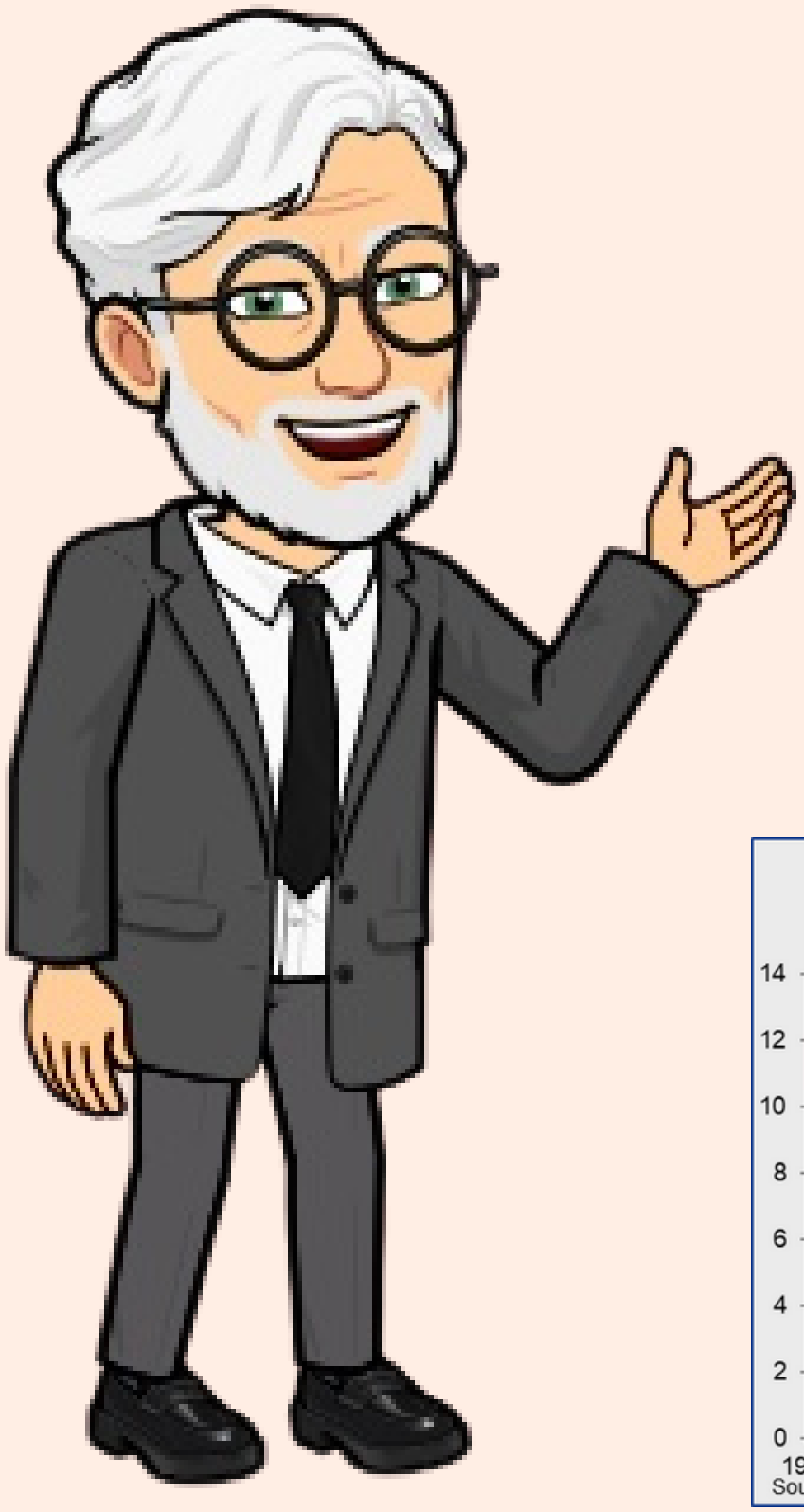
Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

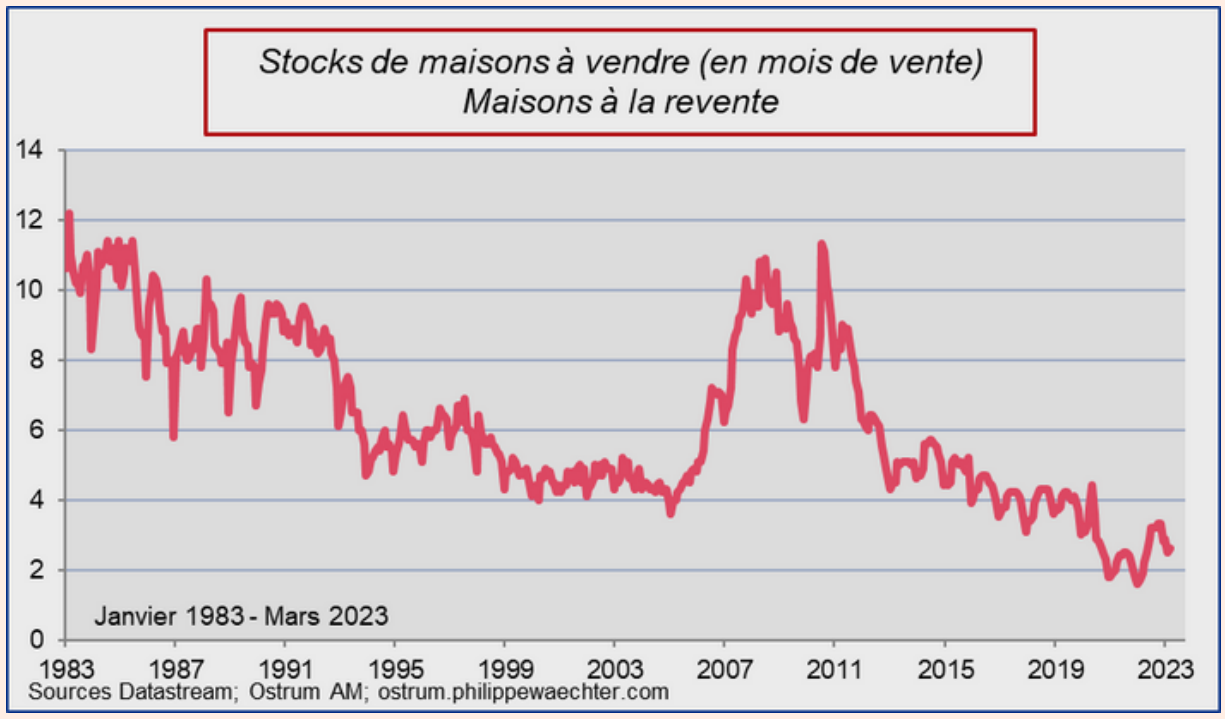
Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Les clefs de la semaine



- **Les 9 points à retenir (Page 2)**
- **La désinflation américaine ? (Page 3)**
- **Prix de production, des engrais, du Gaz. Les taux anglais (Page 4)**
- **Projet sur l'industrie verte (Page 5, 6, et 7)**
- **Le retour de la politique industrielle (Page 8, 9 et 10)**
- **Cette semaine: Le marché immobilier US en avril**

En dépit d'un marché difficile avec une forte baisse des transactions, les stocks sont très limités. Le risque d'effondrement est limité



Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Synthèse en 9 points

1- L'inflation US continue de ralentir même si c'est à un rythme plus modéré en avril. Elle s'est inscrite à **4.9%**. Un raison majeure de cette tendance à la baisse du taux d'inflation résulte de la contribution négative de l'énergie. Une raison majeure d'une inflation à un haut niveau est la composante "Logement" dont la contribution reste très élevée en avril à presque 3%.

2- L'inflation sous-jacente reste forte. Cependant, hors effet "Logement" les contributions s'infléchissent.

3- La variation des prix de production s'effondre. En avril, les variations sur un an sont négatives en Chine et aux US. Pour la zone Euro, le ralentissement est aussi très marqué et le chiffre d'avril (connu le 5 juin) pourrait lui aussi être négatif. Cette situation limite le risque de persistance de l'inflation.

4- Le prix des engrais baisse de 60% sur un an début mai. L'allure des prix alimentaires va rapidement changé pour le plus grand bonheur des consommateurs.

5- Ces **pressions baissières vont réduire l'effet de boucle prix-prix** qui a pu être observé dans le comportement de certaines entreprises. Lorsque la tendance était à la hausse parce que les prix des composantes de l'indice des prix étaient tous à la hausse, les entreprises ont eu la tentation d'accompagner et d'accentuer le mouvement. Si le prix de ces composantes baisse, la concurrence reprend ses droits.

6- Les travaux sur les centrales nucléaires de la dernière génération, la plus puissante, sont achevés en France. Depuis 17 mois, les réparations contre la corrosion avaient pénalisés la production d'électricité en France. Il avait fallu importer de l'électricité. Avec la fin des travaux, les marges de production sont plus importantes et la France peut reprendre ses exportations d'électricité. Cela stabilisera le marché de l'énergie en Europe et permettra d'attendre l'hiver prochain plus sereinement.

7- La **Banque d'Angleterre** n'envisage plus de récession outre-manche.

8- Le plan **Industrie Verte** va être présenté en conseil des ministres cette semaine. Cela fait suite aux déclarations, jeudi dernier, du Président Macron sur la politique industrielle. Son objet est de créer les conditions pour réindustrialiser l'économie française en utilisant pour cela le cadre du changement climatique et de la convergence vers la neutralité carbone.

9- D'une manière générale, la France suit le mouvement initié par les USA et la Chine sur la **nécessité d'une politique industrielle** pour orienter les investissements et faciliter la réindustrialisation. Les gouvernements ont été plutôt efficaces durant la pandémie et la crise énergétique en Europe. Ils veulent prolonger cette capacité à fixer les règles du jeu. Cela peut avoir un côté protectionniste alors que le cadre de l'économie globale reste celui d'une production mondialisée. Il faudra éviter les incohérences qui pourraient se manifester.

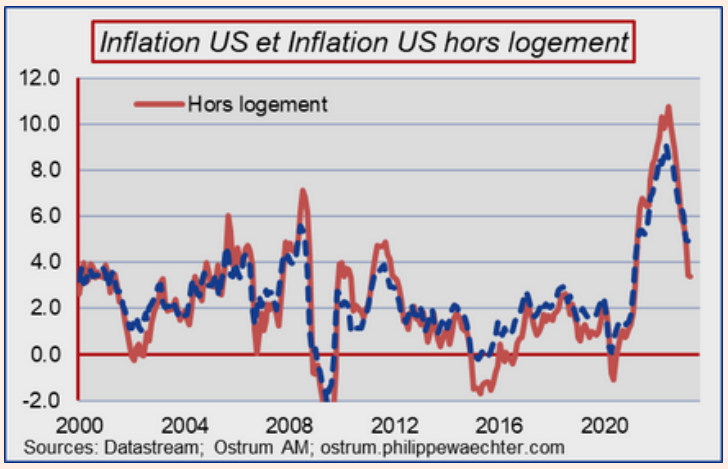
Le 15 Mai 2023

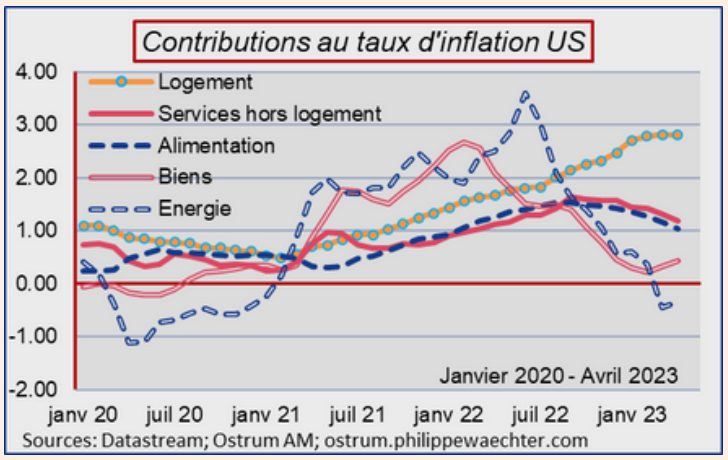
Suivante

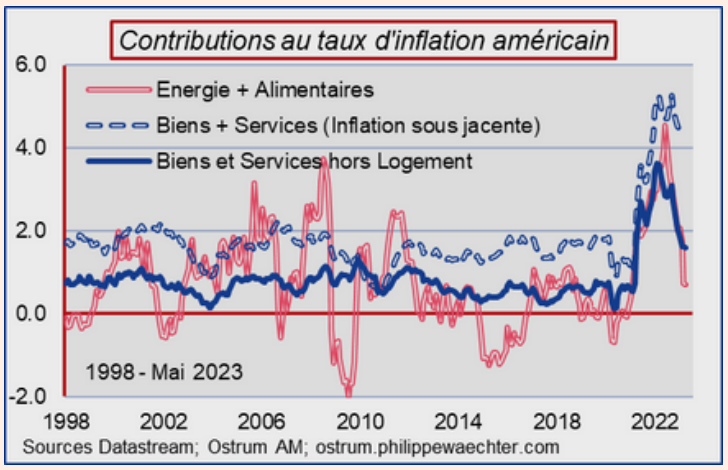
Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

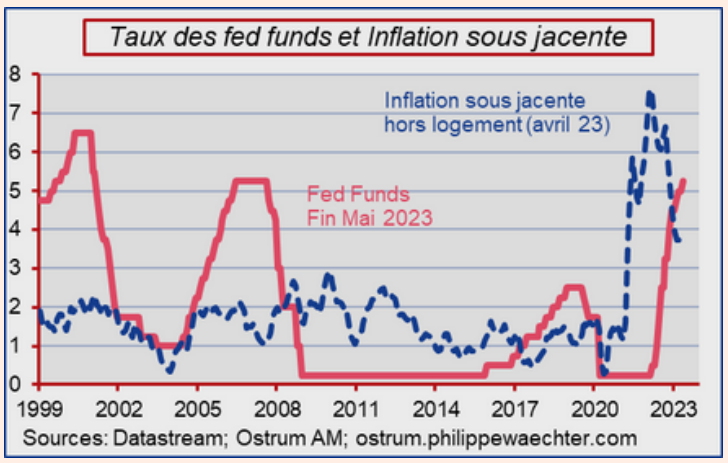
Ostrum
ASSET MANAGEMENT

La désinflation américaine ?









Le **taux d'inflation américain** a baissé marginalement en avril à 4.9% contre 5% en mars. L'acquis d'inflation pour 2023 à la fin du premier quadrimestre est de 3.4%. Si l'indice des prix restait au niveau d'avril jusqu'en décembre prochain, le taux d'inflation moyen en 2023 serait de 3.4%.
Le **taux d'inflation sous-jacent** s'est inscrit à 5.5% contre 5.6% en mars. L'acquis pour 2023 est de 4%.

Les **contribution au taux d'inflation sont faibles ou en repli.** L'exception est l'indice "logement" qui reste fort même s'il tend à se stabiliser depuis 3 mois.
On voit d'ailleurs que l'indice des prix, hors Logement" est en recul marqué par rapport au taux d'inflation. C'est ce facteur qui maintient l'inflation à haut niveau.

L'**énergie a une contribution négative** pour le deuxième mois consécutif. Cette tendance va se prolonger au regard de l'évolution récente du prix de l'énergie, le pétrole notamment.

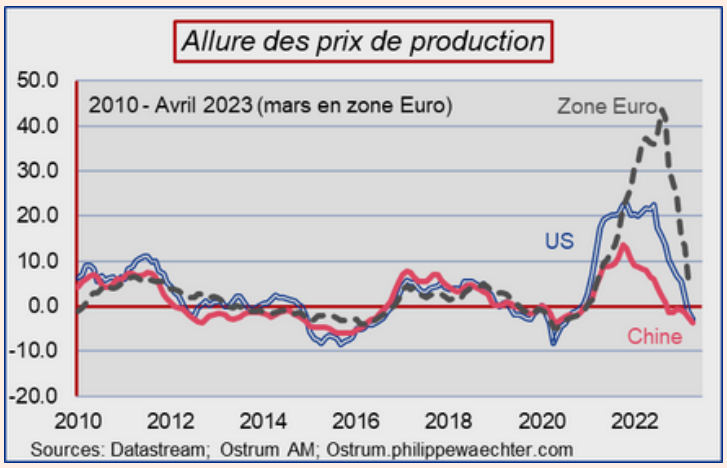
Le **prix des biens** a une contribution légèrement en hausse en raison d'une moindre contraction du **prix des voitures d'occasion.**
Quant aux **prix alimentaires**, ils **reculent plus vite** qu'en zone Euro. L'impact de l'énergie n'est pas aussi pénalisant dans la durée qu'en Europe.
On notera que l'indice très suivi par Powell, **les services hors Logement, très sensible aux salaires ralentit encore ce mois ci.** L'effet boucle prix-salaire s'érode nettement.

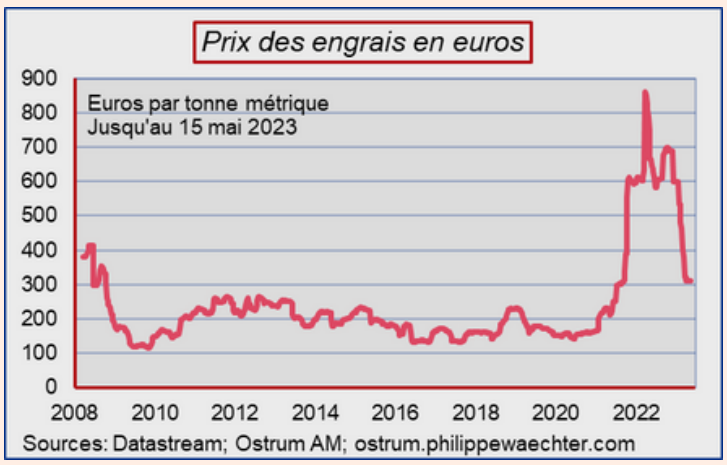
Hors Logement, l'inflation sous-jacente est bien en dessous du taux des fed funds. La Fed qui restera restrictive en continuant de réduire la taille de son bilan, ne remontera plus son taux de référence.
Cependant, **tant que l'inflation ne se rapprochera pas de la norme, la Fed maintiendra ses taux au niveau actuel.** Pas question d'aller trop vite.

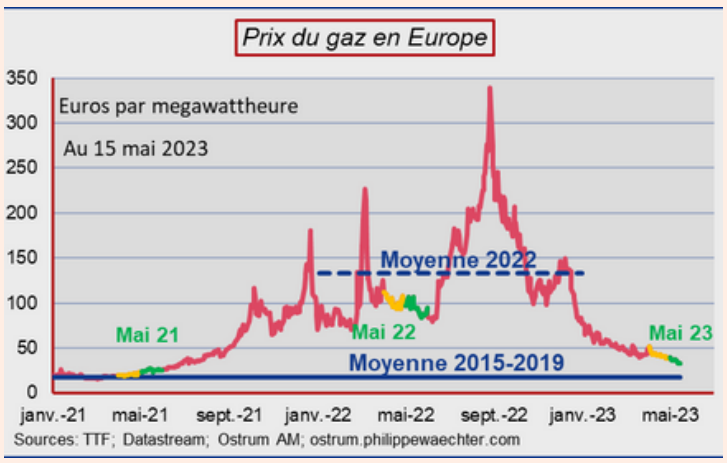
Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

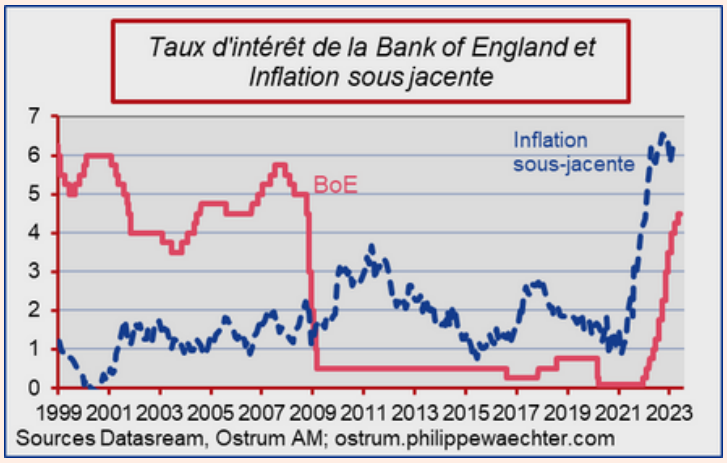
Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Prix de production, des engrais, du gaz. Les taux anglais









Les **prix de production s'effondrent**. Aux US et en Chine l'**évolution** des prix de production **sur un an**, en Avril, est **négative**. En zone Euro, les prix ont franchement ralenti jusqu'en mars. Le chiffre d'avril sera publié le 5 juin.

Aux US, **les prix en avril sont néanmoins 31% plus élevés qu'au premier trimestre 2020** avant la pandémie mais avec un pic à plus de 40% en juin 2022.
Il n'empêche que les prix des biens achetés par les industriels européens n'alimenteront pas l'inflation interne. Cela **limite l'effet de persistance** de l'inflation que l'on craignait il y a quelques mois.

L'**allure du prix des engrais va dans le même sens**. Le deuxième graphe reprend le niveau du **prix des engrais** en euros. Il **est presque revenu au niveau d'avant crise**.

Ce **prix est conditionné par celui du gaz** dont la hausse avait profondément altéré la robustesse de l'économie européenne.
Cette **hausse du prix du gaz est derrière nous**. Le comportement de sobriété, les conditions météo, le retour de la production d'électricité nucléaire en France, la réallocation des ressources vers le renouvelable permettent de limiter le risque de crise énergétique.

La **baisse du prix des engrais en est la conséquence importante pour les ménages européens**.
Les **prix alimentaires** avaient été **poussés** à la hausse par le **prix des engrais**. Le retournement devrait se traduire par une **inflexion des prix de l'alimentation.** Au plus grand bonheur du consommateur.

La **Banque d'Angleterre** a **remonté son taux de référence de 25 bp à 4.5%.**
Ce taux est encore en-dessous du taux d'inflation sous-jacente. Dans les commentaires publiés par la Banque d'Angleterre, il est noté que les surprises sur l'activité sont plutôt positives (Les risques de récession ont été écartés par la banque dans ses projections). Cela maintient la pression haussière sur les taux. On ne peut exclure des taux plus hauts.

Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Projet sur l'industrie verte

Le gouvernement présentera le **projet de loi** sur l'**industrie verte** lors du prochain conseil des ministres. Son objectif est de compléter les mesures déjà prises en mettant l'accent sur la réindustrialisation et la décarbonation.

On disposera ainsi d'une triple dynamique:

- La **transition énergétique** conditionnée par le respect des objectifs d'émission de gaz à effet de serre. C'est le cœur de la convergence vers la neutralité carbone. L'accent est mis sur le renouvelable et sur le nucléaire avec des programmes sur les parcs d'éoliennes, notamment offshore, sur l'accélération du solaire et la mise en place de petites centrales nucléaires.

- Le **renouveau de l'existant**, mettre aux normes ce qui existe déjà à savoir les bâtiments et les industries marron, celles qui sont stratégiques mais encore très marquées par l'utilisation d'énergies fossiles.
  Les **bâtiments représentent 45% de la consommation finale d'énergie**. C'est l'héritage du passé et réduire cette part est une condition nécessaire pour changer le cadre. Il faut créer les conditions de la **sobriété énergétique**. On peut modifier les comportements, ce qui a été constaté avec la crise sur le gaz et l'électricité en 2022, il faut aussi modifier le cadre pour que cette sobriété puisse s'inscrire dans le temps.
- La **préparation du futur** est l'objet du volet de ce triptyque. C'est cette partie qui sera présentée en conseil des ministres. Elle a pour enjeu de **construire l'économie de demain**.

La dynamique du projet

Ce projet s'articule autour de 6 axes

- La **décarbonation** des entreprises
- La **réindustrialisation** et l'accélération des procédures pour installer les unités de production
- L'incitation à **consommer local.** C'est la réponse à l'Inflation Reduction Act américain.
- La **commande publique** pour favoriser la production locale
- Le **financement** pour rendre ces choix possibles
- L'**éducation** pour faciliter l'ajustement du capital humain à ces bouleversements.

Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Projet sur l'industrie verte

On ne dispose pas encore du détail du projet de loi mais il repose sur le rapport "Proposition des pilotes pour le projet de loi Industrie verte". Par rapport à ce document, la proposition sur la **subvention à l'achat de véhicule** en fonction du **bilan carbone** de celui ci lors de sa fabrication est nouvelle et a été **présentée par le président Macron** dans son discours récent (11 mai) sur la politique industrielle française. C'est une façon de favoriser la production européenne de véhicule et d'écarter les productions trop lointaines géographiquement qui auraient un bilan carbone dégradé.

L'objectif est d'**inciter à la décarbonation** des unités de production existante via des **incitations** du type **crédit d'impôt** sur les dépenses effectuées.

La **réindustrialisation** de l'économie française traduit la nécessité de **ne pas dépendre trop du reste du monde**, comme lorsque certains produits manquent (paracétamol pendant la pandémie) ou quand les **chaines de production** sont perturbés et que les entreprises françaises ne peuvent être approvisionnées correctement. C'est aussi un moyen d'améliorer les **gains de productivité** de l'économie française.

C'est aussi pour faciliter cette réindustrialisation que le président a mis l'accent sur la **célérité des réponses de l'administration** pour faciliter les implantations. (Une loi existe déjà sur ce point mais elle ne paraît pas très efficace jusqu'à présent)

La **commande publique** peut favoriser les entreprises respectant cet objectif sur la décarbonation. Le souhait est de **favoriser les entreprises dont la stratégie est cohérente** avec les choix qui sont faits sur la convergence vers la neutralité carbone. C'est un **levier majeur**. Dans un post récent sur la **BCE et la transition énergétique**, j'indiquais que la BCE faisait un choix assez similaire en voulant privilégier les entreprises qui prenaient des engagements dans la durée sur le changement climatique.

Le **financement** de ces mesures s'opérerait par des **incitations fiscales** du type crédit d'impôt. L'objectif est aussi de **mobiliser l'épargne** pour faciliter le financement de l'investissement. Dans le rapport mentionné il est fait notamment référence à une transformation du Livret de Développement Durable et Solidaire et à la création d'un livret Jeune qui fonctionnerait par accumulation de l'épargne des mineurs ciblée vers l'industrie verte.

Le dernier aspect est celui de la **formation et de l'adaptation de la force de travail** au cadre qui se construit. C'est un élément clé au moment où la population vieillit. L'efficacité de ceux qui travaillent doit être améliorée pour **engendrer les gains de productivité souhaités.**

Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Projet sur l'industrie verte

Cette dynamique qui se construit est une **composante de la réponse européenne** a l'Inflation Réduction Act (IRA) présenté par Joe Biden et adopté par le Congrès américain l'été dernier.

Il faudra voir dans l'application si ces **mesures** sont **compatibles** avec celles autres pays européens. Chacun a un peu tendance à se montrer plus beau que les autres. L'accent mis récemment sur l'attractivité de la France dans les investissements n'en est qu'une illustration.

La **concurrence** entre les pays européens **ne doit pas engendrer un effet contre productif.** L'autonomie de production souhaitée et les spécificités de la politique industrielle pourraient inciter chaque pays à se rendre plus attractif même si c'est au dépens des pays partenaires. Cet aspect a parfois été constaté pendant la pandémie lors des mesures du type bouclier énergétique. L'Allemagne avait été montré du doigt à cette occasion avec un plan de très grande taille dessiné en premier lieu pour les citoyens et entreprises locales.

Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

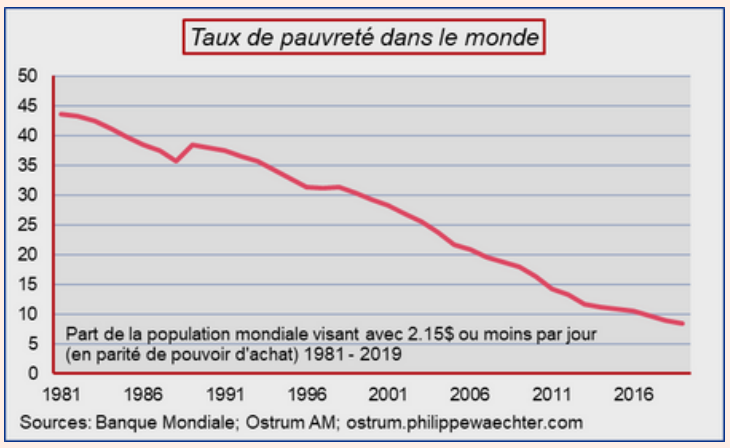
Le retour de la politique industrielle

Cette discussion permet de souligner le retour de la politique industrielle dans la politique économique générale. La politique industrielle est une stratégie qui réapparait régulièrement lorsque les Etats ont le sentiment de savoir ce qu'il faut faire notamment lorsque l'économie est face à des bouleversements. Sa mise en œuvre est souvent contestée car les incitations nécessaires pour orienter les flux d'investissements ou les stratégies de marché des entreprises peuvent surclasser les signaux sur les prix ou issus de la dynamique des marchés. Les opposants à cette politique industrielle évoquent alors une réaction non optimales des entreprises qui réagissent, au moins à court terme, aux incitations plutôt qu'aux informations issus des marchés.

L'étape de la globalisation

Dans la phase de globalisation, le point majeur portait sur la mobilité du capital. Celui ci, essentiel à la croissance, devait être attiré pour améliorer l'efficacité du processus de production. C'est une période durant laquelle un enjeu majeur est la fiscalité du capital. Le taux d'imposition le plus bas est souvent perçu comme une condition nécessaire à l'attractivité. C'est une période où les grandes entreprises ont tendance à imposer leurs vues.

Cette période s'est traduite par une réallocation des ressources en faveur des pays émergents et de la Chine en particulier. Le capital qui y était transféré et la technologie associée rencontraient un marché du travail très vaste et très disponible.
La contrepartie a été une tendance à la désindustrialisation des pays occidentaux et a une insatisfaction progressive des classes moyennes.



La période récente de globalisation a été efficace si l'on se réfère au taux de pauvreté global.
Selon les données de la Banque Mondiale, le taux de pauvreté serait passé de 45% de la population mondiale en 1981 à moins de 10 % (8.5%) en 2019.

La Chine mais aussi de nombreux pays émergents ont profité de cette période faste pour développer leurs économies et améliorer les conditions de vie.

C'est cette dynamique qui a provoqué la réduction relative du PIB des pays du G7 par rapport aux BRICS. Depuis 2020, le PIB des BRICS est supérieur à celui du G7, chacun expliquant environ 30% (dont 19% pour la seule Chine)

Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Le retour de la politique industrielle

La politique industrielle comme réponse

La globalisation a donné un avantage comparatif aux pays émergents. La Chine a eu un rôle particulier. Elle est devenue un rival économique et politique des Etats-Unis, remettant en cause la suprématie de Washington.
C'est un point de départ important. Si la Chine s'est affirmée progressivement sur le plan économique depuis son entrée à l'Organisation Mondiale du Commerce en décembre 2001, elle ne s'est pas arrêtée là. Sa taille et son histoire lui ont donné un poids politique considérable et une influence dans de nombreuses régions du monde. En outre, la combinaison des transferts de technologie et les montants considérables investis ont permis à l'Empire du Milieu de rivaliser avec les USA sur certains créneaux de la technologie.

La réponse américaine a d'abord été microéconomique. Donald Trump excluait des entreprises chinoises. Cela avait été le cas de Huawei ou encore ZTE. Avec Joe Biden à la Maison Blanche, le bannissement est plus global puisque les transferts de technologies (microprocesseurs) ne peuvent plus être faits des Etats Unis vers la Chine. Les tensions ont changé d'échelle et traduisent des risques de rupture plus importants que dans un passé récent.

La politique industrielle nouvelle est la réponse à un mouvement qui avait certainement été trop loin puisqu'il s'est traduit, dans les pays occidentaux, par de faibles gains de productivité et une vraie question sur la capacité à engendrer des revenus pour tout le monde.

Qu'est ce qui change ?

La politique industrielle reflète ainsi la volonté d'un changement des règles pour tenir compte davantage des situations locales. Il faut être capable de créer des revenus pour satisfaire aux besoins de services publics locaux, être capable de financer l'école et l'hôpital et ne plus penser que les impulsions viendront du reste du monde.

Les freins sur les transferts de technologies font sortir le monde de son épure d'une globalisation coopérative et coordonnée. Les règles changent et les Etats veulent être au cœur des mécanismes qui se mettent en place. Le risque immédiat est une forme de repli sur soi un peu protectionniste alors que la production est toujours mondialisée. Aucun pays n'a la capacité d'être totalement autonome dans son fonctionnement et des règles trop strictes pourraient être pénalisantes. C'est le hiatus de ce changement fort qui se dessine.

Philippe Waechter
Chef Economiste
@Economic_Dynamics

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Le retour de la politique industrielle

Une conséquence de ces bouleversements s'observe sur le marché du travail. Il n'est plus global comme il pouvait l'être dans un passé récent.
L'intégration de la Chine et des pays émergents avait accru la taille de ce marché puisque les entreprises avaient la capacité de s'installer loin de leur base avec un main d'œuvre disponible importante. Pour les salariés, le marché du travail plus vaste avait été associé, au sein des pays développés, à une perte de pouvoir de négociation.

La politique industrielle qui se met en place va redonner du pouvoir de négociation aux salariés. Ce n'est pas le moindre des changements.

En guise de conclusion

La concurrence économique et politique associée aux déséquilibres provoqués par la pandémie et la guerre en Ukraine incitent les gouvernements à vouloir rapatrier une activité manufacturière dans leur pays afin de gagner en autonomie et d'améliorer les gains de productivité. Ce changement de cadre est radical puisque les choix sont plus limités dans l'espace. La politique industrielle qui résulte de ce choix va favoriser les investissements et les productions sur le territoire. Cela redonnera un pouvoir de négociation aux salariés et un nouvel équilibre entre le capital et le travail.

Les gouvernements, constatant la modération de la productivité depuis la grande crise financière et surtout depuis la fin de la pandémie, ont la volonté d'orienter l'allure de l'activité. Ils veulent définir les règles alors que jusqu'à présent ces règles résultaient principalement des choix faits par les grandes entreprises et les banques.

La grande chance de cette politique industrielle est qu'elle va servir l'adaptation de l'économie à la transition énergétique et à la convergence vers la neutralité carbone. C'est un moyen aussi pour les Etats de renforcer leur pouvoir puisqu'ils sont porteurs des choix collectifs sur le climat. Le monde qui vient sera différent.