



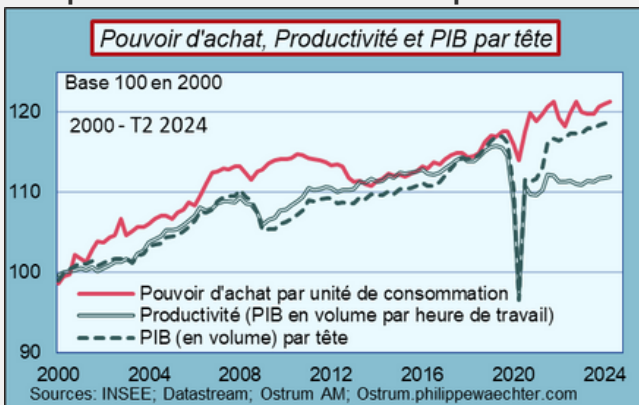
## LES CLEFS DE LA SEMAINE

2 Septembre 2024

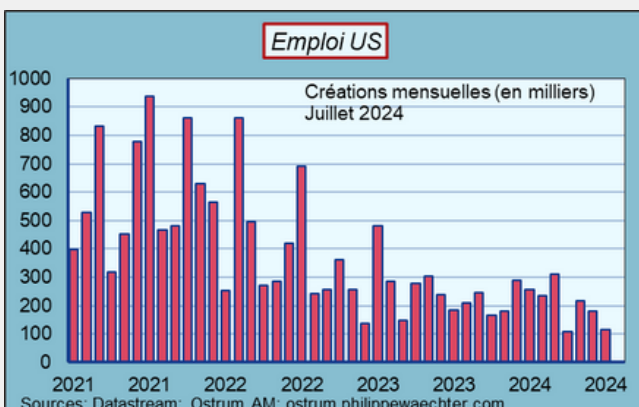


### Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:

Le pouvoir d'achat augmente en France mais la  
productivité chute. Ceci n'est pas tenable



### A suivre cette semaine L'emploi US du mois d'août



### • L'Allemagne est elle en récession longue ? Pages 2

Le recul du PIB allemand au deuxième trimestre et la faiblesse des enquêtes menées auprès des entreprises ont fait ressurgir le risque d'une récession de l'autre côté du Rhin. En 2023 cette question avait déjà été posée et la récession validée avec une contraction de -0.1% sur l'ensemble de l'année.

### • L'inflation continue de ralentir en Europe, Page 3

L'inflation ralentit en zone Euro. En France, en Allemagne le taux d'inflation repasse sous les 2% et n'est qu'à 2.2% en Espagne. La BCE semble hésitante à abaisser sa garde car le prix des services restent trop élevé (4% sur un an). Mais à reporter la baisse de taux, la BCE pourrait accentuer le ralentissement de l'activité au risque de voir effectivement l'inflation ralentir mais au prix d'une croissance trop lente voire d'une récession.

### • Divers indicateurs US, Allemagne, France Page 4

L'indicateur de confiance des ménages US du conference board - Inquiétudes sur le marché du travail.  
Indice IFO en Allemagne - L'économie tarde à retrouver une allure robuste.  
Inscrits à Pôle Emploi: la fabrique de petits boulots

### • L'économie française à la fin de l'été, Page 5, 6 et 7

De nombreuses statistiques ont été publiées le 30 août en France.  
Petit récapitulatif.

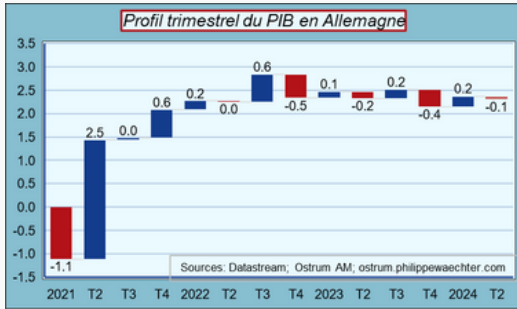
Le PIB du 2ème trimestre 2024  
Les marges des entreprises  
Le pouvoir d'achat des ménages  
L'emploi salarié au 2ème trimestre 2024  
Le taux d'inflation est à 1.9% en août



## La question de la semaine 2 septembre 2024 L'Allemagne est elle en récession longue ?

Le recul du PIB allemand au deuxième trimestre et la faiblesse des enquêtes menées auprès des entreprises ont fait ressurgir le risque d'une récession de l'autre côté du Rhin.

En 2023 cette question avait déjà été posée et la récession validée avec une contraction de -0.1% sur l'ensemble de l'année.



Trois points à retenir sur l'allure du PIB allemand.

1- Depuis le début de l'année 2022, le profil trimestriel est très chaotique. La dynamique est loin d'être mue par une tendance robuste.

2 - D'ailleurs, le PIB du 2ème trimestre 2024 est au même niveau que celui du premier trimestre 2022. L'activité allemande est étale depuis 2 ans et demi.

3- On peut aussi se repérer par rapport à la période pré-pandémie. Le choc de la crise sanitaire a été brutal mais les politiques associées pas forcément homogènes entre les pays. Les pays occidentaux ne sont pas tous sortis de la même façon de cette période particulière.

Le tableau montre cette singularité allemande en comparant, pour reprendre le point 2, le niveau du PIB du T2 2024 à celui du T1 2022 puis en comparant le PIB de 2024 (en faisant l'hypothèse que le PIB du T3 et le T4, qui sont inconnus, sont au niveau du T2 qui lui vient d'être publié) au PIB moyen de 2019. La données la plus ancienne est à 100.

	PIB T2 2024 / T1 2022	PIB 2024 / PIB 2019	PIB 2019/ PIB 2013
Allemagne	100.0	100.3	111.4
Zone Euro	102.1	104.1	111.8
France	102.7	103.4	109.0
US	105.5	110.6	116.2
Chine	110.6	125.1	148.6

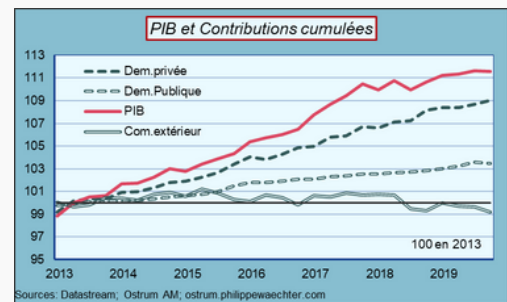
Depuis 2019, l'Allemagne est en stagnation et est un frein à l'amélioration de la situation européenne. Ce n'était pas le cas sur la période précédent la crise sanitaire (3ème colonne)

### Qu'est ce qui a changé ?

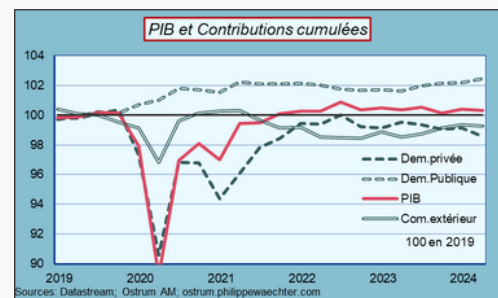
Comparer la période d'avant la pandémie (2013-2019) alors celle incluant la pandémie aide à comprendre la piètre performance de l'Allemagne depuis 2022.

J'ai calculé sur chaque période la contribution à la croissance du PIB de la demande privée, de la demande publique et celle du commerce extérieur net.

Le premier graphique est sur une base en 2013 et le second sur une base en 2019.



Toutes les composantes ont une contribution positive à l'exception du commerce extérieur. Cela traduit une réduction du surplus extérieur traduisant une demande intérieure robuste. Une dynamique classique facilitée par une très bonne performance à l'exportation.



Sur la période récente, rien ne va. Le commerce extérieur se dégrade faute d'un marché chinois manquant de vigueur et la demande interne marquée par la hausse du prix de l'énergie est incapable d'orienter l'activité. La hausse des dépenses publique n'a pas été suffisante.

L'Allemagne doit reconstruire son modèle, être moins dépendante du dynamisme de ses exportations et nourrir sa demande interne. Une grande difficulté est le vieillissement de la population qui ne permet pas de produire davantage sans hausse du taux d'emploi ou une forte progression des flux migratoires. Après les résultats des élections du week-end dernier, ces flux seront combattus de l'intérieur et, dans la durée, l'Allemagne perdra de sa superbe



## L'inflation continue de ralentir en Europe

**L'inflation ralentit en zone Euro. En France, en Allemagne le taux d'inflation repasse sous les 2% et n'est qu'à 2.2% en Espagne. La BCE semble hésitante à abaisser sa garde car le prix des services restent trop élevé (4% sur un an). Mais à reporter la baisse de taux, la BCE pourrait accentuer le ralentissement de l'activité au risque de voir effectivement l'inflation ralentir mais au prix d'une croissance trop lente voire d'une récession.**

Le taux d'inflation en zone Euro a encore reculé s'inscrivant à 2.2%. C'est le chiffre le plus bas depuis juin 2021. C'était alors le démarrage de l'épisode inflationniste. Le taux d'inflation sous jacent reste un peu plus élevé à 2.8% en raison du prix des services qui ne se réduit pas autant que les autres composantes de l'indice.

L'analyse des contributions marque bien la divergence entre le fort ralentissement de trois composantes (Biens, alimentaires et énergie) dont la somme des contributions est d'un peu plus de 0.3% et celle des services qui est un peu supérieure à 1.8%.

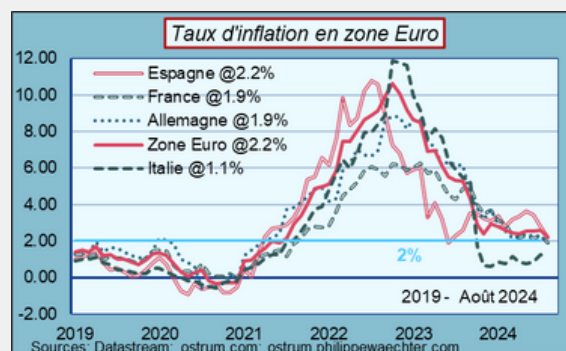
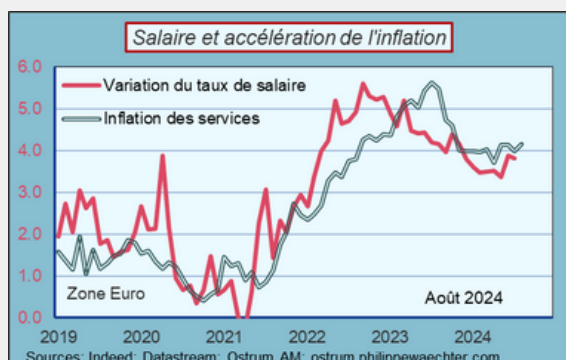
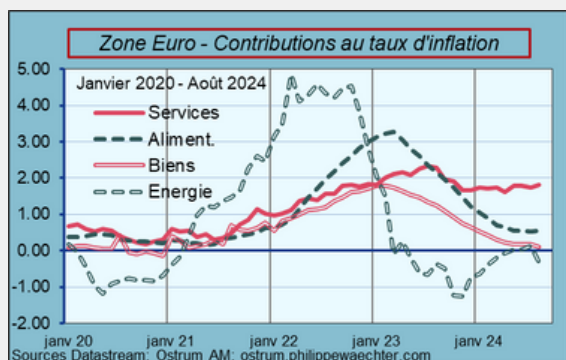
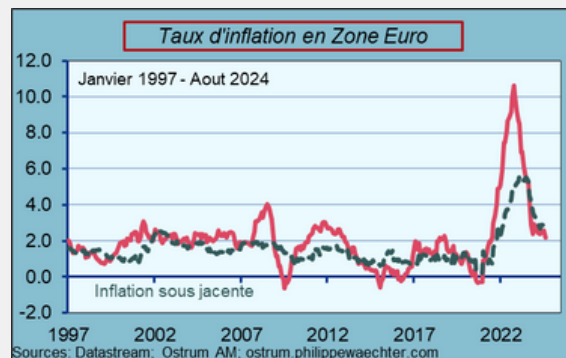
On notera que la contribution du prix des biens est revenu au voisinage de ces évolutions d'avant la pandémie. Il y a une forme de normalisation.

La question reste celle du prix des services. Sa contribution qui reste élevée est le caillou dans la chaussure de la BCE. Ce taux proche de 4% ne recule plus empêchant le taux d'inflation de converger rapidement vers la cible de 2%.

On peut probablement y voir l'impact de la hausse des salaires qui reste soutenue encore en juillet dernier.

On peut y voir une incitation pour la banque centrale de ne pas baisser ses taux d'intérêt. Pourtant le taux d'inflation plonge partout en Europe.

Peut être faut il saisir cette opportunité pour relancer l'activité moribonde de la zone Euro. C'est peut être ce qui permettrait d'améliorer la rentabilité dans les services et de faciliter alors un ajustement des prix.







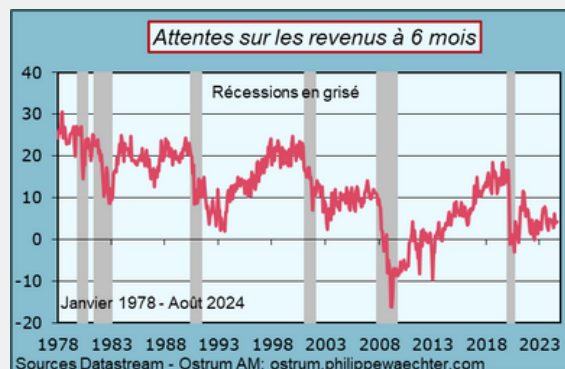
## Indicateurs divers: US, Allemagne, France



L'enquête du Conference Board auprès du consommateur américain est cohérente avec les propos de Jay Powell en fin de semaine dernière à Jackson Hole. Les données macroéconomiques ne se dégradent pas franchement, l'indice de confiance est en hausse en août et les indicateurs sur l'activité sont stables. C'est ce que je montre sur le deuxième graphique lorsque l'on demande aux ménages leurs attentes sur leurs revenus

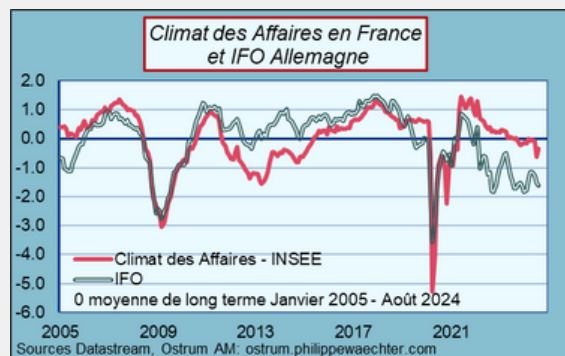


à 6 mois. En revanche, le marché du travail a changé d'allure. C'est ce que montre le premier graphe. Il devient plus difficile de trouver un emploi. D'ailleurs le taux de démission a franchement chuté. La période de grande démission est passée et les ménages sont plus prudents. C'est ce changement de comportement sur le marché du travail qui guide la Fed et incite à la baisse de taux.



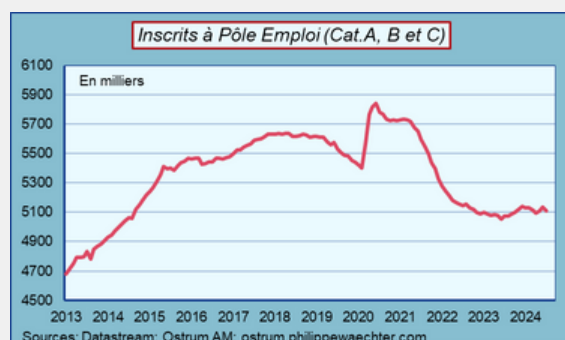
En Allemagne, pas de rebond du côté des chefs d'entreprise au travers de l'enquête IFO.

L'indice s'écarte durablement de sa moyenne de long terme. Sentiment qu'il n'y a plus le momentum nécessaire pour inverser fortement et durablement la tendance. La fermeture d'usines Volkswagen en témoigne.



En France, les inscrits à Pole emploi se stabilisent à un bas niveau. Les inscrits en catégorie A (ne travaillent pas du tout et son en recherche active) sont à un niveau bas.

En revanche, les inscrits en catégorie B et C sont proches de leurs plus haut. Cela traduit un marché du travail qui se fait sur es petits boulots. C'est une forme de paupérisation dans la durée.





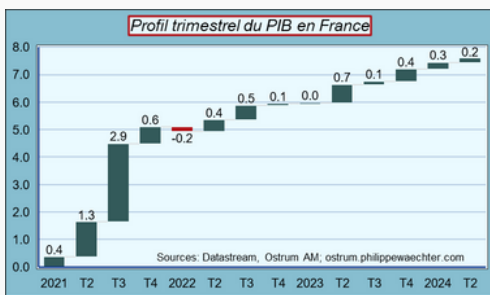
## Turbulences Macroéconomiques #21

# L'économie française à la fin de l'été

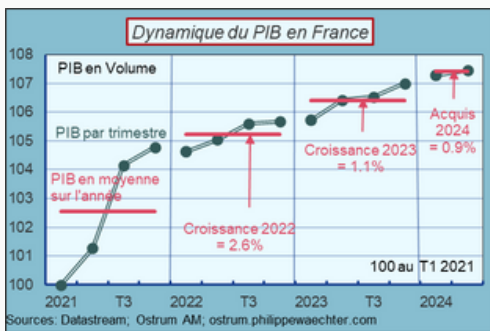
De nombreuses statistiques ont été publiées le 30 août en France. Petit récapitulatif.

### Le PIB du 2ème trimestre 2024

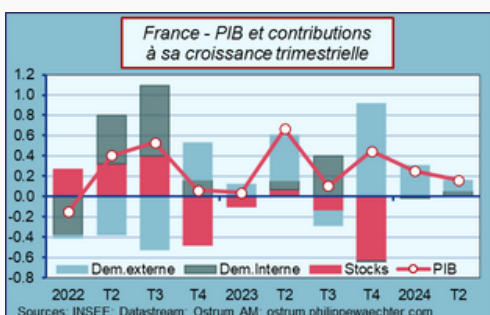
L'activité économique a progressé de 0.2% au cours des trois mois du printemps. L'acquis pour 2024 est de 0.9% à la fin du deuxième trimestre. (l'acquis est la croissance moyenne pour 2024 si le niveau du PIB reste égal à celui du T2 pour le T3 et le T4. C'est une approximation de ce que pourrait être le taux de croissance de l'année)



Dans le deuxième graphe on observe différemment la dynamique de l'activité sur un an avec les chiffres de croissance annuelle et l'acquis pour 2024.

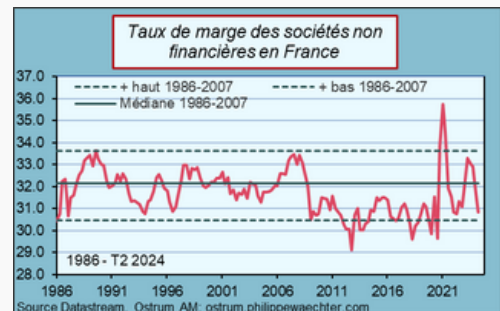


La décomposition de la croissance trimestrielle du PIB permet de visualiser les contributions et de noter l'importance récente du commerce extérieur pour appréhender les sources de l'activité. On notera que la demande interne (consommation et investissement) ne contribue pas depuis trois trimestres. Cela se traduit par une progression limitée des importations et donc une contribution positive du commerce extérieur.



Cette deuxième publication du PIB pour le deuxième trimestre permet de disposer de plus de détails sur la situation des entreprises et des ménages. Du côté des entreprises, la question du taux de marge est important. Du côté des ménages c'est l'allure du pouvoir d'achat qui est majeure.

### Les marges des entreprises

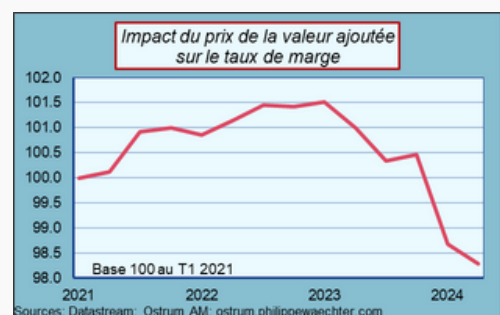


Le taux de marge des Sociétés Non Financières a reculé très nettement au deuxième trimestre se rapprochant de la limite basse que j'ai noté comme étant le minimum sur la période 1986-2007. L'important est de connaître la source de ce fort ralentissement.

Le facteur qui a le plus modifié l'allure du taux de marge depuis la reprise de 2021 et qui est encore important au deuxième trimestre est l'évolution du prix de la valeur ajoutée par rapport au prix à la consommation. C'est ce que j'ai représenté dans le graphe.

Pendant la phase de progression de l'inflation, le prix de la valeur ajoutée a augmenté plus vite que celui de la consommation. C'est ce qui a pu alimenter la vue selon laquelle les entreprises avaient accentué l'épisode inflationniste et en avaient profité.

On voit sur le graphe que cela n'est plus le cas. La faible dynamique de l'activité incite les entreprises à être plus modérées dans la fixation de leurs prix. Pour l'allure à venir des prix à la consommation c'est une bonne nouvelle que le consommateur appréciera puisque l'inflation plus réduite se traduira par une consommation un peu plus forte.





## Turbulences Macroéconomiques #21

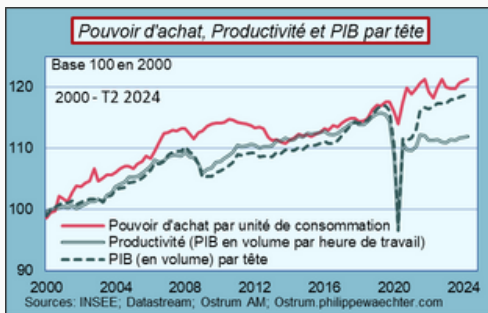
# L'économie française à la fin de l'été

### Le pouvoir d'achat des ménages

Le pouvoir d'achat a augmenté au deuxième trimestre 2024 et sa tendance est haussière depuis la reprise après la pandémie. C'est la courbe rouge sur le graphe. On constate que même pendant la crise sanitaire le pouvoir d'achat n'a pas été trop bousculé en moyenne.

Au regard du graphe, le souci est la divergence durable entre l'évolution du pouvoir d'achat et la productivité. La baisse de la productivité reste en grande partie une énigme mais la divergence avec le pouvoir d'achat devra se résoudre.

En 2012 la hausse de la fiscalité avait facilité la convergence, ici la marche est trop haute et le risque est que l'ajustement se fasse sur l'emploi.

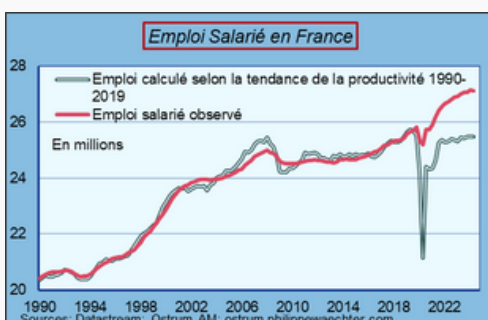


### L'emploi salarié au 2ème trimestre 2024

L'emploi salarié s'est stabilisé au deuxième trimestre. On voit qu'il reste à un très haut niveau et qu'il est bien au-delà de ce que pouvait prédire la productivité constatée (et projetée depuis) avant la pandémie. L'écart est d'un peu moins de 2 millions. C'est énorme.

En dépit de la faible rentabilité de l'économie, mesurée ici par la productivité, les entreprises continuent d'embaucher alors que le niveau de l'emploi est déjà très élevé.

Si la BCE ne baisse pas ses taux de référence de façon agressive lors de sa réunion de septembre, le risque est de voir un ajustement brutal sur le marché du travail. L'absence d'impulsion monétaire serait pénalisante pour l'activité et cela pourrait alors se traduire par un ajustement fort de l'emploi.



Le recul de l'emploi agricole est important mais ce qui retient l'attention c'est la sixième chute consécutive de l'intérim.

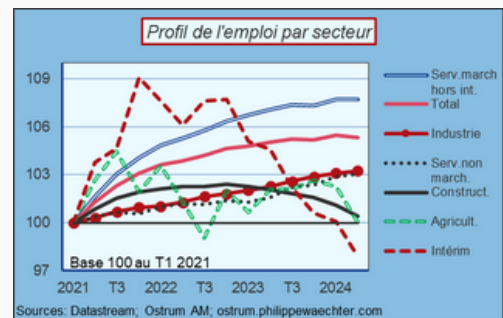
Cet indicateur s'était comporté de façon procyclique lors de la reprise.

Généralement, l'emploi intérimaire augmente lorsque les entreprises ne sont pas certaines de l'allure haussière de la demande. Elles embauchent mais le font à pas comptés tant qu'elles n'ont pas davantage de certitude sur la demande. C'est normal et rationnel.

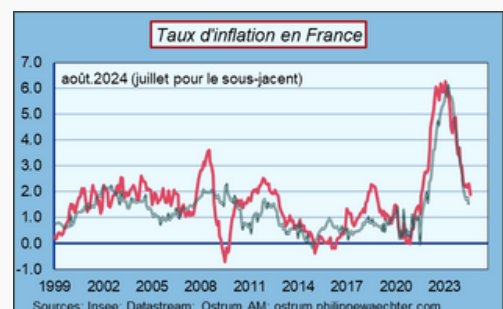
Cependant depuis le début de l'année 2023, l'emploi reste fort alors que l'activité progresse lentement et n'est pas complètement exempte d'incertitude. La particularité de voir l'emploi intérimaire baisser.

Ce peut être une histoire de rétention de l'emploi. Je conserve l'emploi existant car la reprise pourrait se manifester mais surtout parce que en cas de reprise je ne veux pas payer des coûts de recherche pour réembaucher. En conséquence j'ai un emploi élevé au détriment de l'intérim.

Ce n'est pas encore un signe avant-coureur de l'ajustement de l'emploi sauf si l'activité restait très/trop faible dans la durée. Sur ce point la BCE a un rôle majeur à jouer en créant une impulsion qui serait bénéfique à l'ensemble de la zone Euro.



### Le taux d'inflation est à 1.9% en août



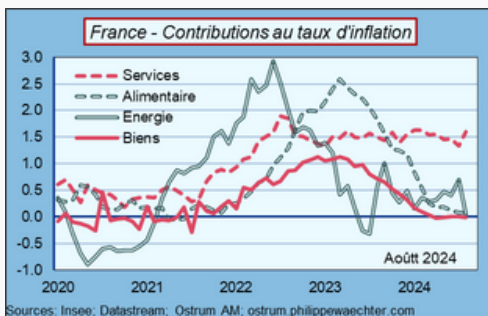


## Turbulences Macroéconomiques #21

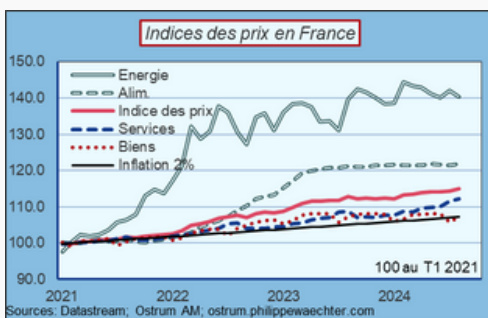
# L'économie française à la fin de l'été

Le taux d'inflation est repassé sous le seuil de 2% en août. On ne dispose pas encore du chiffre de l'inflation sous-jacent qui était à 1.55% en juillet.

L'analyse des contribution montre que le fort ralentissement du prix de l'énergie est la principale explication de changement de régime. Néanmoins, les contributions des prix des biens et des prix alimentaires sont voisines de 0%. Je n'ai pas représenté le tabac qui contribue à hauteur de 0.15% au taux d'inflation en août.



Le ralentissement du taux d'inflation, s'il est bienvenue, ne doit pas faire oublier que les prix sont beaucoup plus élevés qu'avant l'épisode inflationniste dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentaire. Ces deux postes pèsent lourdement dans les décisions de consommation des ménages.







## 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](http://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.