



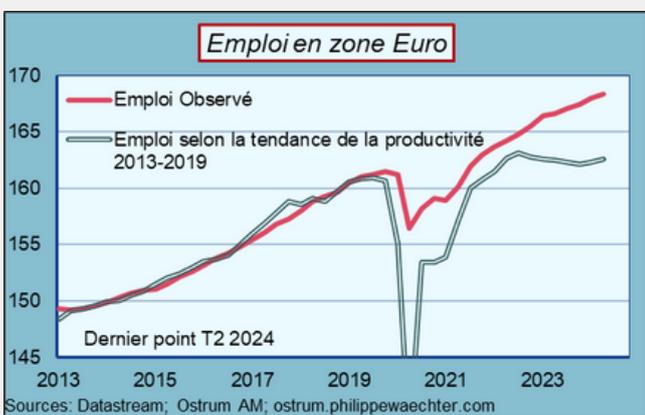
LES CLEFS DE LA SEMAINE

9 Septembre 2024

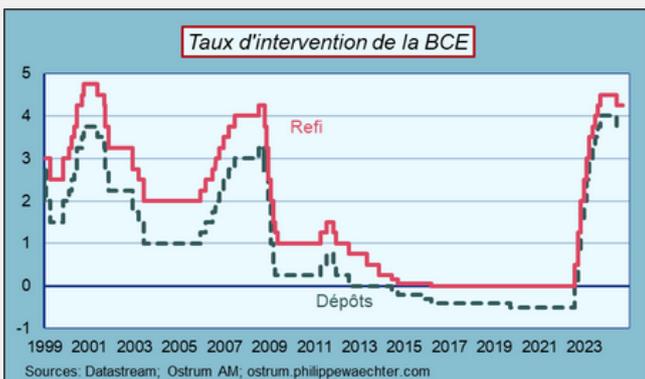


Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:

L'emploi progresse beaucoup plus vite que
l'activité en zone Euro



A suivre cette semaine Réunion de la BCE: baisse espérée



• Que lire si l'on veut s'intéresser à l'économie ? Pages 2

Le monde est en rupture et il faudra s'adapter. La connaissance est le meilleur moyen d'appréhender un environnement incertain. Deux petits livres pourraient permettre de disposer de l'agilité nécessaire. Ils m'ont plu, leur lecture est enrichissante et permettent de mieux comprendre les interrogations et les défis d'un monde complexe.

• Le cycle mondial s'essouffle dans le secteur manufacturier, Page 3

Les enquêtes menées auprès des entreprises du monde entier suggèrent le maintien d'une activité robuste. L'indicateur mondial s'est inscrit à 52.8. Le secteur manufacturier est un frein à la croissance globale. Son indice de référence est passé sous le seuil de 50. En revanche, le secteur des services apparaît toujours robuste et ne montrant pas de signaux d'inversion.

• L'inflation pas complètement finie. Situation fragile en zone Euro Page 4

Au regard des prix payés par les entreprises, on peut probablement en conclure que la dynamique de réduction de l'inflation est passée. En zone Euro, l'indice synthétique retombe sur le seuil de 50 en dépit des effets des JO. Les perspectives de progression de l'activité au dernier semestre de 2024 sont forcément limitées.

• Confiance du consommateur, emploi en zone Euro, en Allemagne, Page 5

L'inflation plus faible rassure les ménages. Les embauches ont continué jusqu'au deuxième trimestre. L'année 2024 se construit dans le prolongement de 2023. En Allemagne, l'enquête IFO maintient un biais baissier sur l'emploi

• Consommation et Emploi aux Etats-Unis, Page 6

Pour Powell, ce changement d'équilibre sur le marché du travail implique que le risque de reprise de l'inflation conditionné par d'éventuelles tensions sur le marché du travail est nul. C'est pour cela que la Fed n'hésitera pas à baisser franchement ses taux.



La question de la semaine 9 septembre 2024

Que lire si l'on veut s'intéresser à l'économie ?

Lorsqu'il veut s'ouvrir à l'économie, le lecteur est généralement perplexe. Les étagères des libraires sont remplies de livres plus ou moins gros mais pour lesquels la principale information disponible est la quatrième de couverture. C'est peu et se créer une bibliothèque au hasard est coûteux. Il faut donc limiter sa capacité à se tromper. Pour acheter un livre, il faut avoir la certitude que l'on pourra y trouver des éléments de réponses sans se perdre dans des débats obscurs d'économistes ni se noyer dans des développements techniques. Ce n'est pas simple.

Conscient de ces problématiques, il m'a semblé pertinent de guider un peu le choix de ce lecteur débutant. Il faut des livres qui considèrent que le lecteur n'est pas aussi qualifié que l'auteur. Ce n'est pas facile car la tentation est toujours grande de montrer, pour l'auteur, qu'il peut aller plus loin, être plus technique. Il faut aussi aborder les questions sur lesquels les citoyens s'interrogent. Ces derniers ont besoin de réponses claires, simples mais pas simplistes.

Au cours des derniers mois et parmi mes lectures attentives des livres portant sur l'économie, deux ouvrages ressortent. Deux bouquins que j'aurais aimé écrire car chacun éclaire un versant de l'économie sans jamais rentrer dans une problématique technique capable de perdre le lecteur qui n'a pas les armes.

* *
*

Le premier livre est celui de Daniel Cohen "Une brève histoire de l'économie" paru à l'automne dernier. L'auteur livre une fresque de l'histoire économique au travers des moments clés pour l'économie et avec l'éclairage des questions posées à cette époque par les économistes. C'est un petit livre de 160 pages qui se lit comme un roman, un roman de l'économie globale.

La question posée en creux par Daniel Cohen est celle de la croissance. Le chasseur cueilleur, la révolution industrielle, les trente glorieuses, la révolution numérique et le réchauffement climatique posent cette problématique sous des angles différents.

L'auteur éclaire bien les façons d'y réfléchir en faisant référence à de grands auteurs. On croise Adam Smith, Marx, Keynes ou encore Easterlin ou Kahneman. Et cette croissance que l'on cherche est elle l'élément clé pour découvrir le bonheur. Je vous laisse découvrir les réflexions de Daniel Cohen sur ce point.

L'autre livre est plus classique dans son approche. C'est un ouvrage plus récent d'Anthony Benhamou et Marc-Olivier Strauss Kahn "On parie que vous allez aimer l'économie".

Plus orthodoxe, il parle de façon directe de politique monétaire, d'inflation, de finance ou encore d'intelligence artificielle. Mais le livre est d'un accès facile avec des références à des anecdotes et des situations observées. George et Janet que vous découvrirez sont un peu le fil rouge du livre.

La lecture donne la perception de se retrouver au cœur de l'évènement. C'est notamment le cas sur la politique monétaire dont les développements détaillés sont illustrés avec humour et bénéficient de toute l'expérience de Marc-Olivier Strauss Kahn à la Banque de France. C'est un atout.

Après avoir défini des concepts au premier chapitre, les auteurs entrent directement, dès le deuxième chapitre, dans la problématique de la croissance. L'approche n'est pas celle de Daniel Cohen mais les deux façons d'y réfléchir permettent de penser ce phénomène complexe. Les réflexions des deux auteurs permettent un ordonnancement des questions posées et cela est très précieux.

Cette question de la croissance est toujours d'actualité surtout au regard des défis auxquels il faudra faire face. Mario Draghi vient d'ailleurs de publier un rapport majeur sur l'Europe en soulignant les défis pour l'Europe.

Je cite Mario Draghi

" Si l'Europe ne parvient pas à devenir plus productive, nous serons contraints de choisir : nous ne pourrions pas être à la fois un leader des nouvelles technologies, un phare de la responsabilité climatique et un acteur indépendant sur la scène mondiale ; nous ne pourrions pas non plus financer notre modèle social ; et nous devrions revoir à la baisse certaines de nos ambitions — si ce n'est toutes. C'est un défi existentiel."

* *
*

C'est une première pour moi que de parler de livres sous cette forme. Mais nous sommes dans une période de rupture. Le monde de demain ne sera pas celui que j'ai connu dans ma jeunesse ni celui de mes parents. Pour s'adapter à ces bouleversements, la connaissance est et sera l'élément clé. Ces deux petits livres sont des sources qui peuvent permettre de les appréhender de la meilleure des façons.

En les lisant, il m'est revenu à l'esprit la fin de la préface des "Economics" de Paul A. Samuelson :

"J'envie le lecteur qui part pour la première fois à la découverte du monde passionnant de l'économie. C'est un plaisir que l'on ne peut hélas connaître qu'une seule fois dans sa vie. À vous qui êtes sur le point de commencer, je ne peux que dire : bon appétit !"



Le cycle mondial s'essouffle dans le secteur manufacturier

Les enquêtes menées auprès des entreprises du monde entier suggèrent le maintien d'une activité robuste. L'indicateur mondial s'est inscrit à 52.8.

Ce chiffre moyen reflète des comportements régionaux assez différents même s'ils sont tous au dessus du seuil de 50 qui sépare la hausse et le repli de l'activité. L'indicateur américain est au plus haut depuis le printemps.

En Chine, l'indice ralentit depuis le point haut du printemps.

L'indicateur de la zone Euro progresse, reflet probablement de l'activité des JO en France.

Le deuxième graphe indique que le secteur manufacturier est un frein à la croissance globale. Son indice de référence est passé sous le seuil de 50.

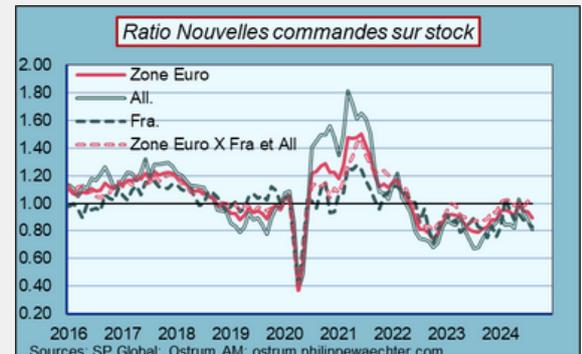
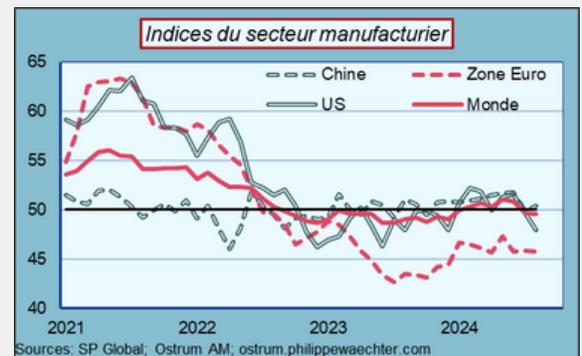
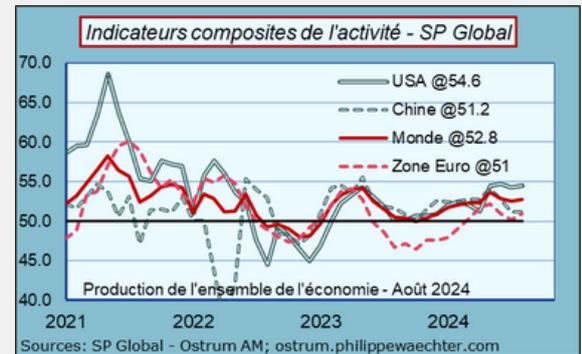
En revanche, le secteur des services apparaît toujours robuste et ne montrant pas de signaux d'inversion.

Le troisième graphe reflète la fragilité du secteur manufacturier. La Chine est à l'équilibre mais les US et la zone Euro sont en phase de contraction.

Pour la zone Euro, c'est un long calvaire car l'indicateur se contracte depuis juin 2022.

La dynamique du secteur manufacturier ne devrait pas s'inverser rapidement. Les commandes à l'exportation (moyenne pour la France, l'Allemagne, les US et le Japon) se replient de façon significative. Cela devrait se traduire par un nouveau ralentissement du commerce mondial sur la deuxième partie de cette année.

Dans le dernier graphe, on note qu'en zone Euro, les commandes progressent moins rapidement que les stocks ne s'accumulent. Cela suggère que les entreprises vont principalement piocher dans leurs stocks plutôt que de produire davantage. Pas très bon pour la dynamique de la zone.





L'inflation pas complètement finie. Situation fragile en zone Euro

➤ Au regard des prix payés par les entreprises, on peut probablement en conclure que la dynamique de réduction de l'inflation est passée.

Tous les indicateurs remontent sauf en Chine.

Il n'y a pas franchement de rupture à la hausse mais la désinflation est probablement achevée. Les taux d'inflation pourrait ne plus baisser. Est ce que les banques centrales doivent forcément rester restrictive ? Surement pas car cela accentuerait la dynamique de faible croissance.

➤ Aux US, le mouvement est similaire et se reflète déjà dans une hausse des prix de production après de longs mois en territoire négatif. La Fed pourrait limiter l'ampleur des baisses attendues.

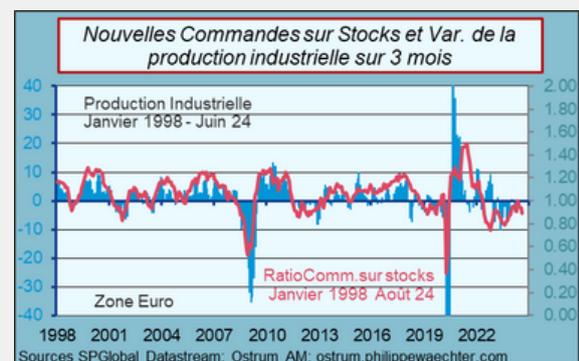
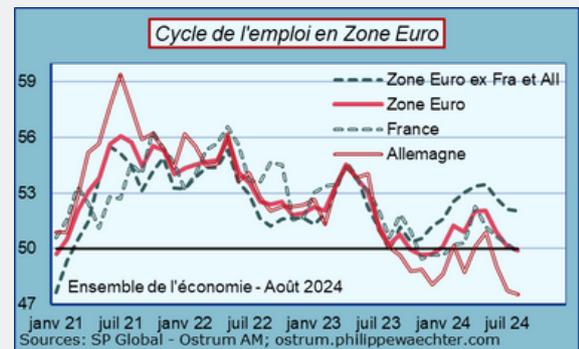
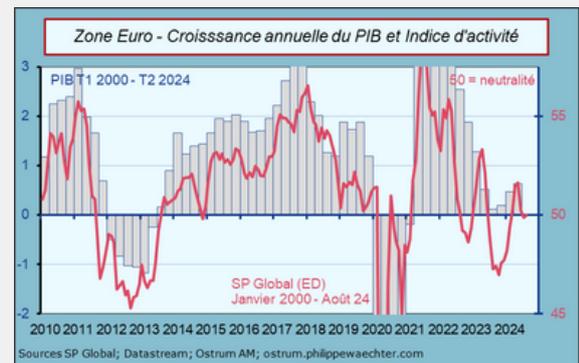
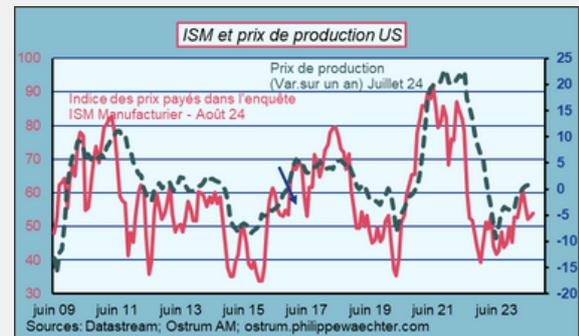
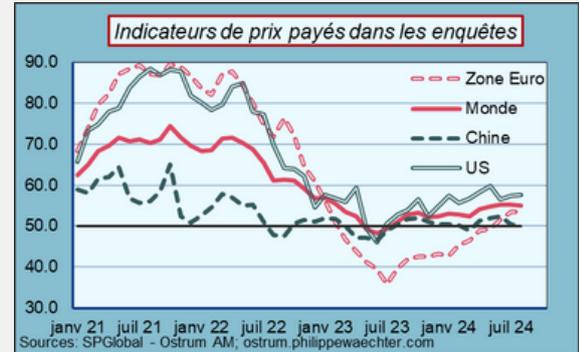
➤ En zone Euro, l'indice synthétique retombe sur le seuil de 50 en dépit des effets des JO. Les perspectives de progression de l'activité au dernier semestre de 2024 sont forcément limitées. De la sorte, l'acquis pour 2025 sera modéré, réduisant l'ampleur de la reprise attendu par chacun l'an prochain.

➤ Le point le plus préoccupant porte sur l'allure de l'emploi. La fragilité du début d'année avait fait place au printemps à un profil plus robuste.

Celui ci s'étiolé désormais. Pour la zone Euro, l'indice est à l'équilibre comme pour la France mais il s'effondre en Allemagne.

Cela pourrait avoir une incidence sur la dynamique des salaires. Si la dynamique de l'emploi s'inverse cela pourrait alors se traduire par un pouvoir de négociation plus fort pour les entreprises et une pression moindre sur les salaires.

➤ Dans le dernier graphe, on observe le rapport entre le ratio commandes sur stocks et l'allure à court terme de la production industrielle. Pas de rebond attendu.





Confiance du consommateur, emploi en zone Euro, en Allemagne



L'inflation plus faible rassure les ménages. En effet, une hausse des prix plus limitée permet d'avoir moins d'inquiétude sur l'évolution de son pouvoir d'achat.

Dès lors, les ménages devraient consommer un peu plus avec la réduction de l'inflation. Elle a été confirmée sous les 2% en France et en Allemagne, ce sera bientôt le cas en zone Euro.



Les chefs d'entreprise deviennent plus pessimiste sur l'emploi, c'est ce que l'on constatait pour les enquêtes du mois d'août, pourtant les embauches ont continué jusqu'au deuxième trimestre.

On voit bien sur le deuxième graphique que l'année 2024 se construit dans le prolongement de 2023.

Néanmoins, cela se traduit par une productivité médiocre. Comme le disent les économistes, "A long terme, ce sont les gains de productivité qui donnent des marges de manœuvre pour permettre des hausses pérennes de revenus."



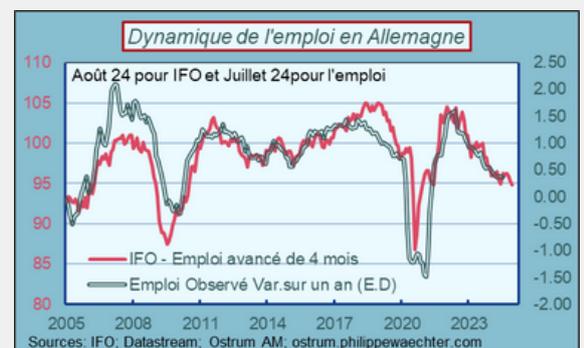
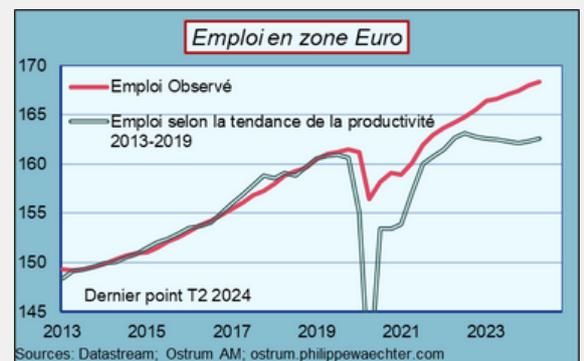
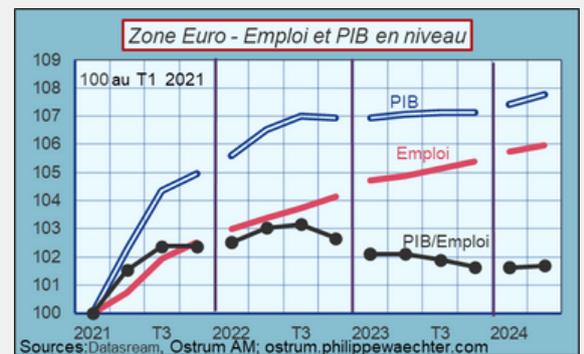
Cette question de la productivité peut être vue sous un autre angle. Si la tendance de la productivité observée sur la période 2013 - 2019 avait prévalu après la pandémie, il y aurait presque 6 millions d'emplois en moins. La question a posé est l'origine de ce suremploi ? Pourquoi les entreprises souhaitent embaucher encore d'avantage alors que le taux d'emploi est déjà fort et que l'activité est médiocre ?



En Allemagne, l'enquête IFO maintient un biais baissier sur l'emploi. Il est moins fort que dans l'enquête de Standard and Poor's mais il pourrait se traduire par un ajustement à la baisse de l'emploi. Jusqu'à présent, les entreprises font de la rétention d'emplois, conservant l'emploi alors que l'activité est médiocre. Cela va t il durer ? La BCE a en partie la réponse.



La Chine n'est plus le moteur des exportations allemandes.





Consommation et Emploi aux Etats-Unis



Les questions relatives au risque de récession US sont au cœur des décisions qui seront prises par la Fed lors de sa réunion des 17 et 18 septembre.

Du côté du consommateur, les tendances restent robustes tant sur le revenu réel que sur la consommation en volume. On le voit sur le premier graphe.



Sur le deuxième, on constate que la dynamique de la consommation se normalise. L'analyse par rapport à l'écart d'avant la pandémie montre d'abord une explosion de la demande de biens (durables principalement) puis une convergence vers la tendance antérieure. L'évolution inverse a été observée sur les services. L'euphorie est passée mais pas franchement de signes récessifs.



L'inquiétude de la banque centrale vient du marché du travail qui n'est plus aussi dynamique. Le troisième graphe montre qu'effectivement après l'euphorie post covid les créations sont moins nombreuses. On voit l'ajustement sur la courbe présentant la moyenne à 12 mois.



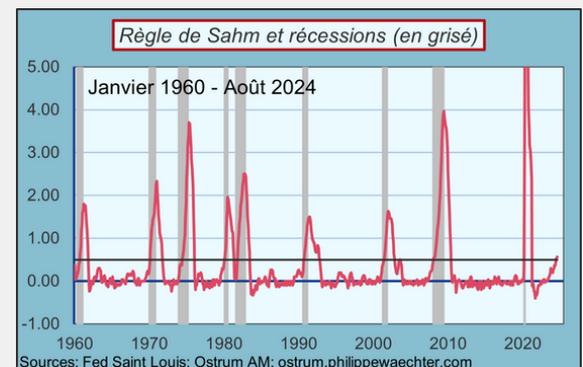
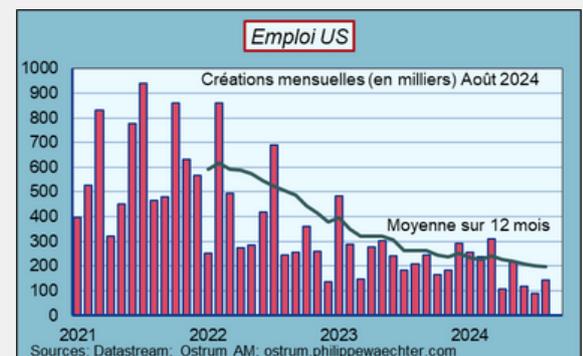
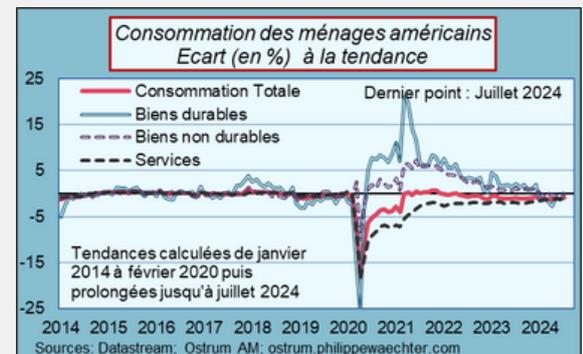
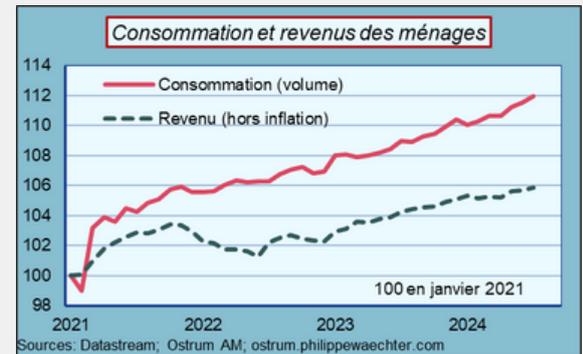
Cela se traduit par des tensions moindres dans les négociations salariales. D'ailleurs, comme je l'indiquais la semaine dernière, le taux de démission a franchement chuté et les salariés ne sont plus dans la situation la plus favorable. Lors de la période dites de la grande démission (2021/2022) le rapport de force était inverse. Désormais, cet équilibre des forces a changé et se traduit par des salaires qui progressent nettement moins vite. L'ajustement prend du temps.



Pour Powell, ce changement d'équilibre sur le marché du travail implique que le risque de reprise de l'inflation conditionné par d'éventuelles tensions sur le marché du travail est nul. C'est pour cela que la Fed n'hésitera pas à baisser franchement ses taux.



Selon la mesure de Sahm, le risque de récession s'accroît encore en août.





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.