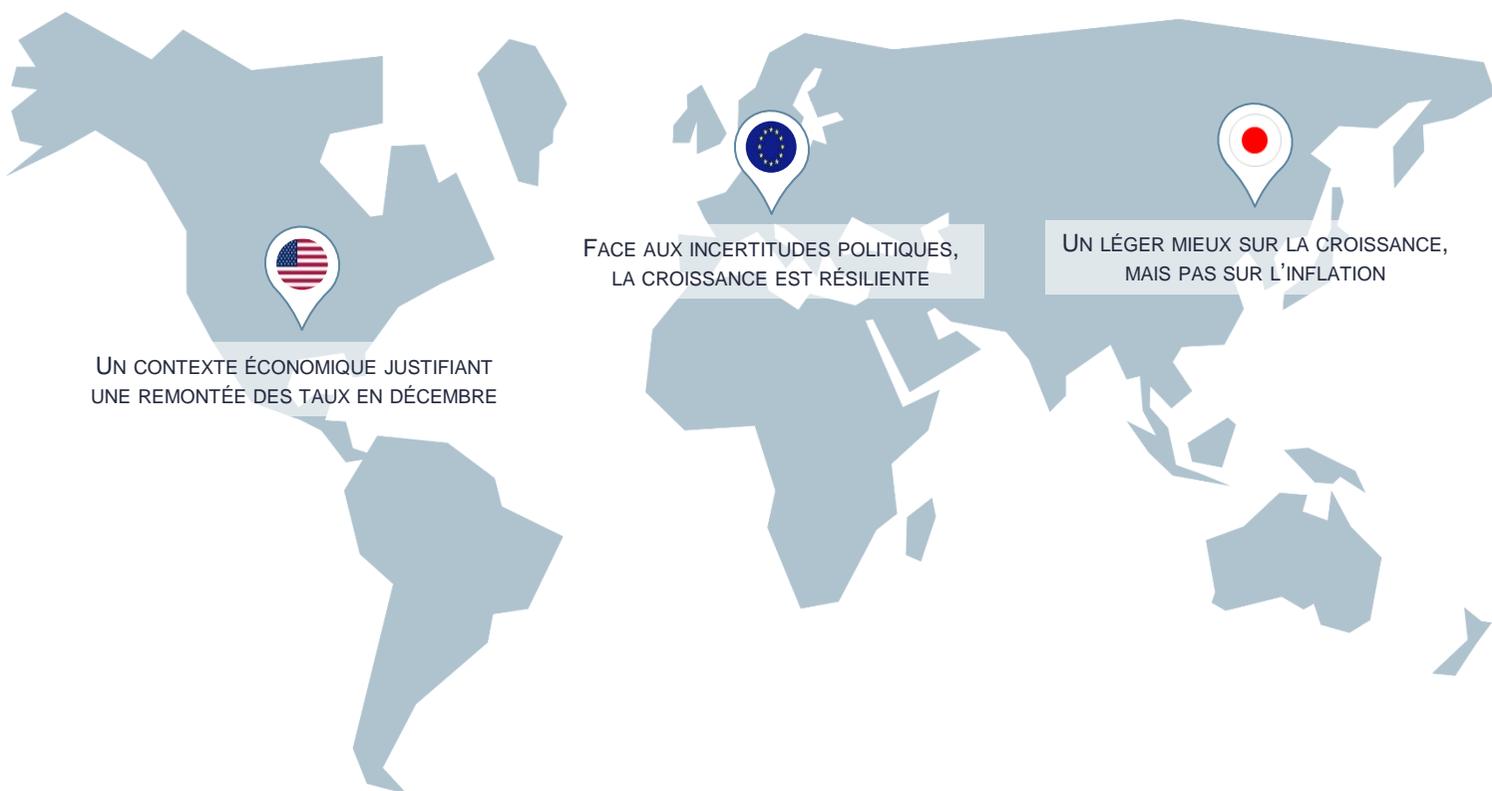


CONJONCTUREL

Rédigé en date du 09 décembre 2016



UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE JUSTIFIANT
UNE REMONTÉE DES TAUX EN DÉCEMBRE

FACE AUX INCERTITUDES POLITIQUES,
LA CROISSANCE EST RÉSILIENTE

UN LÉGER MIEUX SUR LA CROISSANCE,
MAIS PAS SUR L'INFLATION

ZONE EURO

En dépit des incertitudes politiques en Europe et aux États-Unis, la conjoncture dans la zone euro reste bonne. La BCE a annoncé une réduction de son soutien qui durera néanmoins plus longtemps.

p.2

ÉTATS-UNIS

Lors de sa dernière réunion, la Fed avait laissé entendre qu'elle pourrait remonter ses taux en décembre. Les dernières statistiques économiques devraient la conforter dans son choix.

p.3

JAPON

Les dernières révisions montre une croissance plus soutenue qu'initialement estimée. En revanche, l'inflation demeure très faible.

p.4



ZONE EURO

FACE AUX INCERTITUDES POLITIQUES, LA CROISSANCE EST RÉSILIENTE

A l'inverse du référendum britannique et des élections américaines, les sondages ne se sont pas trompés.

Le 4 décembre, les italiens ont rejeté avec une forte participation (65,5%) et à une large majorité (59,1%) la réforme constitutionnelle destinée à rompre avec l'instabilité politique chronique du pays. Comme il l'avait promis, le chef du gouvernement italien, Matteo Renzi, qui avait mis son poste en jeu, a démissionné. Le président de la République, Sergio Mattarella, a lancé les consultations avec les différents partis pour désigner un nouveau premier ministre capable de gagner la confiance du parlement.

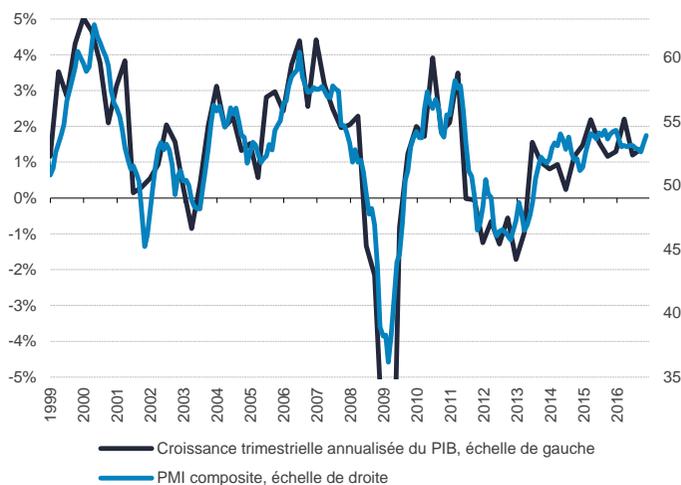
Le scénario le plus probable est la formation d'un gouvernement de transition qui aura comme mission prioritaire une réforme de la loi électorale de 2015, avant la tenue éventuelle d'élections anticipées. L'autre scénario qui ne peut pas être complètement écarté est celui d'une dissolution du parlement et des élections anticipées dans le cas où le Président de la République ne parviendrait pas à désigner un candidat capable de rassembler, ou, si celui-ci ne remporterait pas le vote de confiance. Ce contexte politique compliqué pourrait éventuellement freiner la recapitalisation de la banque Monte dei Paschi di Siena en dissuadant les potentiels investisseurs privés avec lesquels elle est en négociation.

En dépit des incertitudes politiques en Europe et aux États-Unis, la conjoncture dans la zone euro reste bonne. La croissance a été confirmée à +1,4% au troisième trimestre (voir graphique 1) et la baisse du taux de chômage s'est accélérée. Il a atteint 9,8% au mois d'octobre, passant ainsi sous la barre des 10% pour la première fois depuis 2011. A en juger par les indices PMI de novembre qui sont sur leur plus haut niveau de l'année, cette tendance devrait se poursuivre (voir graphique 1).

L'inflation reste modérée (+0,6% sur un an en novembre) mais elle se redresse progressivement grâce au moindre frein exercé par les prix de l'énergie. En revanche, l'inflation sous-jacente est stable depuis plusieurs mois à +0,8%.

C'est dans ce contexte que Mario Draghi a annoncé une réduction du montant mensuel des rachats d'actifs de la BCE. A partir d'avril 2017, il passera de 80 à 60 milliards d'euros. Mais pour compenser ce moindre soutien, la BCE poursuivra son programme pendant au minimum neuf mois après le terme prévu de mars 2017, ce qui augmente de 540 milliards d'euros le montant total des rachats. La BCE justifie ces mesures par ses prévisions d'inflation (+1,5% en 2018 et +1,7% en 2019) qu'elle juge encore trop éloignées de sa cible de 2%.

Graphique 1
Croissance du PIB et indices PMI



Source : Bloomberg, au 30 novembre 2016

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de décembre 2016 et est susceptible de changer.

+53,9

INDICE PMI
COMPOSITE
Novembre 2016

9,8%

TAUX DE CHÔMAGE
DANS LA ZONE EURO
Octobre 2016

+0,8%

INFLATION SOUS-JACENTE
DANS LA ZONE EURO
Glissement annuel, novembre 2016



ÉTATS-UNIS

UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE JUSTIFIANT UNE REMONTÉE DES TAUX EN DÉCEMBRE

Lors de sa dernière réunion, la Fed avait laissé entendre qu'elle pourrait remonter ses taux en décembre. Les statistiques économiques les plus récentes devraient la conforter dans son choix.

En novembre, le taux de chômage a baissé de 0,3 point pour atteindre son plus bas niveau depuis 2007 à 4,6% (voir graphique 2), confirmant les tensions sur le marché du travail. Le recul du taux de participation explique en partie cette baisse. Mais au-delà de la volatilité mensuelle, il est relativement stable depuis deux ans. A 156 000, les créations d'emplois par le secteur privé sont restées solides. La mauvaise surprise du rapport sur l'emploi est la baisse de 0,1% du salaire horaire sur le mois. Elle intervient toutefois après deux chiffres relativement forts et la tendance reste orientée à la hausse.

L'inflation continue de se redresser dans un contexte où l'inflation sous-jacente est relativement stable depuis le début de l'année. Les prix à la consommation ont augmenté de 1,6% sur un an en octobre et de 2,1% hors énergie et alimentation. Le déflateur de la consommation hors éléments volatils, la mesure préférée de la Fed, a quant à lui enregistré sa plus forte hausse depuis juillet 2014 (+1,7% sur un an en novembre).

La bonne tenue des indices ISM en novembre confirme que la conjoncture américaine reste bien orientée au quatrième trimestre, après une croissance révisée en hausse à 3,2% au troisième trimestre. L'indice du secteur manufacturier a augmenté de 51,9 à 53,2 et celui du secteur non-manufacturier de 54,8 à 57,2, son niveau le plus élevé cette année. Cependant, un léger ralentissement de la croissance au quatrième trimestre n'est pas à écarter. La consommation des ménages devrait rester solide mais elle a surpris à la baisse en

novembre par rapport aux bons chiffres de ventes au détail et de ventes de voitures.

En outre, le déficit commercial a été plus important que prévu en octobre en raison d'un contrecoup sur les exportations qui avaient été soutenues par des facteurs temporaires au troisième trimestre.

Sauf accident, la Fed devrait redémarrer son cycle de hausse des taux en décembre, ce qui est pleinement intégré par les marchés. L'enjeu de cette réunion portera plus sur la mise à jour de ses prévisions économiques et de taux d'intérêt. Mais avant d'éventuellement les modifier de façon significative, la Fed pourrait attendre les premières mesures de l'administration Trump.

Graphique 2
Taux de chômage



Source : Bloomberg, au 30 novembre 2016

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de décembre 2016 et est susceptible de changer.

+3,2% CROISSANCE DU PIB
3^{ème} trimestre 2016,
en rythme trimestriel annualisé

57,2 ISM
NON-MANUFACTURIER
Novembre 2016

4,6% TAUX DE CHÔMAGE
Novembre 2016



JAPON

UN LÉGER MIEUX SUR LA CROISSANCE, MAIS PAS SUR L'INFLATION

La croissance japonaise avait surpris à la hausse au troisième trimestre, ressortant à +2,2% en rythme annualisé en première estimation. Lors de la seconde estimation, elle a été révisée en baisse à +1,3%. Mais cette mauvaise surprise doit être relativisée, les deux estimations n'étant pas directement comparables en raison d'un changement de l'année de référence utilisée pour le calcul du PIB (de 2005 à 2011).

Le système de compatibilité nationale a lui aussi évolué, la principale différence avec l'ancien étant que l'investissement est augmenté des dépenses en recherche et développement.

L'ensemble de ces modifications a entraîné une révision en hausse de la croissance au premier trimestre (de +2,1% à +2,8%) et au deuxième trimestre (de +0,7% à +1,8%), ainsi qu'une augmentation de 6,3% du PIB nominal en 2015.

Les statistiques économiques pour le quatrième trimestre sont plutôt encourageantes, dans l'industrie notamment. La production industrielle a augmenté de seulement 0,1% en octobre mais cela s'explique par un ajustement sur les stocks qui est positif pour les mois suivants. Les entreprises du secteur manufacturier envisagent d'augmenter leur production de 4,5% en novembre.

On constate également une amélioration du climat des affaires. Après un point bas à 47,7 en mai, l'indice PMI du secteur manufacturier a atteint 51,3 en novembre (voir graphique 3).

L'inflation sur un an est repassée en territoire positif pour la première fois depuis huit mois en octobre, passant de -0,5% à +0,1%. Toutefois, cela s'explique par le mauvais temps au troisième trimestre qui a augmenté le prix des produits alimentaires. L'inflation hors énergie et produits alimentaires frais, mesure

préférée de la banque centrale, reste faible en dépit des tensions sur le marché du travail. En octobre, elle s'est établie à +0,3% sur un an, alors qu'elle était encore de +1,0% en début d'année. Le taux de chômage se situe quant à lui à 3,0%, son plus bas niveau depuis 1995.

Graphique 3
Indice PMI manufacturier



Source : Bloomberg, au 30 novembre 2016

+1,3%

CROISSANCE
DU PIB
3^{ème} trimestre 2016

51,3

INDICE PMI
MANUFACTURIER
Novembre 2016

+0,3%

INFLATION
SOUS-JACENTE SUR 1 AN
Glissement annuel, octobre 2016

INSCRIVEZ-VOUS À NOTRE NEWSLETTER

pour suivre nos dernières analyses
en cliquant ci-dessous



**SUIVEZ
& PARTAGEZ**

l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.com



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.