

LE 5 PAGES MACRO
DYNAMIQUE MACROÉCONOMIQUE
8 Juillet 2019

Philippe Waechter
Chef Economiste

Twitter: @phil_waechter

Blog: philippewaechter.ostrum.com

Soundcloud: phil_waechter

<https://www.facebook.com/philwaechter/>

Instagram: economic_dynamics

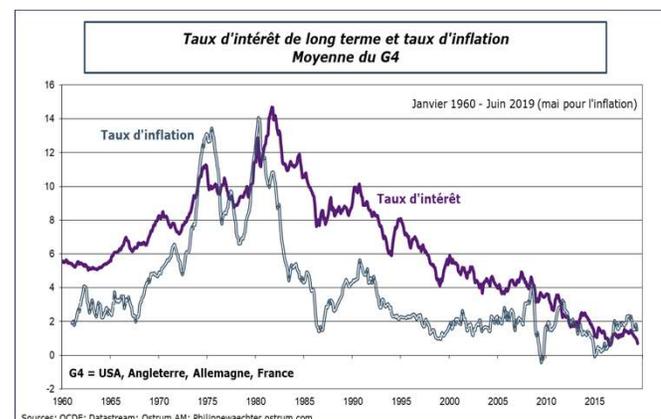
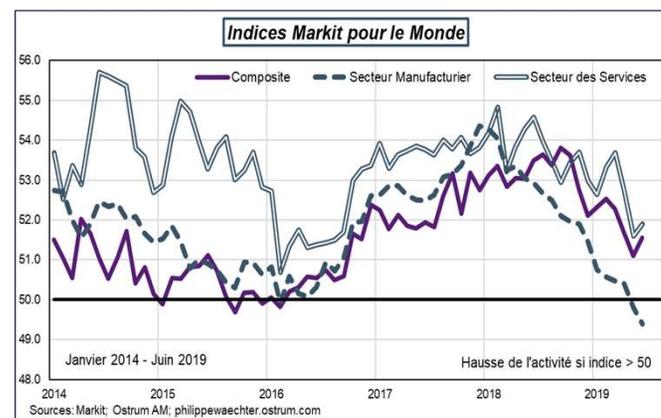


An affiliate of:



SYNTHÈSE

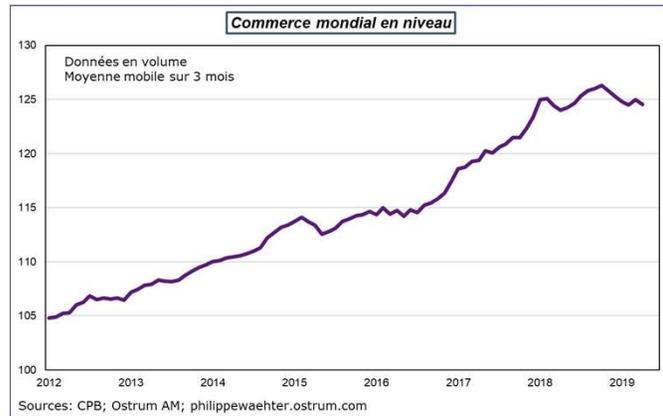
- La dynamique un peu chaotique de l'économie globale reflète la sortie probable d'un équilibre dominé par les Etats-Unis et la recherche d'un nouveau. Cet équilibre multipolaire inclurait les Etats-Unis, la Chine et l'Europe.
- Cette recherche se traduit d'abord par un environnement moins coordonné et moins coopératif, chacun cherchant à tirer un avantage d'une situation dans laquelle les règles changent. Les tarifs douaniers n'en sont qu'une illustration.
- A court terme, cela se traduit par de l'incertitude qui pénalise l'activité économique et l'investissement. La croissance est partout un peu plus faible alors que l'inflation reste limitée et loin de la cible de la banque centrale, en zone Euro notamment.
- Le biais est donc à une politique monétaire qui restera accommodante. Aller trop vite alors que les aléas sur l'activité ne se matérialisent pas encore c'est prendre le risque d'avoir un impact trop limité et de ne plus avoir de munitions en cas de situation plus fragile.
- Ce serait le cas aux USA où une baisse des taux trop rapide se traduirait par un regain de liquidités qui favoriserait des crédits supplémentaires à l'immobilier et aux entreprises via des institutions non bancaires. Les excès déjà constatés seraient alors plus importants. Cela accentuerait les risques sur ces marchés et limiterait la capacité future de la Fed à intervenir en cas de crise.
- Un point majeur, les taux longs resteront très bas encore très longtemps, tant que cet équilibre nouveau ne prendra pas corps. Cela obligera la finance à se réinventer.



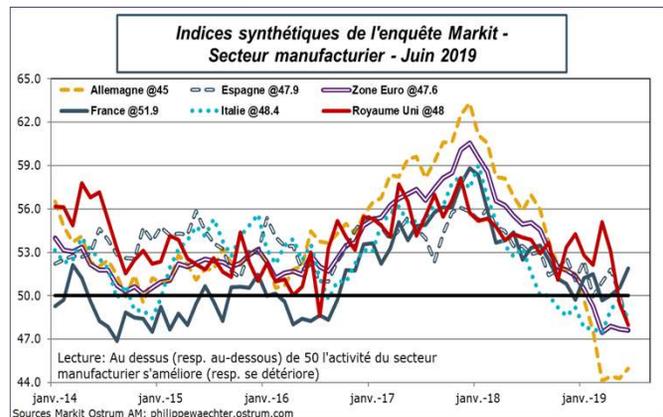
MACROÉCONOMIE – DYNAMIQUE DE COURT TERME ET PERSPECTIVES

- **Les signaux sur l'activité économique globale traduisent toujours un risque de ralentissement supplémentaire de l'activité.**
Le commerce mondial a changé d'allure depuis le début de l'année 2018 avec les mesures tarifaires prises par l'administration américaine. Depuis cette date, les échanges internationaux ne progressent plus alors que c'est habituellement une source robuste d'impulsion. Cela se traduit par un ralentissement fort du secteur manufacturier. L'indicateur synthétique mondial de l'enquête Markit pour ce secteur suggère une contraction de l'activité en mai avec une accentuation en juin. Cette tendance s'observe dans l'ensemble des régions du monde, tant dans les pays développés qu'émergents.
Les tensions entre les USA et la Chine sont un rapport de force entre les deux pays tant sur le plan économique, technologique et politique. Imaginer un accord entre les deux pays est un leurre. Un nouvel équilibre global doit être trouvé et dans lequel l'Europe doit aussi prendre sa place. N'imaginons pas que cela puisse s'apaiser rapidement et des chocs sur l'activité et une volatilité de la croissance sont attendus.
- **L'économie américaine ralentit en 2019.** Cela reflète la disparition de l'impact fort de la politique budgétaire expansionniste mise en place en 2018 par la Maison Blanche. L'économie américaine est désormais proche de sa croissance potentielle. Elle pourrait ralentir davantage au cours des prochains mois car les entreprises investissent peu et la politique commerciale des US pénalise le secteur manufacturier mais aussi le consommateur qui paie cher les hausses de tarifs douaniers. En outre l'immobilier ralentit et ne crée plus non plus d'impulsion forte. Par ailleurs, la baisse de l'ensemble de la structure des taux traduit l'absence de prise de risque et de pari sur l'avenir reflétant un attentisme pénalisant pour l'activité. L'inversion de la courbe des taux d'intérêt illustre ces anticipations négatives.
- **L'économie chinoise est contrainte par l'environnement international mais aussi par un ajustement interne de grande ampleur**
La Chine est visée nommément par les mesures américaines en raison d'une capacité plus rapide que les américains à mettre en œuvre des innovations (5G) qui conditionneront le type d'activité du futur. L'activité industrielle est affectée par cette situation puisque les exportations ont fortement ralenti. Par ailleurs, l'économie domestique est toujours en phase d'ajustement vers une économie de services avec des ajustements de grande ampleur dans le secteur industriel qui reste fortement endetté. Les ménages sont aussi plus prudents.
- **En Europe, la zone Euro s'essouffle et la Grande Bretagne est en phase de ralentissement brutal**
L'inflexion de l'économie de la zone Euro traduit un vrai ralentissement en Allemagne et ce choc n'est pas compensé par les autres pays de la zone. L'Allemagne est pénalisée par sa très large ouverture au commerce mondial (Le poids des exportations est proche de la moitié du PIB). Dès lors, le repli du commerce mondial est pénalisant pour sa croissance. Cet ajustement en Allemagne devrait se traduire par un moindre dynamisme du marché du travail et une incitation pour le gouvernement à être plus actif pour réduire le risque sur la croissance. L'économie espagnole ralentit aussi sur sa partie industrielle et sa croissance va ralentir. En Italie, la croissance reste très faible. La bonne nouvelle est que les rentrées de TVA (résultant d'une nouvelle procédure) permet de réduire le risque de sanctions sur le budget italien. En France, les mesures prises en décembre 2018 (prime d'activité, prime défiscalisée en plus de la baisse de la taxe d'habitation) vont limiter l'impact du commerce mondial sur la croissance. Ces mesures limitent le risque sur l'activité.
Au Royaume Uni, le très fort stockage observé dans l'attente du Brexit, prévu initialement le 29 mars, se traduit désormais par une dynamique de l'activité médiocre puisqu'il faut écouler ses stocks car personne ne sait à quel moment les britanniques quitteront l'Union Européenne. Les prochains mois vont être d'autant plus difficiles au Royaume Uni que la scène politique paraît instable.
- **Risque limité sur l'inflation au-delà du risque lié au prix du pétrole**

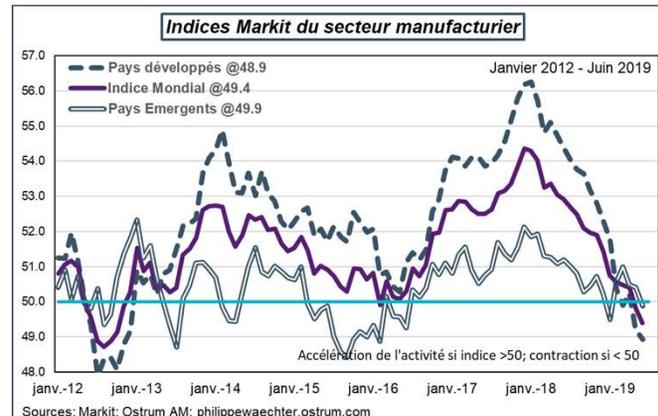
GRAPHES EXPLICATIFS SUR LA MACROÉCONOMIE



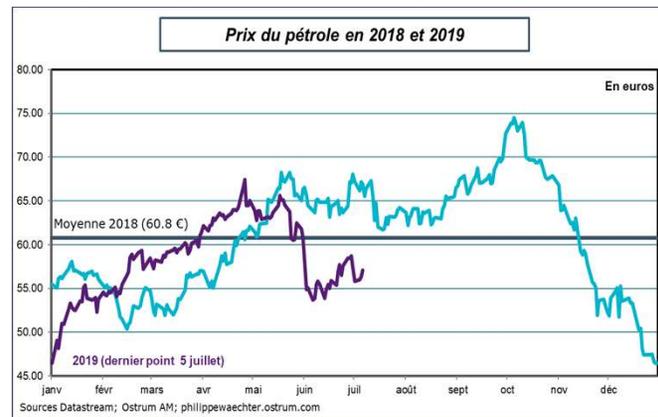
Le changement d'allure est facilement observable sur le graphe à partir du début de l'année 2018. Le coup d'arrêt des échanges traduit la mise en œuvre de la politique tarifaire américaine. Cela traduit un monde moins coopératif et moins coordonné qui se traduira par une croissance globale durablement plus lente.



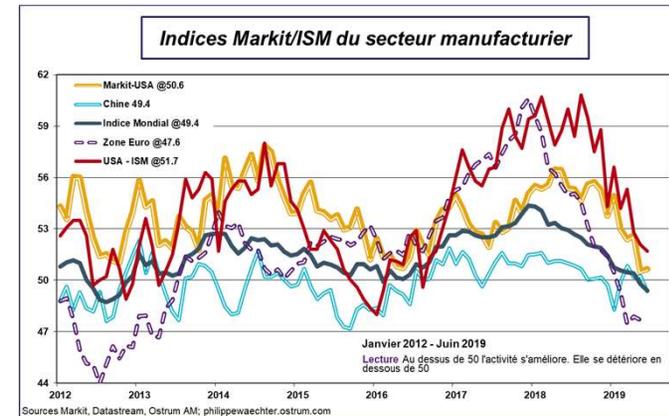
La dynamique de la zone Euro est conditionnée par celle de l'Allemagne. L'Italie et l'Espagne sont en territoire de contraction de l'activité alors qu'en France la situation s'améliore en raison des mesures qui dopent le marché interne. En revanche l'accumulation de stocks s'inverse au Royaume Uni laissant craindre un ajustement brutal à la baisse de l'activité.



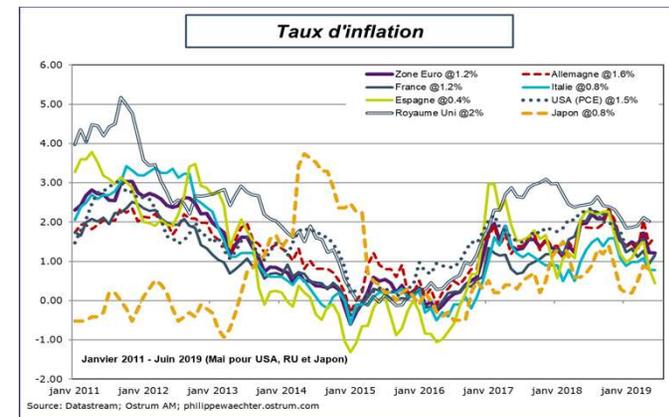
L'ensemble de l'économie globale est affectée par ce changement de tendance des échanges. L'indicateur mondial se replie en dessous du seuil de 50 en mai et en juin 2019. Mais on observe aussi que les pays développés sont largement en dessous de ce seuil et les pays émergents viennent de le passer.



Le prix du pétrole reste à un niveau un peu inférieur à celui observé l'an dernier. Cela veut dire que la contribution de l'énergie au taux d'inflation sera quasi neutre. Le prix du pétrole est désormais davantage conditionné par la production US que par celle de l'Arabie. Le risque à court terme reflète les tensions US/Iran alors que la sécurité dans le détroit d'Ormuz est en question..



L'économie américaine ralentit vite (courbes rouge et jaune) avec la réduction de l'impact des mesures budgétaires de 2018. Les deux indices sont juste un peu au-dessus de 50 et bien en dessous de leur moyenne historique. La Chine est en contraction modérée alors que la zone Euro ralentit vite.

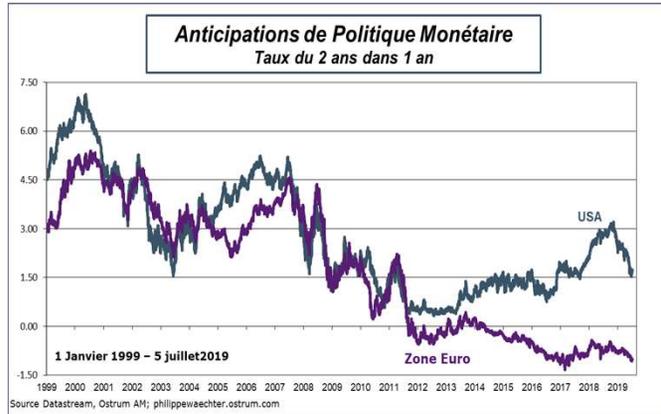


Le taux d'inflation est relativement stable et le prix du pétrole est le seul facteur de volatilité. Je ne crois pas du tout à une remontée de l'inflation y compris pour la partie sous-jacente. Les pressions salariales sont limitées, notamment sur les emplois intermédiaires (50 à 60 % des emplois). Peu de risque d'ajustement nominal des entreprises.

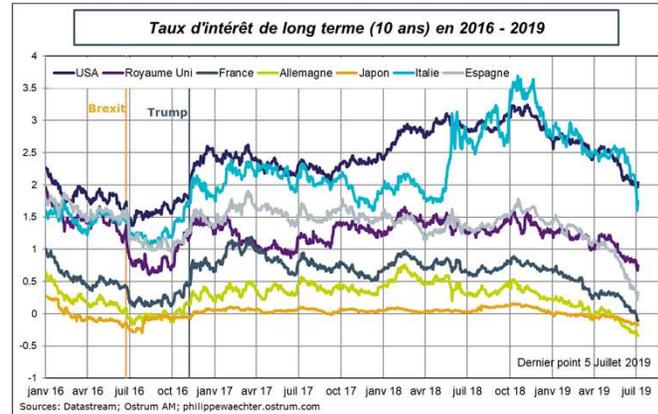
POLITIQUES MONÉTAIRES ET MARCHÉS FINANCIERS

- Dans ce cadre où la croissance est moins vive et l'inflation autour ou en-dessous de la cible des banques centrales (2%), **les banques centrales n'ont aucune raison d'adopter des politiques contraignantes.**
Pour autant, tant que les risques macroéconomiques restent à l'état d'anticipation, il n'est pas non plus nécessaire de mettre en œuvre des stratégies plus accommodantes.
- La BCE a évoqué des mesures de repli de ses taux d'intérêt, de modulation dans l'application du taux de facilité de dépôts et de reprise des achats d'actifs. Cela modifierait l'équilibre financier mais on doit s'attendre à ce que **l'impact macroéconomique soit faible.** On avait observé un vrai changement de comportement lorsque le taux de refi était passé à 0%. S'il passe à -0.25% je ne suis pas convaincu de son impact. La reprise du QE n'apparaît pas nécessaire dans le contexte actuel de taux d'intérêt déjà très bas dans tous les pays de la zone sauf l'Italie pour des raisons spécifiques à la péninsule. Les taux réels sont déjà négatifs partout et la **répression financière** est à l'œuvre. En outre, la BCE ne peut agir seul alors que la politique budgétaire européenne n'existe pas (Il faut autant d'instruments que d'objectifs (Croissance, inflation) pour être efficace. Il n'y a actuellement qu'un seul instrument, la politique monétaire). Les chances de succès sont limitées d'autant que le contexte international est incertain et peu coopératif.
En outre, **la BCE peut elle changer rapidement de politique alors que Christine Lagarde n'arrivera que le 1^{er} novembre ?** Peut elle être contrainte avant même d'avoir pris les rênes de la banque centrale?
- **La Fed est anticipée comme devant réduire son taux d'intérêt principal** (fed funds) de 50 points de base lors de sa réunion de la fin du mois de juillet. Ce ne serait pas un choix judicieux pour deux raisons.
Le premier est que les conditions économiques sont trop robustes pour justifier un changement de politique monétaire. Historiquement, les **conditions économiques sont nettement plus dégradées qu'actuellement lors d'un assouplissement de la stratégie monétaire.** L'exception a été 2007 pour des questions de liquidités que l'on ne rencontre pas actuellement.
L'autre point est qu'une baisse en juillet validerait les **pressions exercées par la Maison Blanche.** Le président de la Fed, Jay Powell, ne valide pas a priori une baisse de taux. Cela voudrait dire qu'en cas de repli lors de la réunion des 30 et 31 juillet, le président de la Fed aurait été mis en minorité. L'indépendance de la banque centrale US serait alors questionnée et sa crédibilité aussi.
C'est un risque fort pour l'institution financière la plus puissante du monde.
Qu'il y ait une baisse de taux plus tard dans l'année c'est probable, mais il est trop tôt pour en attendre une dès le mois de juillet.
- **L'inversion de la courbe des taux américaine annonce très probablement une récession en 2020.** C'est une dynamique que l'on a constaté aux USA. Lorsque tous les taux d'intérêt passent sous celui de la Fed alors c'est un signal d'anticipations médiocres de la part d'investisseurs qui réduisent le risque à tout prix en investissant dans des obligations sans risques; C'est en cela que c'est un signal négatif susceptible de porter une inflexion profonde de l'activité américaine.
La baisse des taux pour limiter le risque financier n'est pas la solution puisqu'une hausse de la liquidité renforcerait les mécanismes de hausse du crédit et des risques tant sur l'immobilier que sur les entreprises. C'est hélas trop tôt sans renforcement des règles prudentielles.
- La courbe des taux de rendement est négative en zone Euro et tous les taux sauf le 30 ans au dessous du taux refi. Cependant, ce signal n'a pas la pertinence de celui constaté aux USA. **Un abaissement des taux de la BCE pourrait favoriser la translation de l'ensemble des taux d'intérêt vers le bas.**

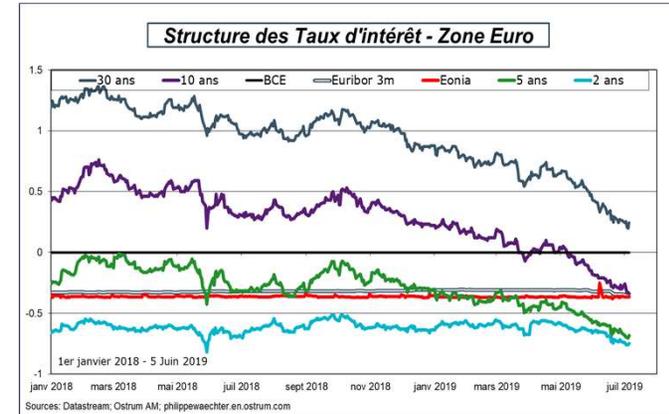
GRAPHES EXPLICATIFS – POLITIQUES MONÉTAIRES ET MARCHÉS FINANCIERS



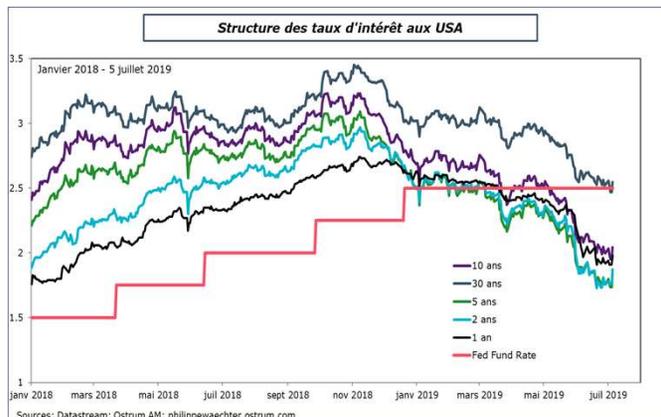
La divergence des anticipations entre la Fed et la BCE s'est arrêtée en début d'année 2019 lorsque la banque centrale US a modifié sa stratégie. Depuis l'attente est un repli aux USA et le maintien voire l'accentuation d'un biais baissier en zone Euro.



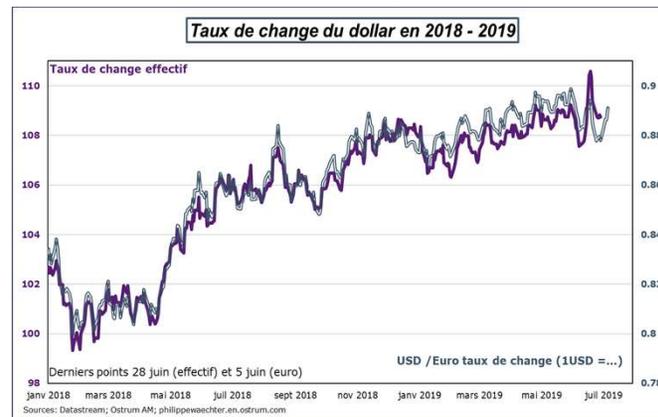
L'aversion au risque est très perceptible sur ce graphe. Tous les taux s'effondrent. Le taux allemand est franchement négatif, le taux français est à 0% et les taux des pays périphériques sont suffisamment bas pour ne plus être une contrainte. Le taux italien s'est réduit sous l'effet de risques budgétaires moins forts.



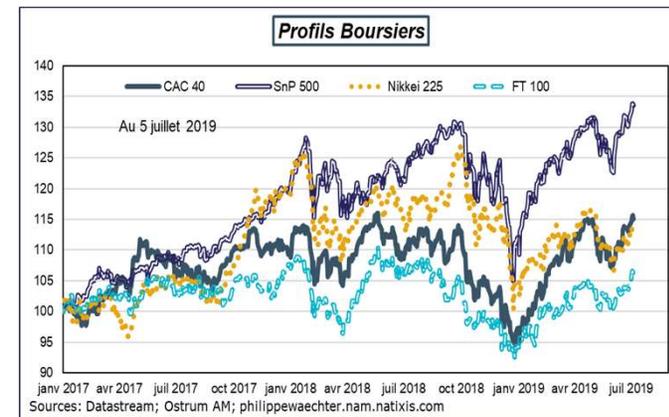
Le repli des taux d'intérêt sur toutes les échéances est impressionnant. Seul le taux à 30 ans est encore légèrement positif. Le risque est qu'une baisse des taux de la BCE soit perçue comme la possibilité d'aller plus bas sur toutes les échéances



L'inversion de la courbe des taux US est toujours un signal de récession. Notons qu'à l'automne l'inversion de la courbe traduisait l'impact d'une hausse des fed funds et une compression progressive du spread. Actuellement c'est la baisse des taux longs par pessimisme qui implique l'inversion de la courbe. C'est donc une vision très différente.



Le dollar s'apprécie en tendance mais ce mouvement ne reflète pas cependant la différence de croissance ni la différence de taux d'intérêt. Le dollar ne s'est pas trop apprécié au regard des fondamentaux US. Sur le change le sterling recule en raison des risques associés à l'incertitude du Brexit.



Le marché américain est particulièrement robuste, à son plus haut à la fin du premier semestre. Le marché européen représenté par le CAC 40 est, au-delà des fluctuations, relativement stable alors que le marché japonais recule et que le marché anglais reste sans perspectives.

ADDITIONAL NOTES

Ostrum Asset Management
Registered Office: 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tel. +33 1 78 40 80 00
Limited Liability Company, Share Capital €50,434,604.76
Regulated by AMF under n°GP 90-009
Company Trade Registration (RCS) Number 329 450 738 Paris

This document is intended for professional clients in accordance with MIFID. It may not be used for any purpose other than that for which it was conceived and may not be copied, distributed or communicated to third parties, in part or in whole, without the prior written authorization of Ostrum Asset Management. None of the information contained in this document should be interpreted as having any contractual value. This document is produced purely for the purposes of providing indicative information.

This document consists of a presentation created and prepared by Ostrum Asset Management based on sources it considers to be reliable. Ostrum Asset Management reserves the right to modify the information presented in this document at any time without notice, and in particular anything relating to the description of the investment process, which under no circumstances constitutes a commitment from Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management will not be held responsible for any decision taken or not taken on the basis of the information contained in this document, nor in the use that a third party might make of the information.

Figures mentioned refer to previous years. Past performance does not guarantee future results. Any reference to a ranking, a rating or an award provides no guarantee for future performance and is not constant over time. Reference to a ranking and/or an award does not indicate the future performance of the UCITS/AIF or the fund manager.

Under Ostrum Asset Management's social responsibility policy, and in accordance with the treaties signed by the French government, the funds directly managed by Ostrum Asset Management do not invest in any company that manufactures, sells or stocks anti-personnel mines and cluster bombs.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

Registered Office: 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tel. +33 1 78 40 80 00

Limited Liability Company, Share Capital €50,434,604.76

Regulated by AMF under n°GP 90-009

Company Trade Registration (RCS) Number 329 450 738 Paris

Ostrum[®]
ASSET MANAGEMENT

An affiliate of:

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS