



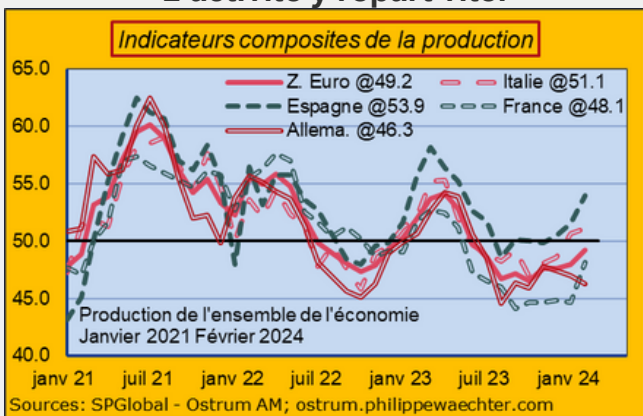
LES CLEFS DE LA SEMAINE

11 mars 2024



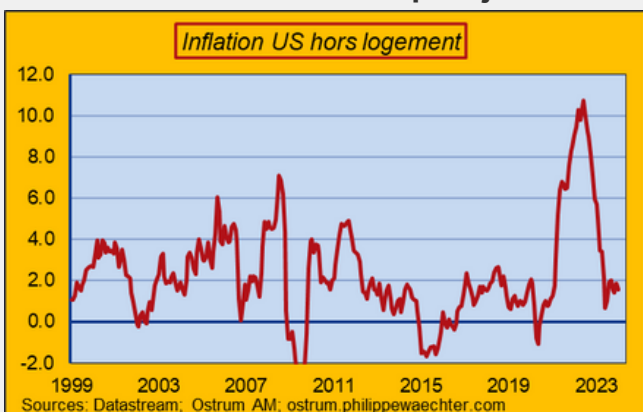
**Le graphe qui me plaît ou me préoccupe
cette semaine:**

La bonne surprise de l'Espagne et de
l'Italie en ce début d'année.
L'activité y repart vite.



A suivre cette semaine

L'inflation US - Hors la composante
logement que personne ne paie, l'inflation
est inférieure à 2% depuis juin 23



• Et si l'inflation ne baissait pas en zone Euro ? Page 2

La BCE projette un taux d'inflation de 2% en 2025. Peut-on être aussi optimiste ? Et que ferait la BCE si l'inflation reste élevée ?

• Activité Mondiale Page 3

Les indicateurs d'enquêtes sont au-dessus du seuil de 50 dans le monde et aux US et en Chine. L'Europe converge par le bas vers ce niveau.

• L'importance des pays du sud en zone Euro Page 3

Le rebond de la zone Euro vient de l'Italie et surtout de l'Espagne.

• Pas de tensions sur les prix Page 3

Les tensions sur les prix dans le secteur manufacturier sont réduites. Pas de signaux qui alimenteraient de nouveau l'inflation.

• Impact du Canal de Suez Page 3

Très limité pour l'instant

• La dynamique américaine Page 4

Les fortes créations d'emplois éloignent le risque de récession US

• La mesure de Claudia Sahm et les indicateurs suivis par le NBER n'indiquent pas risque de récession à court terme Page 4

• Les pressions nominales US s'estompent Page 4

• L'investissement de l'OCDE devrait être mieux orienté en 2024. Page 4

• Les projections de la BCE Page 5

Vivement 2025 que tous les indicateurs de la zone Euro retrouvent enfin une tendance satisfaisante

• Les consommateurs ne s'aperçoivent pas encore du ralentissement de l'inflation en zone Euro Page 5

• L'Allemagne souffre toujours de ses échanges limités avec la Chine - Page 5

• Vidéo - Chine - La revanche sur l'histoire Page - 6

La Chine qui a loupé la révolution industrielle du 18ème siècle dispose désormais d'une puissance manufacturière qui pourrait lui permettre de définir les normes technologiques de demain.



La question du 11 mars 2024 - Et si l'inflation ne baissait pas en zone Euro ?

Le taux d'inflation doit baisser pour que la BCE assouplisse sa stratégie monétaire. En fixant, dans ses prévisions, un taux moyen d'inflation à 2% en 2025, la banque centrale a envoyé le signal attendu par les investisseurs. Pour autant, la question de l'inflation n'est pas réglée. Le partage de la valeur, en l'absence de croissance ou de récession, est conflictuel car aucun agent économique n'a la perception de tirer avantage de la situation. D'autant que les tensions sur le marché du travail maintiennent un fort pouvoir de négociation aux salariés. Dès lors, si l'inflation reste plus élevée que les prévisions de la BCE, faut-il encore durcir le ton à Francfort ? La BCE ne paraît pas avoir de théorie de l'inflation qui aille au-delà des chiffres mis dans les projections. Cela paraît un peu précaire.

Lors de la réunion de la **BCE**, le 7 mars, les investisseurs ont été soulagés par la **nouvelle prévision** de la banque centrale sur l'inflation. En 2025, celle-ci devrait revenir en moyenne à **2%**, soit la cible définie par la BCE, ouvrant alors la **possibilité d'une baisse de ses taux** d'intérêt, avant l'été.

Cette norme de stabilité des prix signale ainsi le retour à une **forme déjà connue de l'équilibre macroéconomique** et à une réduction de l'inquiétude globale.

On peut cependant se demander si caler les projections à 2% est une **prévision objective** ou si elle traduit l'intention pour la BCE de **se conformer aux attentes des investisseurs** en espérant que la prévision se réalisera ex-post ? Ou encore que la baisse des prévisions valide la future baisse des taux d'intérêt nécessaire au regard de la conjoncture afin que la croissance médiocre ne se transforme en récession ?

L'inflation et l'absence de croissance posent la question du partage de la valeur

Deux remarques

L'idée d'une **hausse temporaire de l'inflation** a souvent été évoquée en 2021 et 2022 comme conséquence de la crise sanitaire et la nécessité d'une nouvelle adéquation entre l'offre et la demande. La discontinuité durant la pandémie a fait perdre des repères.

La demande plus vive, la hausse du prix de l'énergie, même avant la crise ukrainienne, et les disruptions dans les processus de production lors de la reprise (pas assez de semi-conducteurs pour construire des voitures par exemple) expliquent l'envolée des prix. **Ces phénomènes se sont estompés**, provoquant le repli de l'inflation. Aux **US, le taux d'inflation hors logement augmente-t-il de 1.5% à 2% depuis juin 2023.**

En Europe, le **phénomène a été plus long** à se résorber en raison, après l'invasion de l'Ukraine, de la crise énergétique qui s'est diffusée dans l'ensemble de l'économie, provoquant alors le durcissement de la politique menée par la BCE.

Comme, les gouvernements ont cessé d'être expansionniste en 2023, la **politique économique globale a été restrictive** provoquant la stagnation de l'activité. Depuis l'été 2022, le taux de croissance annualisé en zone Euro n'est que de 0.05%.

La croissance **américaine** (3% sur la même période) après la pandémie a été synonyme de **relance** budgétaire et de **revenus plus élevés** avec une hausse beaucoup plus rapide des bas salaires que des rémunérations plus élevées. Ce dernier aspect est le côté **vertueux du cycle américain.**

En zone Euro, la croissance ne prend pas le relais et n'offre pas des opportunités fortes. Il est généralement attendu que **l'inflation se dissipe** soit dans la **croissance**, la hausse de l'activité aiguillonnant les conditions de la concurrence, soit dans la **récession** avec un fort ajustement de l'activité à la baisse. **En zone Euro, il n'y a ni l'un ni l'autre.**

Cet entre-deux pose alors une interrogation sur le **partage de la valeur** puisqu'**aucun agent économique ne bénéficie réellement de la situation du moment.**

L'inflation ralentit mais les prix restent élevés

La **normalisation vers 2%** du taux d'inflation n'est **pas associée** à une normalisation des **niveaux de prix**. Depuis le premier trimestre 2021, juste avant le décollage de la hausse des prix, le prix de l'**énergie** en zone euro a augmenté, en février 2024, de **43.8%**, les prix de l'**alimentaire** de **24.8%**. La bataille pour le **partage de la valeur est engagée sur ce flanc aussi**. On le voit en Allemagne avec les revendications salariales qui marquent la volonté et le besoin de rattrapage.

La situation est **plus complexe que par le passé** puisqu'en dépit d'une **croissance très faible**, le **marché du travail reste très tendu**. Le niveau d'emploi aurait dû s'ajuster à la baisse. Ce n'est pas le cas. Depuis l'été 2022, l'emploi a augmenté de **1.3%** à mettre en regard du 0.05% cité plus haut sur la croissance. Les enquêtes auprès des entreprises suggèrent que si l'**envie d'embaucher** est **moindre** qu'après la sortie de la pandémie, elle **n'a pas disparu.**

En conséquence, l'**asymétrie dans la négociation salariale** reste plutôt du côté des employés puisque les **entreprises ne veulent pas se séparer de leurs salariés** en dépit du cycle économique médiocre. Dès lors, les **entreprises ne pouvant peser autant qu'elles le souhaiteraient sur les salaires s'ajustent sur les prix créant de la persistance dans l'inflation.**

La bataille pour le **partage de la valeur** pourrait ainsi se traduire par une **inflation plus durable en zone euro.**

Et la BCE, si l'inflation dure ?

La **politique monétaire de la BCE** étant conditionnée par les données, elle doit attendre que **l'inflation recule pour baisser ses taux d'intérêt**. Mais **si la question du partage de la valeur devient conflictuelle et se traduit par une hausse plus durable des prix alors sa stratégie devra rester restrictive.**

Ce serait alors prendre le risque de transformer la stagnation de l'économie en récession.

En indiquant que sa politique est conditionnée par les données, la BCE **suggère qu'elle n'a pas de modèle clair en tête sur les causes de l'inflation et sur le modèle sous-jacent pour la résorber**. Les statistiques de plus en plus fines sur la mesure de l'inflation sont utiles mais elles n'éclairent pas les décisions s'il n'y a pas de modèle cohérent dans lequel elles s'inscrivent.

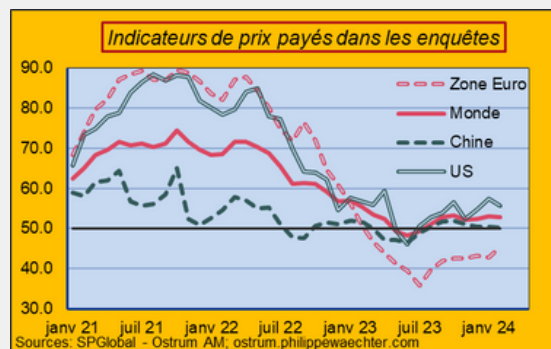
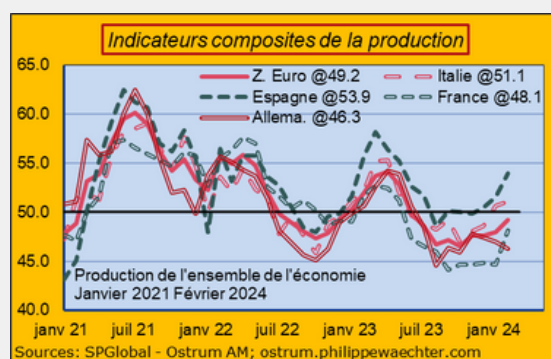
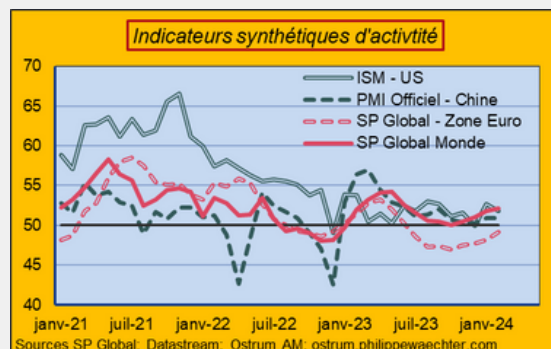
Christine Lagarde peut lancer des pics à la clique des économistes qui ne comprennent pas le monde qui change.

Les économistes pourraient retourner le compliment à la banque centrale.



Activité mondiale

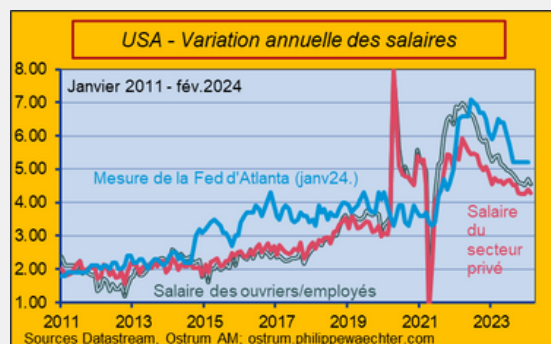
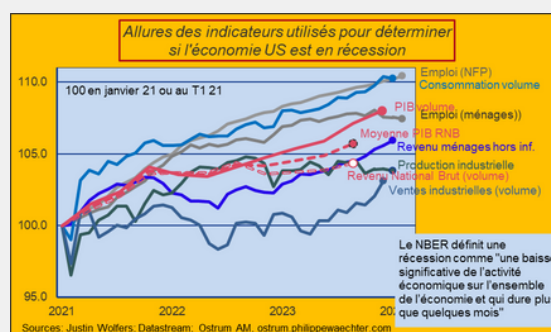
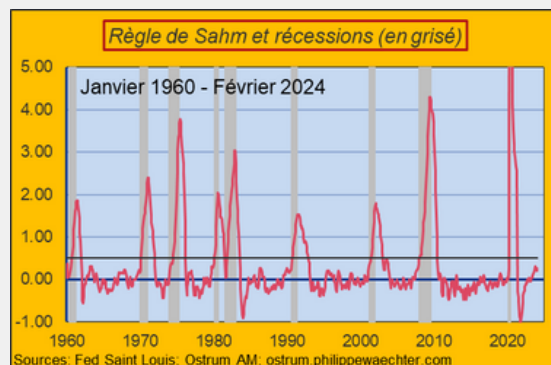
- Les **indicateurs d'activité**, mesurés au travers des enquêtes auprès des entreprises, **convergent**. L'**indice mondial** est robuste, **bien au-delà de la séparatrice à 50**. L'activité mondiale retrouve une trajectoire plus solide.
- Dans le détail, les **indices chinois et américain** sont **au-dessus** de la séparatrice à **50** alors que l'indice synthétique de la **zone Euro converge** vers celui-ci.
- L'**échelle du graphe est un peu déformée** par les chiffres très forts de la sortie de pandémie en 2021.
- Au **sein de la zone Euro**, les **pays du sud** sont très dynamiques. L'**Espagne et l'Italie** sur le graphe progressent rapidement.
- Les **effets de la crise énergétique y ont été moins pénalisants** et les **effets de persistance** sont moins marqués qu'en France et qu'en Allemagne.
- On note néanmoins, le **changement de tendance en France** via l'amélioration des deux composantes de l'industrie et des services.
- Les **tensions sur les prix sont limitées**. J'ai pris ici les **prix payés dans le secteur manufacturier** parce que ce sont ceux qui sont les plus **sensibles aux prix des matières premières et de l'énergie**. Sur ce point, le profil haut de 2021/2022 est bien du passé.
- Ces trajectoires sont **compatibles** avec celles, en repli, des **prix de production** dont les dernières données sont celles de janvier.
- L'autre point qui m'intéressait est d'observer s'il y avait un **impact des tensions sur le Canal de Suez**. Le dernier graphe montre que le **trafic maritime**, qui passait par le canal, a été **franchement détourné vers le Cap de Bon-Espérance**. Cela se traduit par des délais plus importants (une dizaine de jours) et par des coûts plus forts. Les volumes vers le Cap ont augmenté de **74%** sur un an au cours des deux premiers mois de l'année, ceux vers le Canal ont **reculé de 50%**.
- En dépit de la **hausse des coûts** (container qui sont moins disponibles en raison des temps de trajets plus longs), l'**impact sur les prix payés est peu perceptible**.





La dynamique américaine

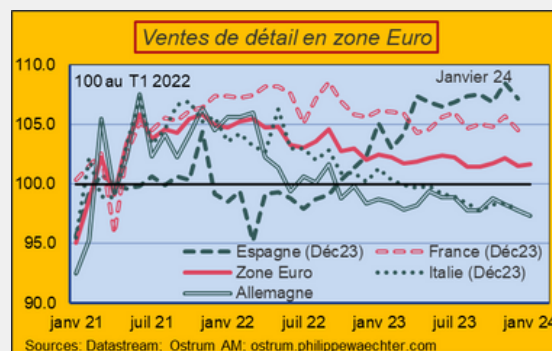
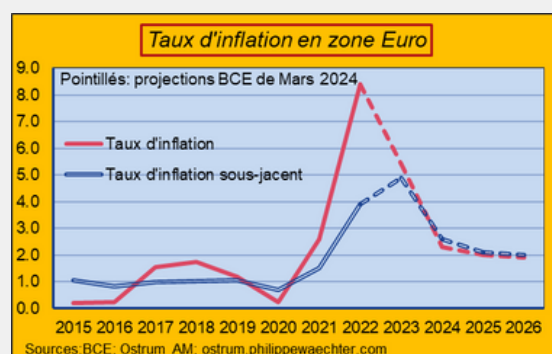
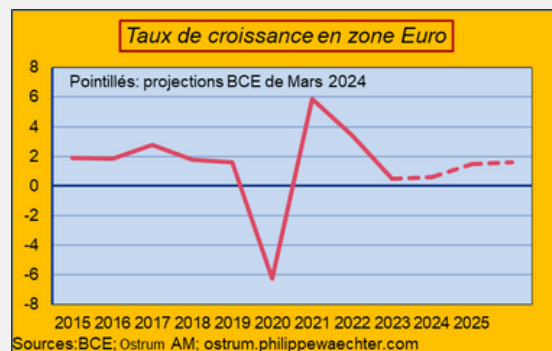
- **L'économie US continue de créer des emplois.** 275 000 nouveaux emplois ont été créés en février. Le **chiffre moyen des deux premiers mois** de l'année est **supérieur à la moyenne** mensuelle de l'ensemble de **2023**. Il n'y a pas péril. L'emploi dans le secteur manufacturier apparaît un peu fragile.
- Quand on regarde l'économie américaine, la **question persistante est celle du risque de récession.** Un **risque de récession plus élevé inciterait la Fed à agir plus rapidement.** Jusqu'à présent, **les indicateurs habituels ne montrent pas une telle situation.**
- La **mesure créée par Claudia Sahm** n'est pas proche du seuil de 0.5 n'annonçant, ainsi, pas de récession. C'est ce que l'on voit sur le premier graphe (la mesure compare l'écart du taux de chômage moyen des 3 derniers mois au minimum de cette mesure sur les 12 derniers mois. Un indicateur à 0.5 et au-dessus est un signal de récession)
- Les **indicateurs suivis par le NBER** (2ème graphe) ne montrent pas une allure de repli s'inscrivant dans la durée. **Pas de récession en vue.** La consommation des ménages, l'emploi ou encore les revenus hors inflation progressent rapidement.
- Ces éléments sont **cohérents avec la prudence de Jay Powell** qui ne veut pas se précipiter pour réduire les taux de la banque centrale américaine.
- **L'allure des taux de salaire est toujours plutôt baissière** mais sans nouvelle accélération. Les pressions nominales retombent.
- Une des interrogations, lorsque l'on observe le cycle économique global, **est celle de l'allure de l'investissement.** Pour cerner l'allure de cet indicateur, je regarde les **commandes de biens d'équipement** adressées à l'Allemagne. Historiquement, ces **commandes sont bien corrélées avec l'investissement** au sein des pays de l'OCDE.
- Après le plongeon des commandes au tournant de l'année 2023, **la reprise suggère une certaine robustesse de l'investissement.**





La BCE et la croissance en zone Euro

- Les **projections publiées par la BCE** présentent encore une **année difficile en 2024** avec un taux de croissance pas très différent de celui de 2023. Il est attendu à **0.6% après 0.5% en 2023**.
- Le **taux d'inflation** devrait converger vers la cible de **2% en 2025** et 1.9% en 2026. La réduction des pressions salariales permettront d'infléchir la tendance du taux d'inflation sous-jacent.
- Dans la question de la semaine (page 2) je m'interroge sur la belle allure des prévisions d'inflation à 2% en 2025. Ce choix est essentiel sur le profil d'activité publié par la BCE.
- En effet, le **ralentissement de l'inflation** va engendrer des **gains de pouvoir d'achat** et permettra à la **BCE de relâcher sa politique monétaire**. Cela permettra de **doper la demande interne**. En raison d'une demande globale toujours robuste et soutenant les exportations, **la croissance va ainsi converger dès 2025 vers sa tendance de long terme à 1.5%**.
- En fait, chaque année qui s'ouvre est toujours difficile mais après **l'économie converge toujours vite vers sa tendance de long terme**. (sic)
- Pour l'instant et au regard des données de ventes de détail, **le consommateur européen ne semble pas avoir franchement conscience que l'inflation est en train de ralentir** et que son pouvoir d'achat s'améliore. L'indicateur de la zone Euro est stable depuis le début de l'année 2023, pareil pour la France. L'indice espagnol est toujours en hausse alors qu'en Italie et en Allemagne le consommateur reste prudent. La question de la perception de l'inflation et du partage de la valeur n'est pas terminé.
- Encore un mois supplémentaire où, pour **l'Allemagne, la contribution des échanges avec la Chine pèse négativement sur les exportations**. Le joli mécanisme qui fonctionnait bien, et qui avait porté l'économie d'outre-Rhin, **n'est plus opérationnel** de façon suffisamment forte **pour porter la croissance**. Les interrogations sur les sources d'impulsion en Allemagne sont toujours importantes.





Vidéo de cette semaine

7 Mars 2024

Chine - La revanche sur l'histoire

Cliquer [ici](#) ou
sur l'image pour voir la vidéo



Transcription

La Chine avait loupé la révolution industrielle du 18e siècle. En dépit d'un niveau de développement comparable à celui de la Grande-Bretagne, la région du Bas-Yangzi, celle de Shanghai, celle qui était la plus développée en Chine à l'époque, n'est pas rentrée dans la révolution industrielle.

Pour comprendre ce cette grande divergence, de nombreux travaux ont été produits à l'échelle universitaire et les raisons généralement invoquées sont des raisons de disponibilité énergétique du charbon plus disponible en Angleterre qu'en Chine des raisons culturelles et des raisons coloniales

Mais la Chine a pris sa revanche depuis.

Après les mesures libérales prises par Den Xiaoping à partir de 1978 et qui rendait cette économie plus sensible au signaux de marché quel qu'il soit.

L'économie chinoise a changé de référence Elle s'est développée notamment sur le plan industriel. Aux produits de très bas de gamme des années 90 ont succédé des toute une série de montée en gamme faisant des produits chinois des produits très attractifs.

Ce développement s'est opéré à l'exportation mais il a bénéficié surtout d'un marché intérieur très dynamique.

De la sorte aujourd'hui quand on regarde cette économie manufacturière chinoise on s'aperçoit qu'elle représente à peu près 35 % de la production manufacturière mondiale. C'est considérable. Les États-Unis ne font que 12 % et la zone euro 13 %.

Donc on a une économie qui sur ce plan est devenue extrêmement puissante et dont l'imbrication dans toutes les chaînes de valeur en Asie est tout à fait considérable.

L'Asie et la Chine font d'une certaine manière cause commune.

Le dernier point d'analyse est d'observer que la dépendance chinoise vis-à-vis des États-Unis est aujourd'hui moins importante que celle des États-Unis vis-à-vis de la Chine.

Il y a un changement une inversion de de dynamique qui est tout à fait spectaculaire et qui traduit les capacités d'innovation et les moyens mis en œuvre depuis très longtemps au sein de l'économie chinoise

Deux remarques en conclusion

La première c'est qu'au regard de la puissance chinoise, les États-Unis et l'Europe doivent s'interroger sur la bonne stratégie pour être concurrentiel face à ce développement manufacturier en Chine.

Une question majeure: si la Chine fait 35 % de la production manufacturière, si elle est très innovante, si elle monte en gamme, elle pourrait définir le standard technologique et là les pays développés aux États-Unis ou en Europe seraient dans une position de fragilité par rapport au développement chinois

La deuxième remarque et c'est probablement le point de faiblesse de cette économie chinoise aujourd'hui c'est que toutes les décisions sont centralisées et on l'a vu au moment de l'assemblée annuelle du Parlement chinois. Toutes les décisions tournent autour du président Xi Jinping.

Le Premier ministre est assez transparent. Cela veut dire que la Chine est en train de prendre le chemin inverse de celui qui avait été pris par Den Xiaoping en 1978. On sait que centraliser toutes les informations toutes les décisions et généralement peu efficace

C'est probablement le point de fragilité de cette économie chinoise. Il n'empêche que les pays européens et l'Amérique doivent réagir pour ne pas être trop conditionnés par ce qui se passe en Chine. La situation est en train de basculer et de ce point de vue-là c'est très spectaculaire



Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.