

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

ÉTATS-UNIS : TAUX DE CROISSANCE DU PIB ANNUALISÉ (bleu) ET MOYENNE DES INDICES ISM (rouge)



ÉTATS-UNIS

> **Scénario** : une croissance forte et la poursuite de la baisse du taux de chômage vont permettre à la Réserve Fédérale de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire en remontant bientôt son taux directeur.

> **Évolution récente** :

- La croissance américaine a été révisée en hausse de 0,2 point pour atteindre +3,9 % en rythme annualisé au deuxième trimestre.
- Le rapport sur l'emploi a déçu en septembre avec 118 000 créations d'emplois dans le secteur privé et des révisions en baisse sur le mois précédent. Le taux de chômage était stable à 5,1 %.
- La divergence se poursuit entre l'indice ISM du secteur manufacturier, qui ralentit à 50,2 en septembre, et celui du secteur des services, qui reste sur un niveau élevé à 56,9 malgré la baisse de 2,1 points sur le mois.
- La consommation des ménages reste très bien orientée en août (+0,4 % sur le mois) et les ventes de voitures continuent d'accélérer en septembre.

> **A surveiller** : l'économie américaine va probablement connaître un trimestre un peu moins fort après les bons chiffres de croissance du deuxième trimestre. Cela reflète essentiellement la normalisation des stocks, qui semble particulièrement peser sur le secteur manufacturier, et le commerce extérieur, le déficit commercial s'étant creusé de façon notable au mois d'août. La bonne tenue de la demande finale indique en revanche que cette faiblesse ne devrait être que passagère. La consommation des ménages continue d'accélérer et l'investissement se reprend progressivement après la correction liée à la baisse du prix du pétrole. C'est d'ailleurs le message envoyé par les enquêtes ISM qui restent cohérentes avec une croissance dynamique.

ZONE EURO : VENTES AU DÉTAIL HORS AUTOMOBILES EN VOLUME (2010 = 100)



ZONE EURO

> **Scénario** : l'amélioration dans la zone euro devrait se poursuivre grâce à la politique monétaire de la BCE et à la reprise du crédit.

> **Évolution récente** :

- L'indice PMI composite de la zone se replie de 54,3 à 53,6, un niveau cohérent avec une croissance légèrement inférieure à 2,0 %.
- L'inflation repasse en territoire négatif au mois de septembre (-0,1 % sur un an). Elle est en revanche stable à +0,9 % sur la composante hors énergie et alimentation.
- Le taux de chômage se stabilise à 11,0 % en août.
- Les ventes au détail sont également stables en août et conservent ainsi leur bonne dynamique.

> **A surveiller** : les données d'activité allemandes étaient dans l'ensemble décevantes au mois d'août : les commandes à l'industrie ont reculé de 1,8 % sur le mois, la production industrielle de 1,2 % et les exportations de 5,2 %, ce qui n'était plus arrivé depuis le début de 2009. Cela n'est pas sans rappeler le mouvement du mois d'août de l'année passée, qui avait été amplifié par des problèmes d'ajustement des variations saisonnières liés au calendrier des vacances d'été. Comme en 2014, la production automobile a été particulièrement affectée mais les chiffres publiés par l'Association de l'Industrie Automobile allemande suggèrent un rebond en septembre. Les enquêtes de confiance envoient toujours des signaux positifs et la demande domestique reste bien orientée, à l'image des ventes au détail qui progressent nettement par rapport au deuxième trimestre.

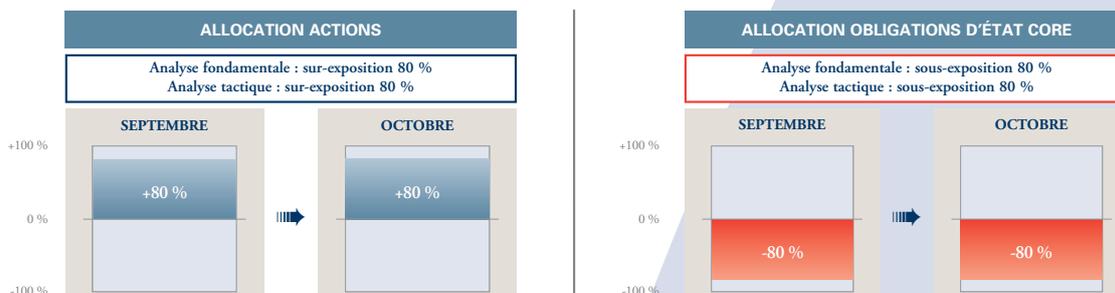
ROYAUME-UNI : CROISSANCE TRIMESTRIELLE ANNUALISÉE DU PIB



ROYAUME-UNI

> La croissance reste bonne avec une progression de 2,8 % en rythme annualisé du PIB britannique au deuxième trimestre. L'activité est notamment soutenue par la consommation des ménages qui bénéficie des gains de pouvoir d'achat liés à la baisse des prix de l'énergie et de l'accélération des salaires. Pour autant, l'inflation était nulle au mois d'août et l'inflation sous-jacente s'établissait à 1,0 % sur un an, ce qui reflète en partie la baisse des prix à l'importation liée à l'appréciation du sterling. Les données d'activité sont bien orientées au troisième trimestre mais il faudra surveiller l'évolution des enquêtes, qui se dégradent en septembre.

Nous maintenons une allocation qui favorise les actions au détriment des obligations d'Etats.



Note : Nous incluons une composante d'analyse tactique dans nos choix d'allocation. Cette analyse à court-terme (1-3 mois) vient s'ajouter à notre analyse fondamentale. La composante fondamentale contribue pour 70 % à l'allocation globale et la composante tactique court-terme pour 30 %.

ENTRE NOUS

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

Les marchés ont fait preuve d'une forte volatilité depuis plusieurs semaines. L'inquiétude des investisseurs trouve sa source dans des interrogations sur la croissance mondiale, et notamment sur la Chine, ainsi que sur la politique monétaire américaine. Selon nous, ce climat d'incertitude s'explique par des changements au sein de l'économie mondiale auxquels les marchés doivent s'adapter.

Perspectives économiques

Dans un contexte marqué par la baisse du prix du pétrole et des autres matières premières, la croissance mondiale devrait ré-accélerer progressivement après un premier semestre en demi-teinte.

États-Unis : une croissance soutenue

Les indicateurs de confiance des entreprises sont cohérents avec une croissance forte dans les trimestres à venir, bien que le niveau élevé de stockage constitue un risque à court terme. Le rebond de la construction va soutenir la croissance 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

Le niveau de croissance devrait permettre une poursuite de la baisse du taux de chômage qui va continuer de soutenir la consommation des ménages. L'investissement devrait prendre le relais grâce à l'amélioration des conditions de crédit. Le risque politique pourrait revenir sur le devant de la scène avec les élections espagnoles de décembre.

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

La consommation des ménages reste médiocre car les salaires n'accélèrent 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.

Chine : un ralentissement structurel qui reste maîtrisé

Les indicateurs de conjoncture publiés récemment ont globalement été décevants, en particulier dans le secteur industriel. La Chine a atteint un niveau de développement à partir duquel la croissance ralentit tendanciellement mais l'atterrissage devrait se faire en douceur. Le rééquilibrage de la croissance vers le secteur des services est bien engagé et le gouvernement dispose de marges de manœuvres suffisantes pour soutenir la croissance. La dépréciation du yuan au mois d'août étant insuffisante pour avoir un impact significatif sur les exportations semble davantage répondre à l'objectif d'internationalisation du yuan qu'au ralentissement de l'activité.

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

La croissance à plusieurs vitesses devrait se poursuivre 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 comme la Russie et le Brésil. La remontée des taux à venir de la Fed risque de peser sur les flux de capitaux. Bien que les réserves de change soient plus importantes que par le passé, certains pays restent vulnérables comme la Turquie où le risque politique a augmenté.

Perspectives financières

1. Marchés obligataires

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. Nous privilégions les dettes subordonnées financières qui offrent selon nous un supplément de rendement toujours important avec un risque systémique moindre. Les obligations à haut rendement bénéficient de la croissance économique porteuse et d'une liquidité toujours abondante. Sur le marché des obligations convertibles, l'appréciation des marchés va contribuer à soutenir cette classe d'actifs.

2. Marchés actions

Le contexte économique global porteur et l'abondance de liquidités devraient soutenir la classe d'actifs qui offre un supplément de rendement par rapport aux autres classes d'actifs. Nous privilégions les actions de la zone euro qui devraient bénéficier d'un contexte économique porteur et d'une liquidité abondante. 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 qui est encore 20 % inférieur à celui de 2007 (contre environ 35 % supérieur pour les États-Unis). Le marché japonais bénéficie toujours d'une dynamique bénéficiaire favorable malgré la hausse récente du yen. Une certaine sélectivité s'impose sur les actions émergentes dans un contexte de baisse des prix des matières premières et de hausse des taux américains.