



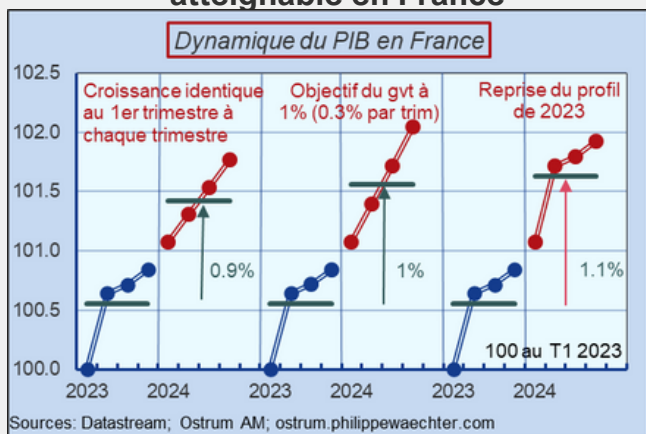
LES CLEFS DE LA SEMAINE

6 mai 2024



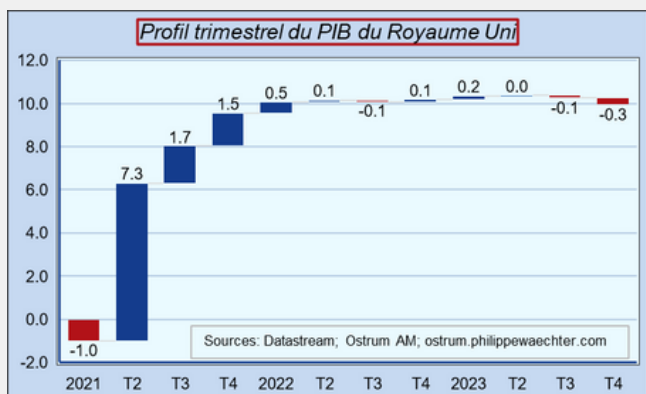
Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:

La croissance de 1% en 2024 est atteignable en France



A suivre cette semaine

PIB anglais : redémarrage enfin ?



• L'enjeu chinois des élections européennes Page 2

Le déficit commercial vis à vis de la Chine est considérable pour l'Union Européenne. La Commission Européenne a déjà pris des mesures mais il faut aller plus loin et de façon coordonné au sein de l'Union après les élections.

• Dynamique vertueuse en zone Euro, Page 3

La croissance reprend en zone Euro au premier trimestre. Tous les grands pays connaissent une phase d'expansion. Dans le même temps, l'inflation ralentit avec le reflux des prix des services.

• Bonne surprise sur le PIB français au premier trimestre, Page 4

La croissance est meilleure qu'attendue au premier trimestre. De la sorte, l'acquis pour 2024 est déjà de 0.5% et la cible de 1% du gouvernement paraît atteignable.

• Le marché du travail US et la Fed Page 5

Les créations d'emplois sont un peu moins vives en avril et le taux de chômage progresse marginalement. Pas suffisamment pour alerter la Fed dès maintenant.

• La Chine a-t-elle encore besoin de nous ? Page 6

La Chine dispose d'un avantage comparatif fort dans le secteur manufacturier. Cela dessine un nouveau rapport de force entre l'Empire du milieu, les Etats-Unis et l'Europe.

• Dans un monde bouleversé, le ciblage d'inflation est-il encore pertinent ? Pages 7, 8

Le ciblage d'inflation a été pertinent pour ancrer les anticipations dans un monde macroéconomique peu volatil. Les équilibres politiques et géopolitiques évoluent vite et l'irruption du changement climatique vont bouleverser le bel ordonnancement qui prévalait. L'environnement sera plus volatil et plus inflationniste. Le ciblage d'inflation doit-il rester l'instrument privilégié des banques centrales ?

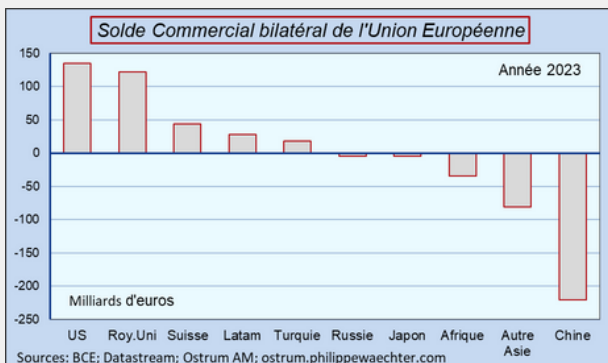


La question de la semaine du 6 mai 2024

L'enjeu chinois des élections européennes

La visite du président Xi en France doit être une opportunité pour discuter et négocier sur le déficit considérable de l'Europe face à la Chine, plus de 200 Mds d'euros en 2023. La Commission Européenne a mis en place des jalons pour infléchir cette trajectoire. Du discours offensif de mars 2023 à la stratégie de de-risking et à l'enquête sur les subventions sur les véhicules électriques, la Commission se positionne. Mais, cela n'est certainement pas suffisant et nécessiterait un fort ajustement monétaire pour réévaluer le yuan. L'enjeu des élections européennes sur ce dossier chinois est la nécessité d'agir de façon commune et en coopération avec la BCE.

Le Parlement qui s'installera à Strasbourg après le 9 juin aura la lourde mission de mettre en œuvre la stratégie de l'Europe vis-à-vis de la Chine. L'échange est aujourd'hui inégal puisque le déficit commercial de l'Europe vis-à-vis de l'Empire du milieu est supérieur à 200 milliards d'euros en 2023, après un dérapage en 2022 après la sortie de la crise sanitaire. La situation de l'Europe est opposée lorsque l'on regarde les US et la Chine. A l'excédent vis à vis de l'un répond un déficit considérable vis à vis de l'autre.



C'est cette question qui va être majeure lors des élections européennes. La Commission Européenne, sous l'impulsion de sa présidente, Ursula von der Leyen, issue du parti le plus représenté au Parlement, le PPE actuellement, a déjà mis en place des mesures pour altérer la situation actuelle. Du discours sur la Chine en mars 2023, à la stratégie de de-risking et à l'enquête sur les subventions sur les véhicules électriques en octobre 2023, les jalons sont posés pour réduire la dépendance vis-à-vis des produits chinois.

Le discours était une déclaration de combat pour définir la situation économique et politique, avec un mode de décision très centralisé, tout en prônant la nécessité d'y faire face à 27.

La stratégie de de-risking consiste à réduire la dépendance vis-à-vis de la Chine. L'objectif n'est pas de s'en dissocier, ce serait déraisonnable en raison de la dépendance de l'Europe, mais de limiter le risque en élargissant les sources d'approvisionnement afin de ne pas être dépendant d'un seul fournisseur.

La situation la plus complexe actuellement porte sur les véhicules électriques. Ils ont envahi les ports belges avec des parkings remplis de véhicules chinois qui peinent à s'écouler. Le marché européen a changé, notamment avec la réduction des subventions à l'achat en Allemagne. Mais, ces automobiles qui se vendent plus cher en Europe que sur le marché local chinois sont largement subventionnées par l'État chinois. La Chine avait pris, il y a plusieurs années, le virage de l'électrique et a désormais une avance importante. Les constructeurs tentent de faire main basse sur le marché européen, où les constructeurs n'ont pas été les plus réactifs face à cette menace. La riposte de von der Leyen est un premier jalon, même si elle ne doit pas dédouaner les constructeurs européens.

Tout cela n'est pas encore suffisant au regard de la puissance chinoise et de la nécessité de revigorer l'offre européenne pour équilibrer davantage les positions. Il n'empêche que c'est une prise de position cohérente même si elle peut paraître un peu tardive.

L'enjeu des élections européennes est de savoir si le consensus qui s'est construit autour du dragon chinois sera maintenu.

Pour l'instant, la campagne électorale autour des Européennes ne porte pas franchement sur ce thème. Ainsi, cette question a-t-elle été abordée lors du premier débat en France, mais sans vraiment rentrer dans le détail d'un dossier que les candidats ne connaissaient pas en profondeur.

Face à la dépendance de l'Europe, il faut prendre des mesures pour limiter les déséquilibres résultant de la délocalisation de la production manufacturière vers l'Empire du milieu. Mais cela ne sera pas suffisant. Le déficit extérieur européen s'est creusé sans que la parité du yuan ne soit vraiment affectée. La parité face à l'euro est la même qu'en 2013.

La Commission et la BCE doivent s'unir pour une réévaluation du yuan qui permettrait de rééquilibrer les échanges. Pour réussir cela, l'ensemble des pays européens doivent être unis. Il est là l'enjeu des élections européennes.



Dynamique vertueuse en zone Euro

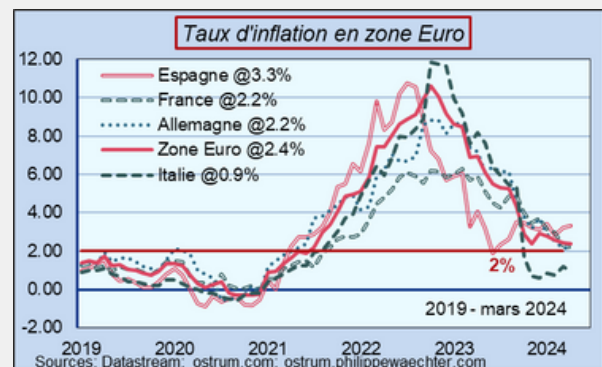
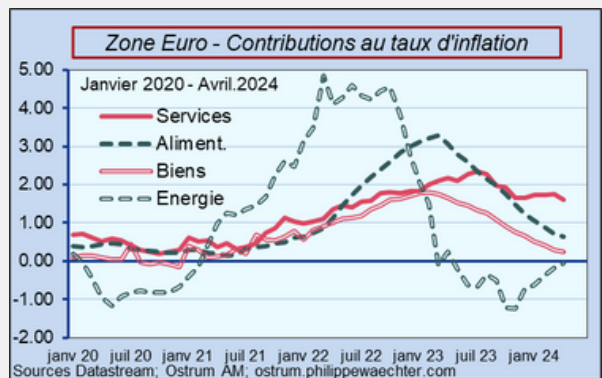
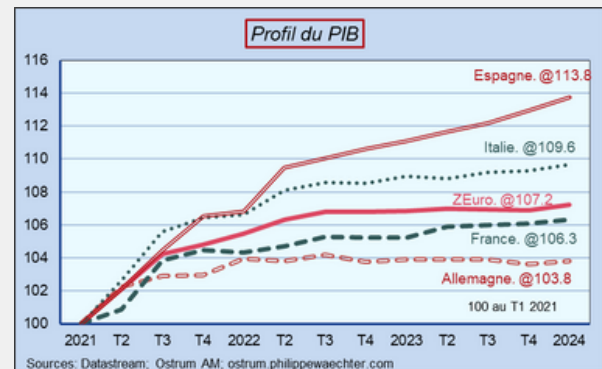
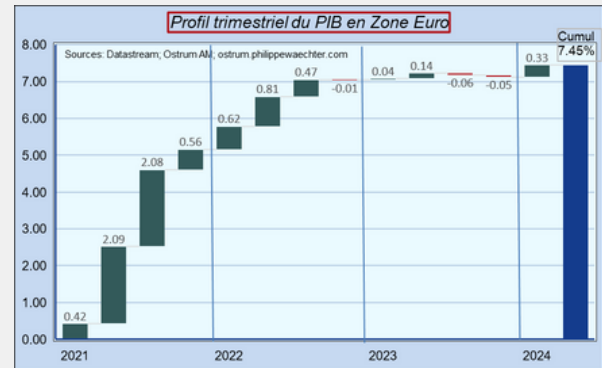
**L'économie de la zone Euro rebondit au premier trimestre et l'inflation sous jacente ralentit nettement avec la moindre contribution du prix des services.
La BCE doit valider le ralentissement de l'inflation et accentuer le rebond de l'activité.**

En zone Euro, l'activité a progressé de 0.3% au cours des trois premiers mois de l'année. Ce rebond vient après deux trimestres de contraction limitée. L'acquis pour 2024 à la fin du premier trimestre est de 0.3%. Si la croissance était chaque trimestre de 0.3% comme au premier trimestre, la croissance moyenne en zone Euro serait de 0.8% pour 2024

En Espagne, PIB en hausse de 0.7%, acquis de 1.6% pour 2024. En Allemagne, PIB en hausse de 0.2%, acquis à 0%. En Italie, PIB en hausse de 0.3% acquis de 0.5%. En France, PIB en hausse de 0.2% acquis de 0.5%

L'inflation continue de ralentir en zone Euro. Le taux est de 2.4% en avril comme en mars mais toutes les contributions diminuent sauf l'énergie. Les tensions internes se réduisent et c'est ce point qui est important. L'inflation sous jacente est à 2.7% son plus bas niveau depuis février 2022.

L'inflation ralentit en France à 2.2%, soit le même chiffre qu'en Allemagne. Les tensions restent un peu plus forte en Espagne avec un taux d'inflation à 3.3%. En Italie, la hausse des prix revient à 0.9%. La BCE n'a plus de raison de reporter sa baisse de taux d'intérêt. L'inflation ralentit et il faut confirmer le rebond de l'activité





Bonne surprise sur le PIB français au premier trimestre

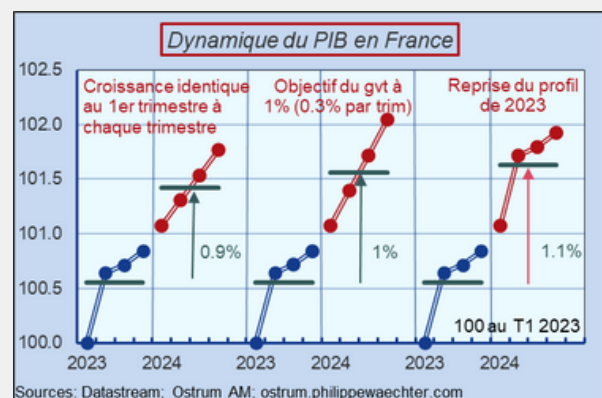
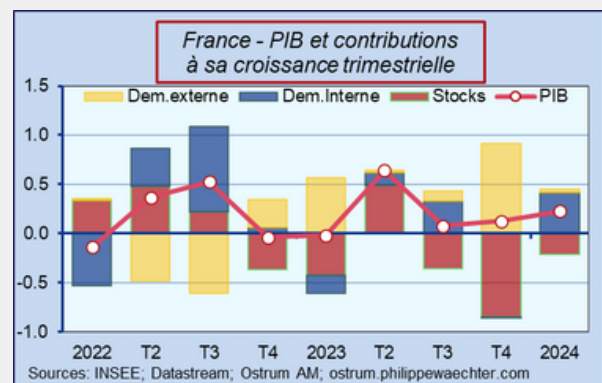
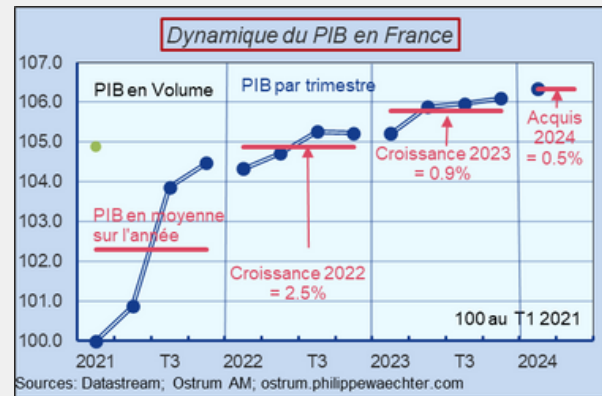
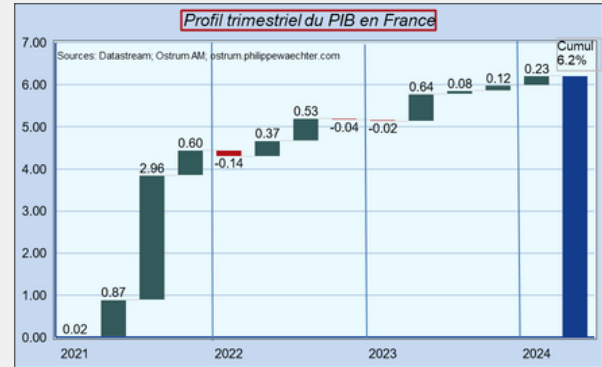
La hausse du PIB du premier trimestre est une bonne surprise. Associée à un acquis plus fort pour 2024 à la fin 2023, la prévision de 1% du gouvernement paraît atteignable. La demande interne a nourri la hausse du PIB

Le PIB français a augmenté de 0.2% au premier trimestre de 2024. L'acquis pour 2024 à la fin du premier trimestre est de 0.5%. Le profil de 2023 a été légèrement modifié à la hausse sur le deuxième semestre. Cela a accru l'acquis fin 2023 pour 2024.

Depuis la sortie de la pandémie, le PIB a augmenté de 6.2% (colonne cumul). La plus forte progression a eu lieu lors de la sortie du confinement avec un fort rattrapage. Depuis, la dynamique de l'activité est modeste. Par rapport à l'ensemble de l'année 2019, le PIB est en hausse de 2.1% au T1 2024

La hausse du PIB au premier trimestre résulte de la progression de la demande interne avec une consommation plus robuste et une reprise de l'investissement des entreprises alors que l'investissement logement continue de se contracter. Perspectives modérées des entreprises qui continuent de destocker.

Si, sur les 3 derniers trimestres de 2024, le PIB continue de progresser au même rythme qu'au premier trimestre, la croissance moyenne sera de 0.9%. Pour atteindre l'objectif de 1% du gouvernement, il faudrait 0.3% sur chacun des trois derniers trimestres. En reprenant le profil 2023, le PIB progresserait de 1.1% en moyenne.





Le marché du travail US et la Fed

Les Etats-Unis ont créé 175 000 emplois au mois d'avril. Depuis le début de l'année, 245 500 emplois ont été créés chaque mois en moyenne. Cela se traduit toujours par un taux de chômage bas à 3.9% en avril.

L'indice Sahm de risque de récession US reste très faible. Cet indicateur reste éloigné du seuil de 0.5 qui caractérise l'imminence d'une récession.

L'évolution des taux de salaire continue de ralentir. Ils progressent autour de 4% contre 4.6% il y a un an.

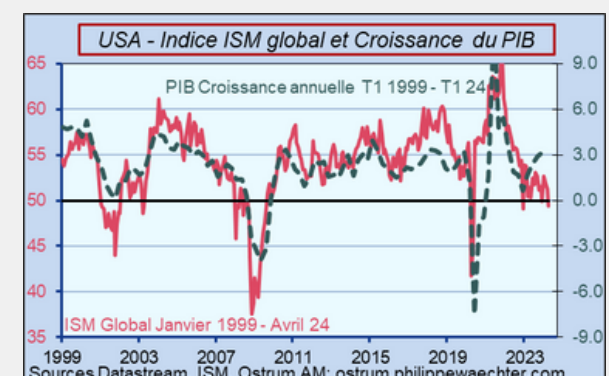
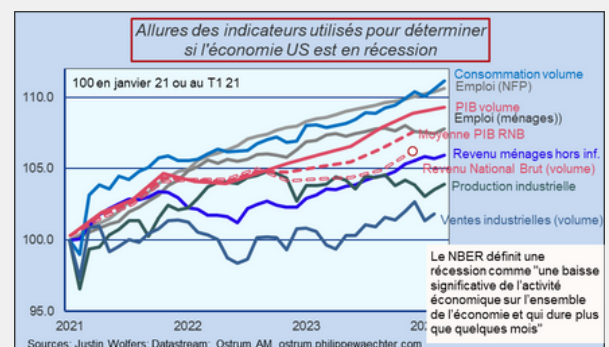
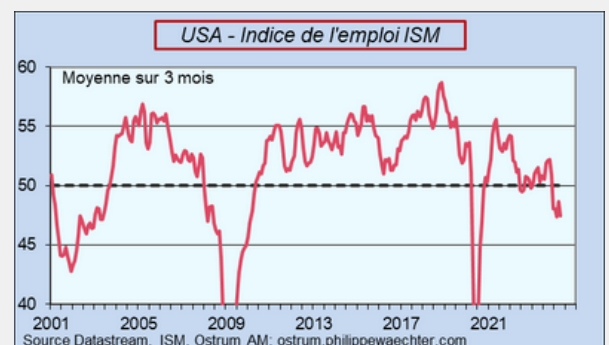
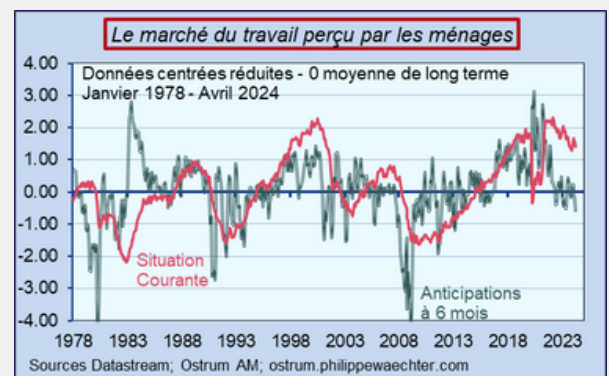
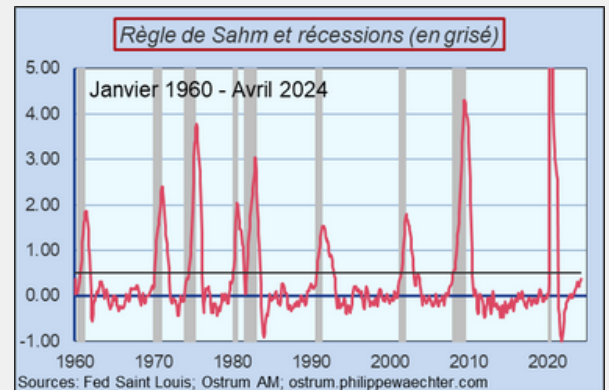
Le point d'attention porte toujours sur les indicateurs d'enquêtes.

Les ménages sont neutres sur l'évolution de l'emploi à 6 mois et attendent un ralentissement du marché à court terme.

Dans l'enquête ISM, l'indice de l'emploi global a toujours une allure négative, sous le seuil de 50.

Cet indicateur généralement bien corrélé avec l'évolution de l'emploi privé, diverge de celui ci depuis quelques temps. Il n'y a pas qu'en Europe que l'emploi a une dynamique un peu mystérieuse.

La Fed s'est réunie, n'a pas changé son taux de référence mais a réduit la vitesse de contraction de son bilan. Elle devient moins restrictive. Les indicateurs de récession ne montrent pas de signaux négatifs. En revanche, l'ISM global passe sous 50: à surveiller

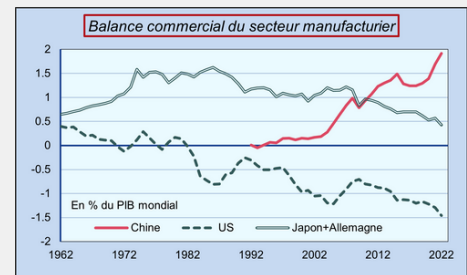
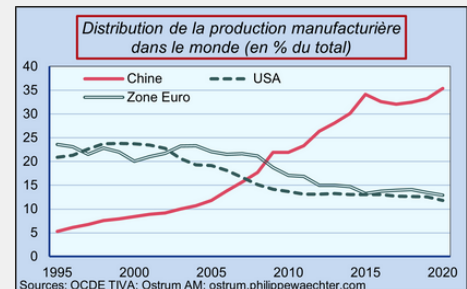




Vidéo de cette semaine 3 Mai 2024

La Chine a-t-elle encore besoin de nous ?

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



Transcription

La Chine a-t-elle encore besoin de nous ?

C'est la question qu'on peut se poser au regard de la domination de l'empire du milieu sur le secteur manufacturier.

L'économie manufacturière chinoise domine le monde.

Deux indicateurs.

Le premier qui est celui de la part de la Chine dans la production manufacturière mondiale, de l'ordre de 35% en 2020. Les États-Unis et la zone euro sont à moins de 15%.

Le deuxième indicateur est celui de la balance commerciale du secteur manufacturier, estimé en pourcentage du PIB mondial.

On voit qu'il y a une domination chinoise très importante et que cette domination est supérieure à ce qu'on voyait avec le Japon plus l'Allemagne dans les années 70/80.

Cela pose plusieurs questions.

La première question est celle du lien qui peut exister entre le pouvoir chinois et les entreprises.

Et là, on parle de surcapacité, de capacité que permet l'autorité chinoise aux entreprises chinoises pour dominer le monde.

Le deuxième point est que si effectivement il y a cette domination, les Chinois peuvent avoir la capacité de définir le standard technologique, celui qui s'imposera à tous. Et ça, pour les Européens ou pour les Américains, c'est une vraie problématique.

Le troisième point est que pour les pays occidentaux, il n'y a pas beaucoup de place.

Quelle est la place laissée par la Chine pour réindustrialiser, pour relocaliser de l'activité ?

Là, il y a une vraie question qui est posée, à la fois concurrentielle, mais aussi existentielle.

On a vu récemment aux États-Unis des taxes sur l'acier et sur l'aluminium chinois.

On discute en Europe de taxes sur les véhicules électriques. On parle de taux de taxation entre 30 et 50 % selon les sources.

Cela veut dire qu'on rentre dans une logique d'affrontement entre la Chine et le reste du monde.

En d'autres termes, le monde risque de devenir un peu plus protectionniste au cours des prochaines années, chacun voulant être maître de son industrie, de son secteur manufacturier.

Xi l'a évoqué en Chine, en Europe et aux États-Unis, on ne parle que de ça.

Et donc, il va falloir réfléchir à ce rapport de force entre les États-Unis, l'Europe et la Chine.

Ça va être une des clés de la conjoncture des dix prochaines années.



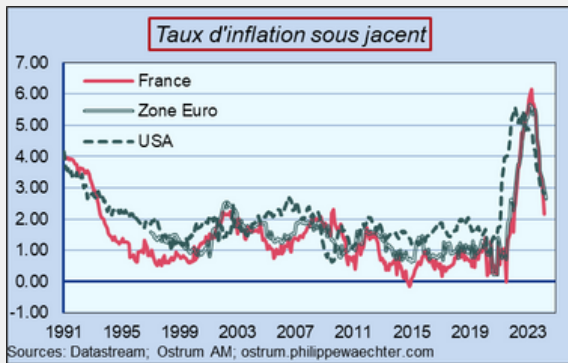
Turbulences Macroéconomiques #13

Dans un monde bouleversé, le ciblage d'inflation est-il encore pertinent ?*

Le ciblage d'inflation par les banques centrales a facilité la gestion de l'inflation dans un monde qui n'en avait pas. Il a permis aussi d'ancrer les anticipations d'inflation des acteurs de l'économie lors de l'épisode inflationniste. Les ménages et les entreprises n'ont jamais eu d'attentes "explosives" sur l'évolution des prix. Cela aurait eu, très probablement, un caractère déstabilisant.

Mais le monde de la grande modération qui a prévalu jusqu'à la pandémie n'est probablement plus celui qui se dessine. Les tensions géopolitiques, les rivalités politiques et la nécessaire mise en place de la transition énergétique vont bouleverser l'ordre qui prévalait. Il faudra être agile et réactif. La politique monétaire changera de statut car la politique des gouvernements et les investissements nécessaires à la transition vont orienter la macroéconomie. Ces bifurcations seront inflationnistes, mais à quel niveau ? La cible de 2% semble appartenir au monde qui s'en va.

Que le monde était sympathique lorsque l'inflation était inexistante ! Les banques centrales pouvaient se concentrer sur une hausse des prix qui n'existait pas. En France, le taux d'inflation moyen était de 1.5% de 1985 à 2019.



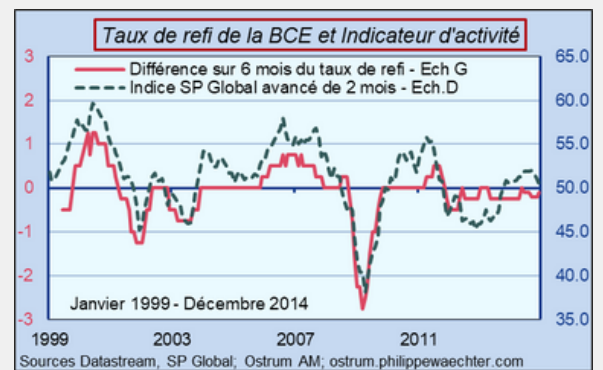
Par essence, le modèle de la mondialisation n'était pas inflationniste. Les pays développés voulaient produire à moindres coûts et profiter des marchés qui se développaient. Alors que dans le même temps, les pays émergents y trouvaient l'opportunité d'un essor durable.

Cette période dite de la « grande modération » était ainsi marquée par une faible volatilité du cycle économique et un taux d'inflation réduit.

Trois éléments caractérisent cette période :

- 1- La production manufacturière se déplace vers les pays émergents et la Chine en particulier.
- 2 – Les coûts de production réduits permettaient aux pays développés d'importer de la désinflation.
- 3 – La globalisation a été associée à un élargissement du marché du travail. Le pouvoir de négociation était alors réellement du côté des entreprises qui pouvaient menacer de produire ailleurs.

Dans ce modèle, par essence, peu inflationniste, les banques centrales ont déterminé leur stratégie sur les tensions au sein de l'appareil productif. Le graphe illustre parfaitement ce point. L'action de la politique monétaire est conditionnée par l'allure du cycle susceptible d'engendrer des tensions.



Le rôle de la cible d'inflation à 2%, élément majeur de la communication des banques centrales, était d'ancrer les anticipations des acteurs de l'économie.

Ce modèle de la « grande modération » vole désormais en éclat. Le modèle coordonné au sein duquel la Chine était récipiendaire des transferts de technologies n'est plus celui qui sous-tend l'analyse.

Les Chinois, sous l'impulsion de Xi Jinping, souhaitent développer leur propre stratégie et devenir moins dépendants des occidentaux. En sanctionnant la Chine, Donald Trump et Joe Biden ont bien perçu cette nouvelle donne qui concurrençait les États-Unis.

* Une version de cet article est parue dans la Lettre du Trésorier (AFTE) de mai 2024



Turbulences Macroéconomiques #13

Dans un monde bouleversé, le ciblage d'inflation est-il encore pertinent ?

La dynamique de la mondialisation a profondément changé. Le monde s'est polarisé. Chacun cherche à être plus autonome dans son processus de production. La relocalisation et la réindustrialisation des pays occidentaux vont introduire des sources de tensions dans le secteur manufacturier largement dominé par la Chine.

Il faut désormais réfléchir autrement à l'évolution du monde. Il sera moins bien ordonné. Les tensions entre régions et les tensions sociales internes seront potentiellement inflationnistes, obligeant à réfléchir différemment au modèle économique.

L'autre dimension majeure est celle de la transition énergétique. La nécessité de réduire l'utilisation des énergies fossiles se traduira par un bouleversement de la structure productive : des secteurs vont apparaître et d'autres disparaître.

Il faudra aussi une hausse considérable de l'investissement pour basculer sur des énergies non carbonées. La politique des gouvernements sera en première ligne.

Ces bouleversements vont se traduire par des conflits dans la distribution et la captation de la valeur. Le risque d'une inflation plus forte plus longtemps est important.

Dès lors, si les banques centrales veulent rester crédibles, elles ne peuvent plus maintenir une cible d'inflation à 2 %. La probabilité d'une hausse des prix plus importante dans la durée est élevée. Les bouleversements de l'économie et la position dominante de la politique budgétaire qui conditionneront, de fait, les stratégies des banques centrales. C'est une inversion du modèle de la mondialisation.

La question de la définition et du mode de fonctionnement de la politique monétaire est posée. La cible d'inflation sera-t-elle nécessaire ? Oui pour ancrer les anticipations, mais dans un monde bouleversé, une cible fixe, même plus élevée que le 2 % actuel, sera-ce un changement crédible ? Par ailleurs, la polarisation du monde pourrait se traduire par des ciblage différents d'une région à l'autre.

D'un seul coup, le monde apparaît différent, mais il ressemble probablement à celui de demain.



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.