prix des carburants a permis à l'inflation globale de ralentir, et l'inflation hors énergie et alimentation s'est stabilisée autour de 6,0% sur un an (graphique 1).

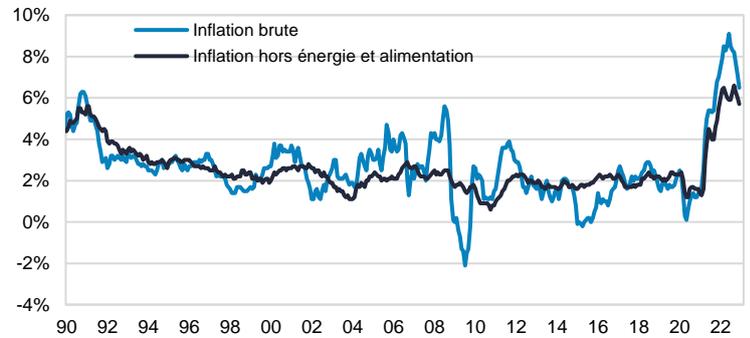
Ce ralentissement de l'inflation sous-jacente reflète surtout la normalisation des prix des biens (graphique 2). Il s'agit de l'inflation perçue comme étant la conséquence temporaire de la pandémie, qui avait créé des désajustements entre l'offre et la demande. Cette normalisation des prix des biens devrait se poursuivre grâce à l'amélioration des chaînes de production. Il faudra toutefois surveiller les conséquences de l'épidémie de Covid-19 en Chine.

En revanche, l'inflation des services se maintient à des niveaux élevés. Pour qu'elle retrouve un niveau normal, il faudrait une détente majeure du marché du travail, les prix des services étant très liés à l'évolution des salaires (graphique 3).

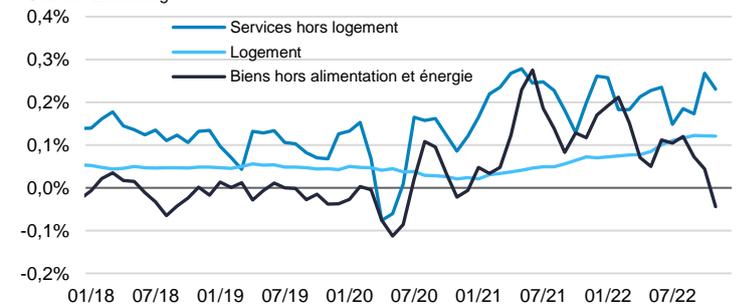
Historiquement, il est difficile de réduire la tension du marché du travail sans récession. Pour l'instant, du moins jusqu'à la baisse des enquêtes ISM de décembre, l'économie américaine semblait très résistante. Les inscriptions hebdomadaires demeurent très faibles et nous n'assistons pas encore à la baisse des profits qui précède généralement les récessions (graphique 4).

Ce contexte ouvre la voie à trois scénarios. Le premier est celui d'un ralentissement économique sans récession (« soft landing ») qui permettrait de réduire progressivement les tensions sur le marché du travail. Le second est celui d'une récession mi-2023, provoquée par le resserrement monétaire déjà réalisé, ainsi que de nouvelles hausses de taux au premier semestre. Le troisième scénario est celui d'une résistance plus durable de l'économie américaine qui amènerait la Fed à poursuivre son cycle de hausse des taux au second semestre, provoquant une récession début 2024. Le premier scénario nous semble peu probable (10%). Nous attribuons une probabilité égale aux deux autres (45%).

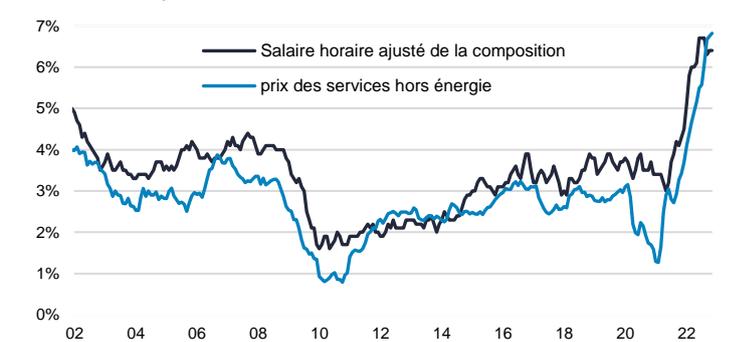
Graphique 1  
Etats-Unis : indice des prix à la consommation (glissement annuel)  
Source : Bloomberg



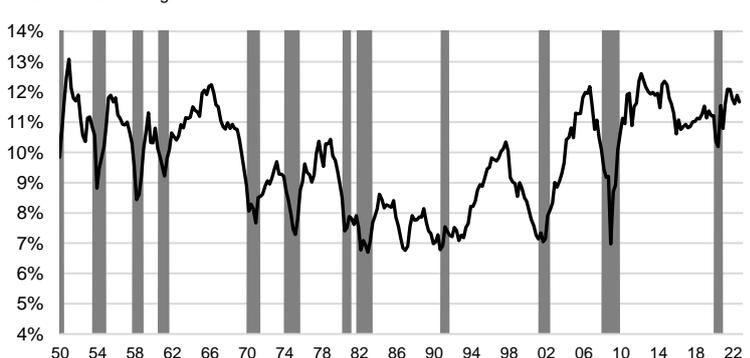
Graphique 2  
Etats-Unis : déflateur de la consommation hors alimentation et énergie, contributions mensuelles, moyenne sur trois mois  
Source : Bloomberg



Graphique 3  
Etats-Unis : Variation sur un an de l'inflation des services hors énergie et du salaire horaire  
Source : Bloomberg



Graphique 4  
Etats-Unis : parts des profits dans le PIB  
Source : Bloomberg



## ZONE EURO : RÉSISTANCE DE L'ACTIVITÉ

L'inflation dans la zone euro reste très élevée. À la différence des Etats-Unis, celle-ci est très liée à la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, comme le montre l'écart important entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente (graphique 5).

Le plus probable est que l'inflation globale décélère nettement dans les prochains mois. En effet, l'envolée des prix de l'énergie au printemps dernier constitue une base de comparaison très élevée. Il faudrait une nouvelle forte hausse pour générer autant d'inflation (graphique 6).

Un ralentissement de l'inflation globale ne signifie pas pour autant que le problème de l'inflation est résolu. L'inflation hors énergie et alimentation est forte et les pressions salariales pourraient persister en l'absence de réelle détente du marché du travail (graphique 7).

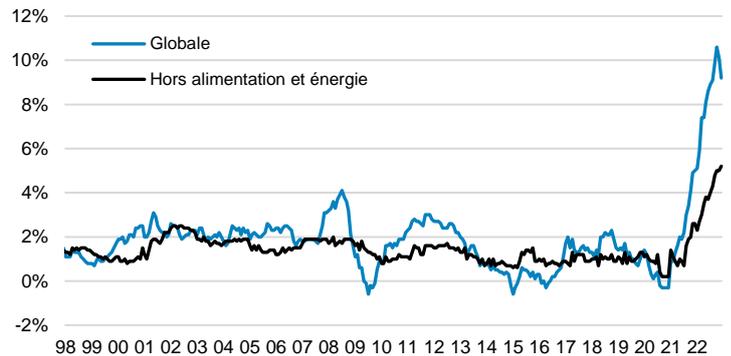
Allant dans le sens d'une tension persistante du marché de l'emploi, l'activité économique résiste mieux que prévu, du fait d'un choc énergétique moins violent qu'anticipé. Les données semblent effectivement décrire une économie en ralentissement, mais modéré.

Les gouvernements ont adopté de nombreuses mesures pour accompagner les ménages et les entreprises. 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 de l'énergie (graphique 8).

Outre la réduction de la consommation, l'importation massive de GNL a été déterminante pour éviter les pénuries. 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 a facilité ces importations. La réouverture de l'économie chinoise pourrait donc tendre le marché du gaz. En somme, les incertitudes persistent et l'hiver 2023-2024 pourrait être compliqué.

Le risque d'une crise énergétique semble ainsi s'éloigner pour cet hiver et la BCE va donc sans doute devoir continuer à resserrer sa politique monétaire. De manière classique, le cycle européen risque de rester très dépendant de ce qui se passera aux États-Unis.

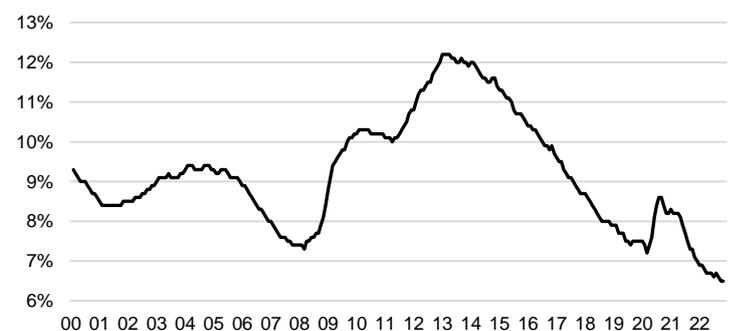
Graphique 5  
**Zone euro: inflation (glissement annuel)**  
Source : Bloomberg



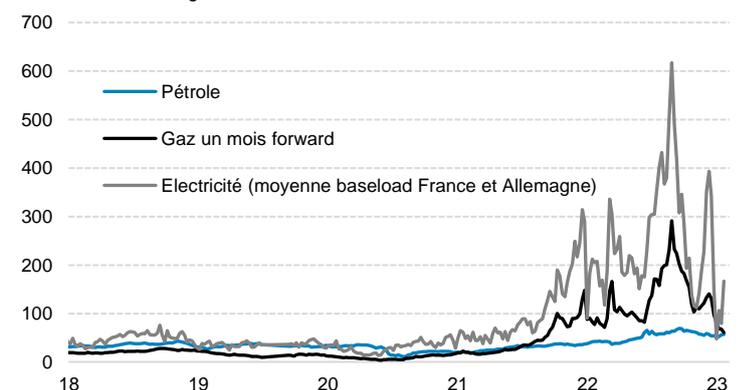
Graphique 6  
**Contribution de l'énergie et de l'alimentation à l'inflation globale (en bleu : simulation en cas de retour des prix aux niveaux du printemps)**  
Source : Bloomberg, Lazard Frères Gestion



Graphique 7  
**Zone euro : taux de chômage**  
Source : Bloomberg



Graphique 8  
**Europe : Prix de l'énergie (EUR / MWh)**  
Source : Bloomberg



## CHINE : VERS UNE REPRISE DE L'ACTIVITÉ

Les décisions des autorités au cours des dernières semaines indiquent un pivot vers une politique plus favorable à la croissance. Le gouvernement a levé subitement les restrictions sanitaires qui perturbaient l'activité depuis trois ans et le soutien au marché de l'immobilier a été renforcé.

Paradoxalement, l'assouplissement des restrictions sanitaires se traduit dans un premier temps par un ralentissement de l'activité (graphique 9), la propagation du virus amenant la population à réduire ses déplacements, pour cause de maladie ou par prudence.

À terme, la réouverture de l'économie va permettre un rebond mécanique de la consommation. Néanmoins, le calendrier est incertain et reste tributaire de l'évolution de la situation sanitaire, laquelle est difficile à lire et à anticiper. Le rebond des indices de mobilité suggère qu'un pic est passé, mais d'autres vagues ne sont pas à exclure.

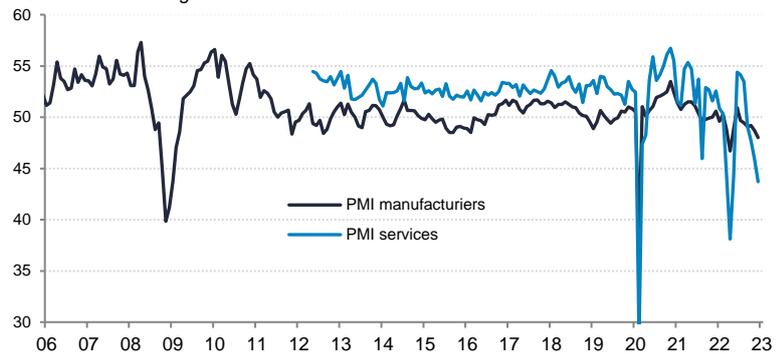
Se posent également les questions de l'ampleur et de la pérennité du rebond. Dans quelle mesure les consommateurs vont-ils redéployer l'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie ? Les vents contraires structurels, tels que la diminution de la population, ne risquent-ils pas de limiter la capacité du secteur immobilier à rebondir ? (graphique 10).

## CONCLUSION MACROÉCONOMIQUE

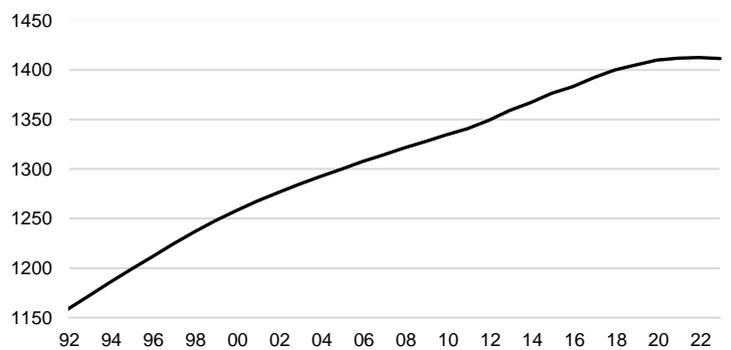
Le passage du pic de l'inflation ne signifie pas que le problème de l'inflation est résolu. Tant que les salaires ne ralentiront pas significativement, ou que les conditions de leur ralentissement ne seront pas réunies, les banques centrales ne seront pas convaincues d'avoir gagné la bataille contre l'inflation. Dès lors, la résistance de l'activité économique à court terme représente un problème pour elles et devrait les amener à maintenir un biais haussier.

Historiquement, à l'échelle du cycle économique, il est difficile de réduire significativement les tensions du marché du travail sans récession. 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.

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



Graphique 10  
Chine : population totale (millions de personnes)  
Source : Bloomberg



## LEXIQUE

**Indices PMI et ISM** : les indices PMI (Purchasing Manager's Indices) et ISM (Institute for Supply Management) 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 dans le secteur concerné (manufacturier ou service) et inversement si l'indicateur se situe en-dessous de 50.

**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.

**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.

**MSCI World** : le MSCI World Index est un indice boursier produit par MSCI permettant de mesurer la performance des marchés actions au niveau mondial.

**BPA** : bénéfices par action. BPA prospectifs 12 mois : anticipations des bénéfices par action, liées aux prévisions de bénéfices sur les 12 prochains mois.

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

# PERSPECTIVES FINANCIÈRES

## MARCHÉS OBLIGATAIRES / DEVICES : DES RENDEMENTS PLUS ATTRACTIFS

En zone euro, le discours de la BCE du 15 décembre a été beaucoup plus dur qu'anticipé, avec la promesse de nouvelles hausses de taux et l'annonce d'un calendrier pour la réduction du bilan. Mais depuis le début de l'année, les marchés ont revu à la baisse leurs anticipations sur les taux courts. Ils intègrent maintenant 125 points de base de hausse des taux sur 2023 (graphique 11).

Aux Etats-Unis, le discours de la Fed en décembre était également plus dur, avec une révision en hausse du taux terminal et le maintien de taux à un niveau élevé sur 2023. Les anticipations de marché sont beaucoup plus modérées, les investisseurs anticipant des baisses de taux dès le second semestre 2023 (graphique 12).

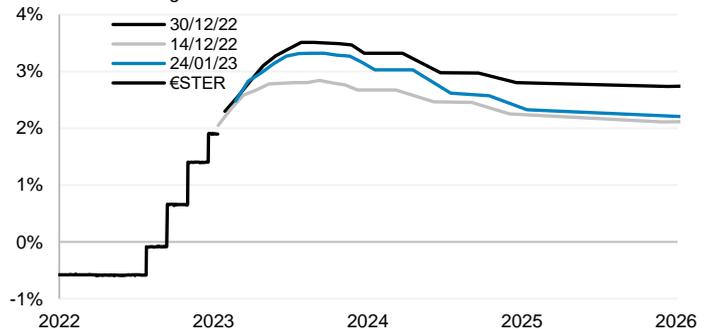
Au Japon, la remontée des taux sur le marché domestique pourrait conduire les Japonais à rapatrier une partie des 2 400 milliards de dollars d'actifs obligataires détenus à l'international, ce qui risque d'exercer une pression haussière sur les taux occidentaux. En effet, si un investisseur japonais souhaite couvrir son exposition au dollar, le rendement du taux à 10 ans américain est négatif.

Sur le compartiment du crédit, les rendements sont revenus autour de 4% pour les entreprises européennes de bonne qualité (graphique 13). Cela pourrait permettre d'amortir un retour des spreads de crédit sur les niveaux de 2012. Pour les entreprises européennes de moins bonne qualité, les spreads de crédit pourraient encore se tendre temporairement dans un scénario de récession, mais le rendement est déjà attractif, autour de 7%.

Du côté des devises, 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 donc entraîner 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, impliquant un net rebond de l'euro face au dollar (graphique 14).

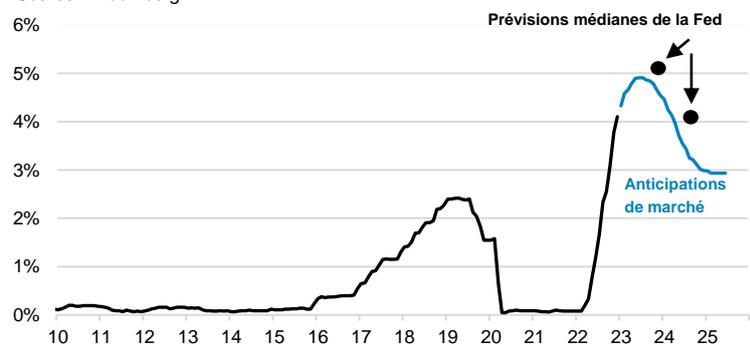
Graphique 11  
Anticipations implicites des marchés sur l'€STER

Source : Bloomberg



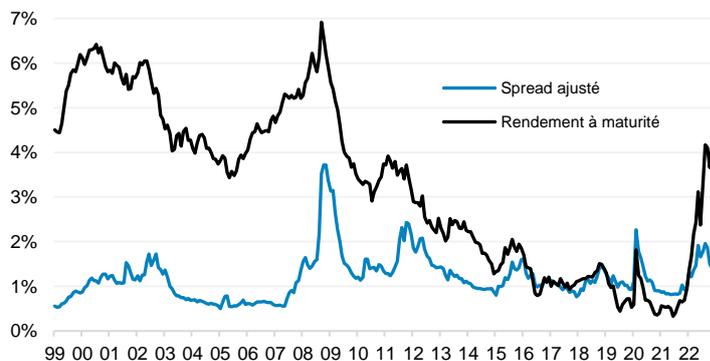
Graphique 12  
Etats-Unis : taux de la Fed (passés et anticipés)

Source : Bloomberg



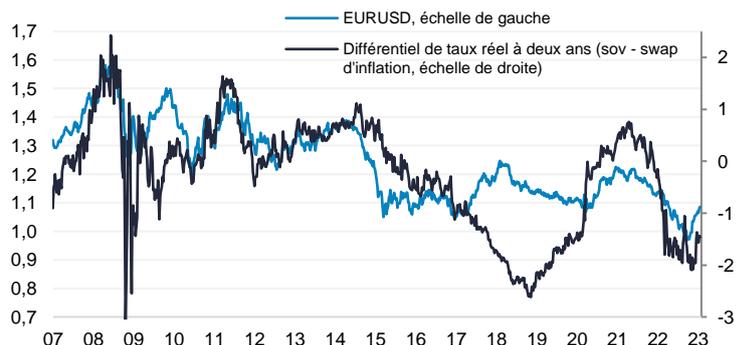
Graphique 13  
Zone euro : Obligations d'entreprises (hors financières)

Source : Bloomberg



Graphique 14  
EUR/USD et différentiel de taux réel

Source : Bloomberg



## DES MARCHÉS ACTIONS TROP OPTIMISTES ?

Les anticipations de résultats pour 2023 nous semblent trop optimistes. La bonne tenue de la croissance sur ce début d'année pourrait apporter de nouvelles surprises positives, mais la récession qui nous semble inévitable va peser (graphique 15).

En outre, les valorisations du marché actions ne sont pas particulièrement bon marché. En effet, si la valorisation de la plupart des marchés est inférieure aux moyennes historiques, elle est encore très au-dessus des niveaux de récession (graphique 16).

Avec la remontée des taux, le rendement des actions est moins intéressant en relatif. Sur le marché européen, l'écart entre le rendement des actions et des obligations est au plus bas des dix dernières années et cette prime de risque est également très basse aux Etats-Unis.

## CONCLUSION FINANCIÈRE

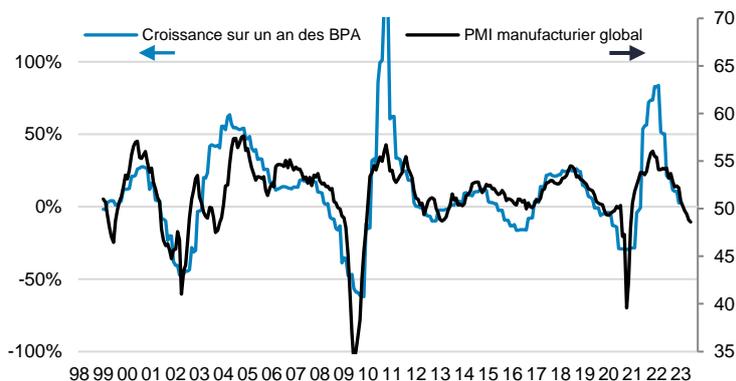
L'environnement reste compliqué pour la plupart des classes d'actifs, avec des banques centrales soucieuses de juguler l'inflation, et montant leurs taux au risque de provoquer une récession.

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 (graphique 17), 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 de crédit, les obligations offrent maintenant des niveaux de rendement attractifs. Sur le compartiment du 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.

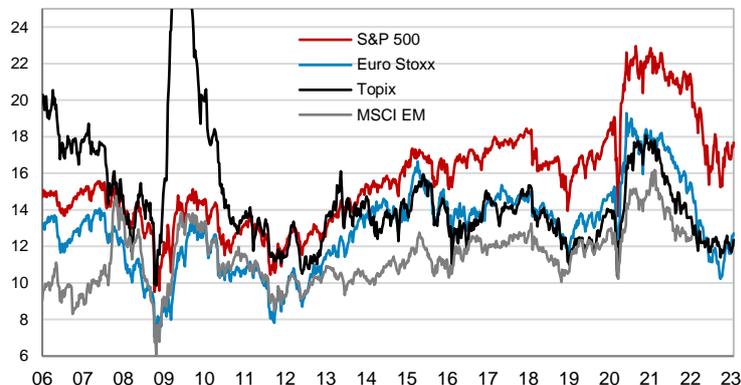
Graphique 15  
Croissance des BPA du MSCI World et PMI manufacturier global

Source : Bloomberg, JP Morgan



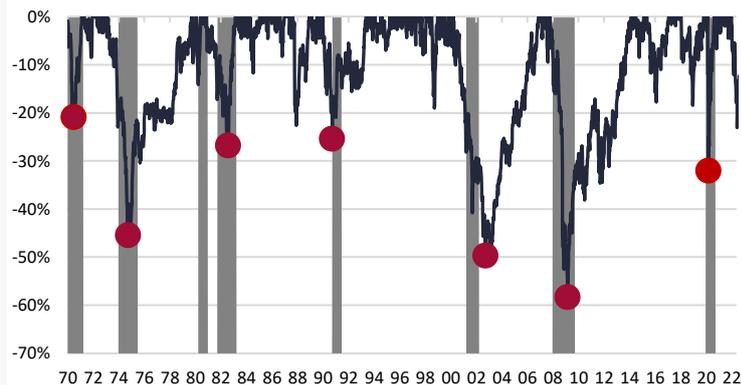
Graphique 16  
Valorisation des actions : multiples de résultat (PE prospectifs 12 mois)

Source : Bloomberg



Graphique 17  
Baisse cumulée du S&P 500 par rapport au précédent point haut

Source : Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de janvier 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



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.