



# Les clefs de la semaine du 10 mars 2025

Parait le mercredi 12 mars

## Turbulences Macroéconomiques

- L'économie française au 21ème siècle, Pages 2, 3, 4, 5 et 6

### La conjoncture de la semaine

- La semaine a été agitée par les déclarations du Donald Trump selon lesquelles une récession était une forme de mal nécessaire pour que l'économie US trouve enfin le chemin du renouveau?, Page 7
- Les investisseurs commencent cependant à s'inquiéter. Les marchés financiers deviennent plus fébriles, Page 7
- Les données macroéconomiques valident-elles la possibilité d'une récession ?, Page 7
- L'évolution des prix en Chine repasse en territoire négatif. Que faut-il en penser ? , Page 8
- Le taux d'inflation US en février est retombé sous les 3% à 2.8%. Cela va-t-il inciter la Fed à devenir plus accommodante ?, Page 8
- La BCE a abaissé ses taux d'intérêt et la perception d'une récession pèse sur les anticipations de la politique monétaire US. Que faut il en penser ?, Page 9

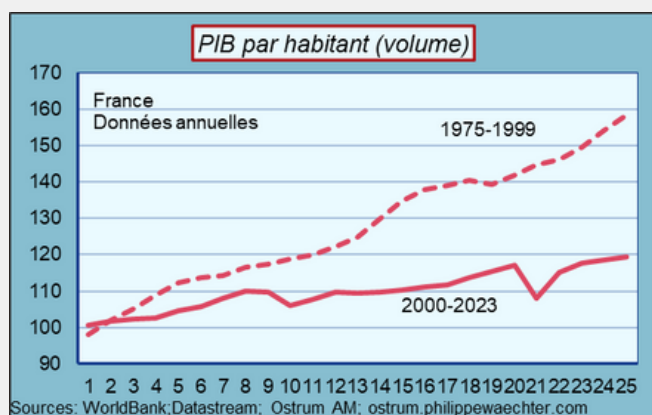
## Mes lectures et points de vue de la semaine

- Qu'est de qui a changé pour l'Europe ?, Page 10
- Les tarifs douaniers, la récession US, «Smoot-Hawley» et la Chine, Page 11
- La crise financière à venir ?, Page 12
- Quelles monnaies dans le monde d'après ?, Page 13



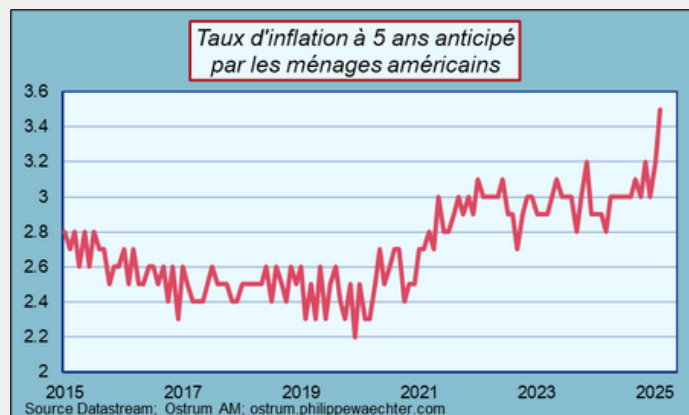
## Le graphe qui me plait ou me préoccupe cette semaine:

La performance de l'économie française au 21ème siècle



## A suivre cette semaine

Enquête de l'Université du Michigan





## L'économie française au 21ème siècle

Au cours des 25 premières années du 21ème siècle, l'économie française a eu une performance plus limitée qu'au cours des 25 années précédentes.

L'écart est significatif et reflète à la fois un net ralentissement de la productivité et un taux d'emploi, mesuré par le nombre d'emplois sur la population, qui est insuffisant.

En comparant avec les voisins européens membres du G7 on note que la France se compare avec l'Allemagne et le Royaume Uni avec cependant une performance moindre résultant du rebond insuffisant après la grande récession et la baisse de productivité depuis la crise sanitaire.

La France, pour retrouver les moyens de dépenser toujours plus, doit être plus productive, plus innovante et retrouver un socle industriel un peu plus robuste. Elle doit aussi travailler davantage en nombre d'emplois et en heures pour pouvoir enfin ne plus dépendre de l'extension de la dette publique pour croître et disposer ainsi de degrés de liberté qui permettront une plus grande autonomie. Au moment où l'on discute de stratégies de défense, ce sera utile si, en même temps, la conservation du modèle social est nécessaire.



## L'économie française au 21ème siècle

Le 21ème siècle a déjà démarré depuis 25 années. Pour mesurer la performance de l'économie française, on peut comparer l'allure du PIB par habitant soit aux 25 années précédentes, celles qui ont suivi le premier choc pétrolier, soit aux autres pays comparables à la France.

On peut peut mixer les deux approches ce qui donne un autre type d'information. On peut aussi décomposer le PIB par habitant pour déterminer les raisons de son évolution.

### Comparaison dans le temps

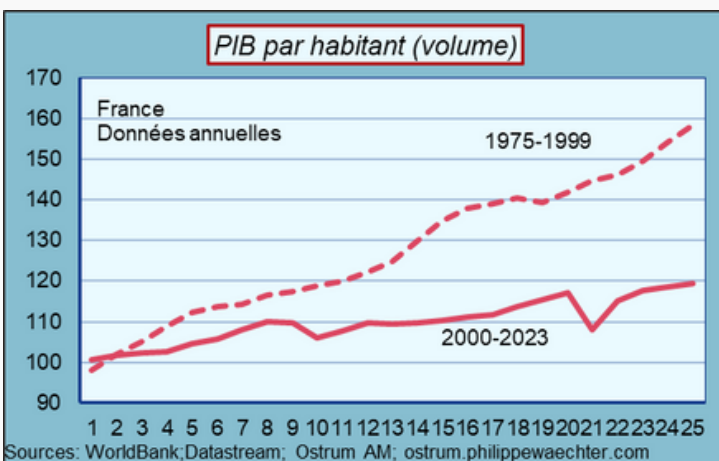
Le premier graphe compare, pour la France, le PIB par habitant sur les périodes 1975 - 1999 et 2000-2024.

Les indices sont en base 100 en début de période. Pour éviter de dépendre d'une année spécifique (1975 notamment associée au choc pétrolier) j'ai pris comme base 100 la moyenne 1974-1976 puis 1999-2001.

Sur les 25 années suivant le premier choc pétrolier, le PIB par habitant a augmenté de 60%. Sur les 25 premières années du 21ème siècle, sa progression n'est que de 20%.

Cela traduit une inflexion majeure des ressources disponibles. Si le système social est calé sur une progression rapide des ressources, l'inflexion de celles-ci réduit la capacité de financer le modèle social qui doit s'ajuster à la baisse ou se financer par de la dette supplémentaire.

C'est clairement la problématique française.



### Comparaison Internationale

On peut ensuite comparer la France avec les autres pays du G7. C'est le tableau ci-dessous.

Deux remarques:

La performance du 21ème siècle est toujours significativement inférieure à celle du dernier quart du 20ème.

Les Etats-Unis surperforment sur les 25 dernières années alors que l'Italie ferme la marche avec une performance très réduite.

Les autres pays ont des évolutions comparables

PIB par tête – Chiffres en 1999 et 2024		
	1975-1999	2000-2024
US	170	138
Canada	148	119 (2023)
Japon	190	120
Royaume Uni	175	123
Allemagne	166	123
Italie	163	106
France	159	119

Base 100 en 1974-1976 et 1999-2001  
Source: AMECO-DataStream; Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com

### La dynamique française

Le PIB par tête est la composée de trois autres grandeurs significatives. Les trois éléments sont le PIB par heure travaillée (productivité), les heures travaillées par tête et le taux d'emploi.

Les deux graphes ci-dessous comparent le PIB par habitant aux 3 composantes évoquées. Tout est en base 100 soit sur 1974-1976 soit sur 1999-2001.

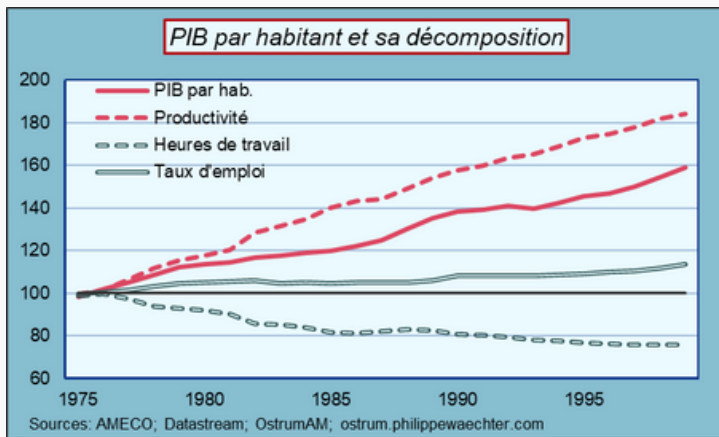


## L'économie française au 21ème siècle

### 1975-1999 en France

Au cours des 25 dernières années du 20ème siècle, l'évolution remarquable est celle de la productivité. C'est elle qui tire le revenu par tête vers le haut.

Dans le même temps, ces gains de productivité sont distribués en réduction du temps de travail. Les revenus ont augmenté mais la baisse du temps de travail a limité l'ampleur de la progression possible. Le taux d'emploi est relativement stable sur la période.

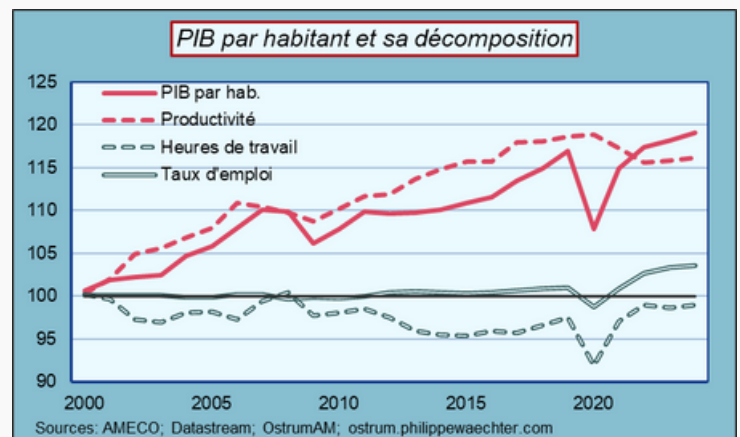


### 2000 - 2024 en France

Sur le premier quart du 21ème siècle, la productivité a nettement moins progressé que durant la période précédente. Ce mouvement s'est même inversé depuis la pandémie.

Dans le même temps, le temps de travail diminue un peu jusqu'à la pandémie et se redresse légèrement ensuite. On voit sur le graphe qu'en raison de la stabilité du taux d'emploi jusqu'à la pandémie, la baisse du temps de travail compense une partie de la hausse de la productivité pesant ainsi sur la hausse des revenus.

De façon récente, le taux d'emploi augmente. Mais son ampleur est insuffisante et ne fait que compenser l'inflexion de la productivité.



### Rapport d'étape

Au cours du premier quart du 21ème siècle, l'économie française a progressé nettement moins vite que sur les 25 dernières années du 20ème siècle.

A l'époque, les gains de productivité avaient permis une baisse significative du temps de travail tout en maintenant une hausse robuste du revenu.

De 2000 à 2024, le fort ralentissement des gains de productivité n'est pas compensé par une hausse soutenue du taux d'emploi et/ou des heures travaillées. De la sorte, les revenus des français progressent nettement moins. Il faut voir dans ce mouvement sur la productivité une mesure de la désindustrialisation de l'économie française.

Cela se traduit par de grandes difficultés à équilibrer les comptes sociaux qui sont calibrés sur des hausses plus forte des revenus. La hausse de la dette publique pour compenser n'est pas tenable dans la durée.

Pour améliorer la situation il faut de nouveau faire des efforts dans l'innovation et le capital humain (éducation et formation) pour accentuer les gains de productivité. C'est une condition nécessaire. Il faut aussi continuer d'accroître le taux d'emploi et arrêter de diminuer le temps de travail.



## L'économie française au 21ème siècle

### La France comparée à l'Allemagne, l'Italie et la Grande Bretagne

La France a une allure proche de celle des autres pays européens. Regardons ce qui les distinguent.

Le premier graphe sur le **PIB par tête** reprend les données du tableau sur l'ensemble de la période 2000-2024. L'Allemagne et le Royaume Uni ont des tendances cohérentes même si l'Allemagne prend les devants après la grande récession en raison de sa capacité à exporter massivement vers l'Asie et la Chine en particulier. Cela a été une source d'impulsion spectaculaire qui s'est tarie après 2022.

L'impact du Brexit n'apparaît pas clairement dans les données britanniques. En tout cas, si cela a pu éroder l'allure du revenu anglais cela n'a pas engendré de rupture.

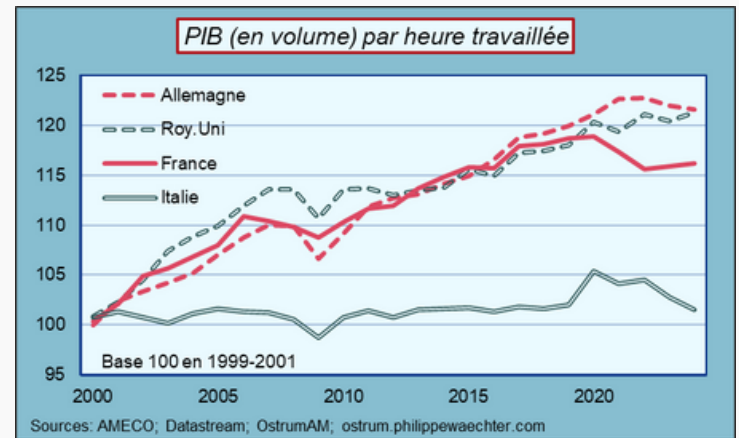
La situation de l'Italie est alarmante. Son PIB par habitant a reculé tendanciellement sur les 20 premières années du siècle. Le rebond post-Covid devra être confirmé car les fragilités qui avaient mené l'allure du PIB par tête italien n'ont pas disparu.

La France est un peu en retrait par rapport à l'Allemagne et au Royaume Uni. Le rebond après la grande récession n'a pas été aussi spectaculaire qu'en Allemagne et qu'au Royaume Uni. La période post-pandémie a un peu rattrapé mais les écarts restent significatifs.

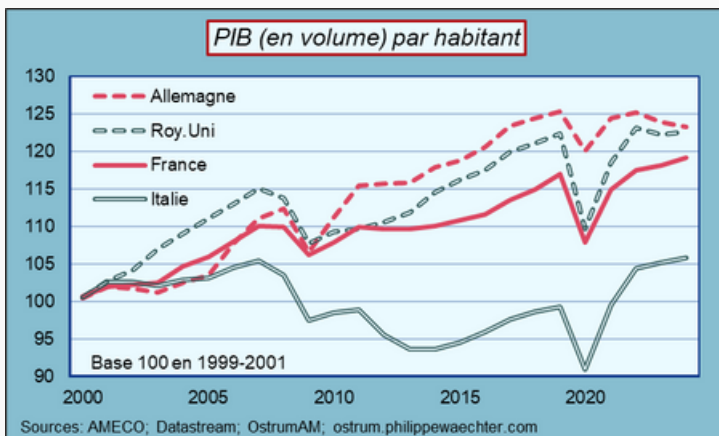
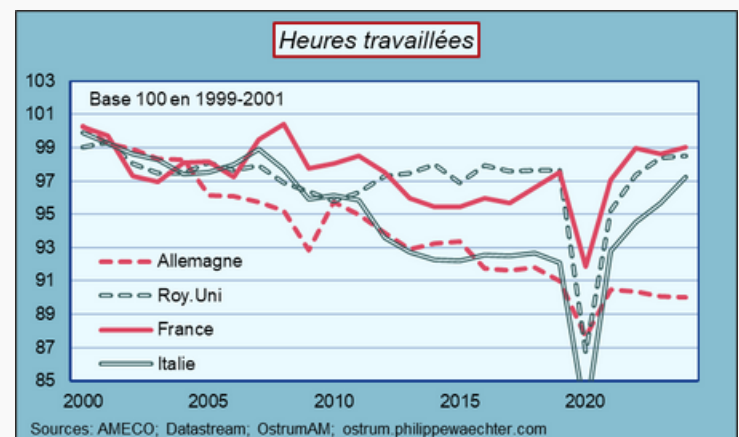
Pour comprendre les divergences, regardons l'allure des composantes. La première est la **productivité** (PIB par heure travaillée).

La hausse tendancielle a été interrompue lors de la grande récession et depuis le Covid. La France décroche brutalement et c'est un particularité à inverser pour améliorer le revenu par tête.

L'Italie connaît une situation dramatique. La productivité a peu évolué depuis 2000.



Concernant les **heures travaillées**, le pays le plus handicapé est l'Allemagne. Le temps de travail diminuait avant la pandémie et ne s'est pas redressé depuis contrairement à l'Italie. En France et en Angleterre, le temps de travail est un peu plus élevé qu'avant la pandémie.





## L'économie française au 21ème siècle

Le **taux d'emploi** mesuré comme le nombre d'emplois sur la population totale progresse vivement en Allemagne. Cela compense la baisse des heures travaillées et reflète le comportement de rétention d'emplois des entreprises allemandes.

En Italie le taux d'emploi progresse de façon non linéaire avec une hausse significative depuis la sortie du Covid. Le Royaume Uni subit probablement les effets du Brexit et du Covid avec un point haut récent qui se situe en 2019.

En France, le taux d'emploi ne s'améliore que très récemment après avoir été étalé pendant 20 années.

### La France face à ses pairs

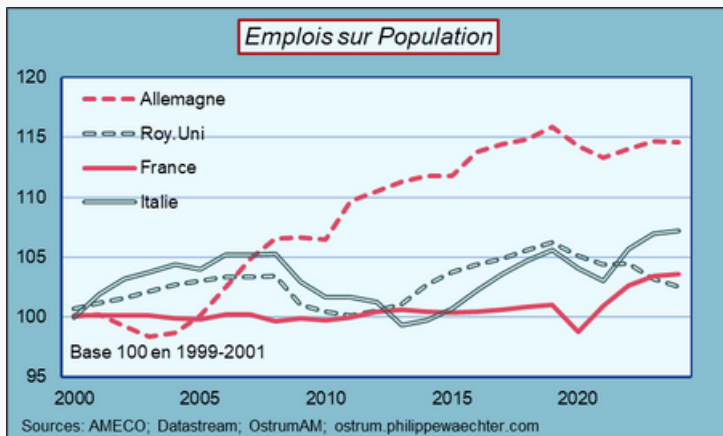
La France se compare à ses pairs allemand et britannique. Mais elle a accumulé un retard dans l'évolution des revenus par tête depuis la sortie de la grande récession.

La comparaison avec les pays européens traduit un problème de productivité et une insuffisance du taux d'emploi.

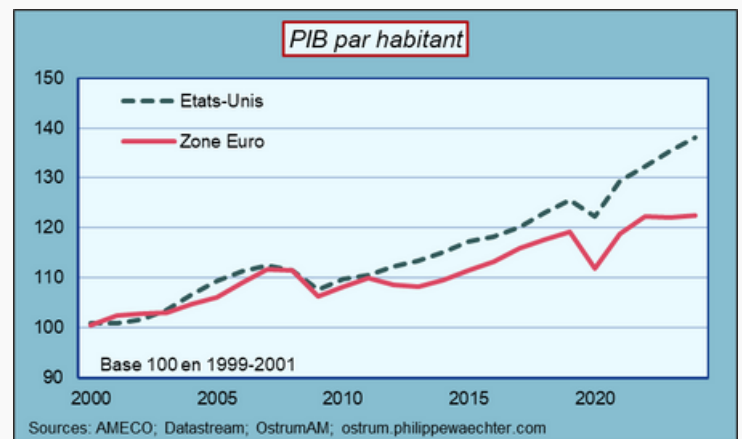
Autrement dit, pour relâcher les contraintes sur le financement de l'économie française les efforts sont à faire sur ces deux aspects.

Il faut éduquer davantage, investir plus et que l'emploi augmente de façon pérenne.

Il faut que collectivement plus de personnes travaillent et un peu plus.



La comparaison avec les Etats-Unis n'est pas pertinente. Il est préférable de comparer avec l'Union Européenne. J'y reviendrai très vite.



## Appendice

La logique de la décomposition présentée dans ce document est la suivante. On part du PIB par habitant que l'on va décomposer en PIB par heure de travail, en heures travaillées par emploi et en emplois dans la population.

La décomposition est la suivante

$$\text{PIB/Pop} = \text{PIB/Heures} * \text{Heures/Emplois} * \text{Emplois/Pop}$$



## La conjoncture au 12 mars

**La semaine a été agitée par les déclarations du Donald Trump selon lesquelles une récession était une forme de mal nécessaire pour que l'économie US trouve enfin le chemin du renouveau ?**

Avouons que c'est une posture particulière que d'imaginer que la meilleure solution est de plonger l'économie en récession. D'abord parce qu'une récession a une forte capacité à désorganiser l'économie. Des secteurs d'activité sont fragilisés, des régions également et le retour est toujours problématique.

Quand on regarde les récessions américaines de l'après guerre alors on constate que la tendance de la croissance après est plus faible que celle qui prévalait avant la contraction de l'activité.

Dès lors inférer qu'une récession permettrait de voir l'économie retrouver une croissance robuste et beaucoup plus forte qu'avant est un leurre.

Les dégâts sociaux d'une récession sont aussi très importants et ils le seraient encore davantage dans un épisode comme actuellement puisque les pouvoirs publics veulent réduire les dépenses de sécurité sociale du type Medicaid.

L'idée qu'après la pluie vienne le beau temps est toujours agréable sauf quand celui qui dit cela a provoqué la pluie en prenant des mesures non efficaces pour l'économie. Celles-ci deviendront-elles efficaces par la suite en portant l'économie ? C'est un sophisme qui repose sur ce que l'on appelle le syndrome Dunning-Kruger qui est un biais cognitif selon lequel les moins qualifiés dans un domaine surestiment leurs compétences.

C'est peut être cela le principal risque de récession aux US. Aller dans une direction que les experts trouvent inadéquate mais insister parce que c'est la bonne direction perçue par le décideur.

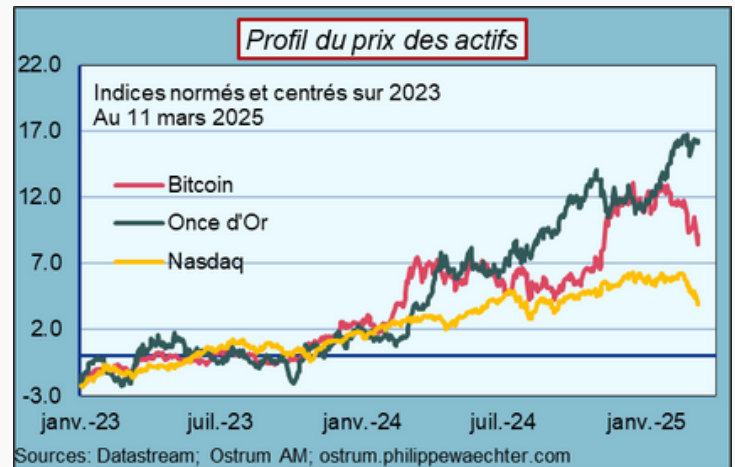
Les hommes politiques ne sont pas experts, ce n'est pas ce qu'on leur demande mais ils deviennent efficaces lorsqu'ils s'entourent d'experts. Ce n'est pas le cas actuellement.

**Les investisseurs commencent cependant à s'inquiéter. Les marchés financiers deviennent plus fébriles.**

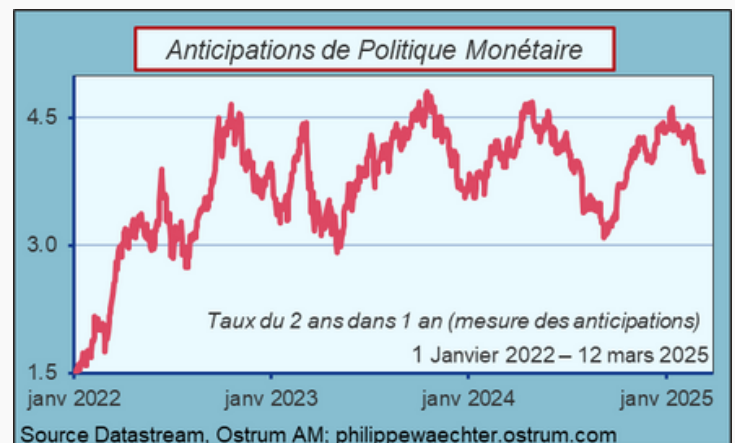
On peut regarder deux types d'indicateurs financiers.

Le premier type est celui des actifs risqués. On voit un décrochage du Nasdaq et du bitcoin. Les deux actifs ne sont pas comparables mais les deux traduisent une forme de prise de risque. Et les deux suggèrent qu'une récession n'est pas le signal porteur pour les investisseurs.

Le bitcoin est en outre affecté par le revirement de l'administration US quant à la constitution de réserves en cryptomonnaies. Seuls les cryptomonnaies saisies le constitueront. Il n'y aura pas d'achats nets.



L'autre indicateur traduit les attentes sur la politique monétaire. En cas de récession, la Fed baisserait rapidement la garde. Le taux du 2 ans dans un 1 an que je regarde comme une mesure des anticipations des banques centrales a reculé de 50 bp depuis le 20 février. C'est rapide.



**Les données macroéconomiques valident-elles la possibilité d'une récession ?**

J'avais évoqué cette question la semaine dernière en parlant de la mesure du PIB du premier trimestre calculé par la Fed d'Atlanta. Celui-ci dans sa dernière estimation table toujours sur une contraction du PIB de -2.4% en taux annualisé.

Les indicateurs habituels suivis par le National Bureau of Economic Research ne montrent pas d'inversion de tendance sauf sur la consommation des ménages américains qui s'est contractée au mois de janvier.

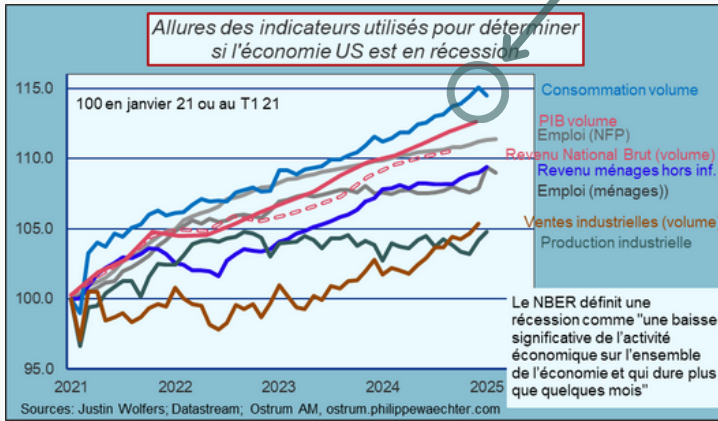
C'est encore insuffisant pour évoquer une récession. Parmi les autres indicateurs, le commerce extérieur qui s'est franchement dégradé et qui devrait tirer le PIB vers le bas au premier trimestre.

L'autre indicateur, dits de Sahm, ne présente pas de risque de récession puisque l'indicateur calculé en comparant le taux de chômage moyen des 3 derniers mois aux 12 mois précédents n'est pas une zone de fragilité.

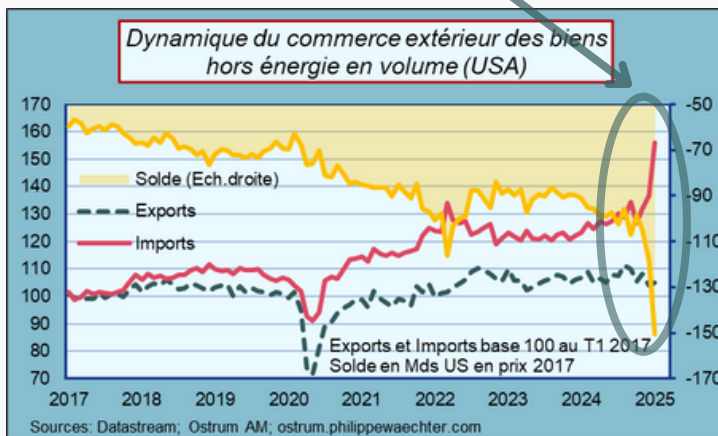


## La conjoncture au 12 mars

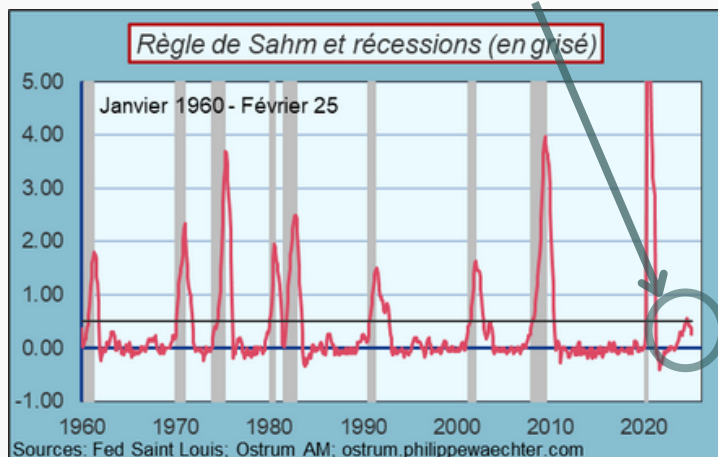
La consommation a changé d'allure sur des anticipations plus fortes d'inflation



Les importations augmentent brutalement avec le risque d'une hausse des droits de douane. Cela pèsera sur le profil du PIB au T1



L'indicateur de Sahm est bien en-dessous de la séparatrice de 0.5. Le risque de récession à court terme est limité



L'évolution des prix en Chine repasse en territoire négatif. Que faut-il en penser ?

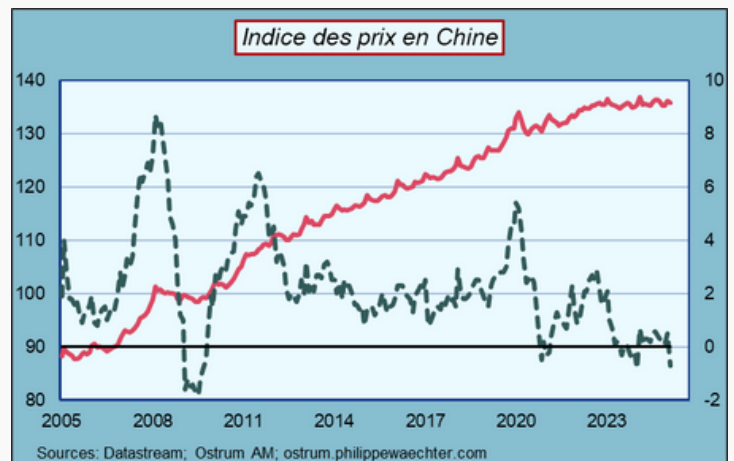
Le taux d'inflation s'est effectivement inscrit à -0.7% en février après 9.5% en janvier. Le deuxième bénéficiait de la demande liée au nouvel an alors que le premier, pour février, n'a eu que la fin du mouvement.

L'inflation sous-jacente est à -0.1% en février contre 0.5% en janvier.

La véritable interrogation porte sur le risque de déflation. On voit sur le graphe que l'indice des prix, en rouge, suit une allure horizontale depuis le début de l'année 2023.

La question de la demande est forcément posée mais comme l'évoque certains pas simplement du côté du consommateur.

Si les dépenses des ménages sont modérées, le risque est une inflexion de l'investissement. Celui ci a été tiré par le secteur manufacturier alors que l'investissement immobilier s'effondrait. Ce secteur manufacturier a servi notamment à bâtir des lignes de production dans l'automobile. Comme le souligne Brad Setser, il y a 5 ans les chinois pouvaient produire 40 millions de voitures par an. Depuis ils ont ajouté des capacités pour produire 25 millions de véhicules électriques. Cela a dopé l'investissement et la demande mais doit on imaginer un tel investissement sur les 5 années à venir ? Pas certain, la demande risque de fléchir et l'inflation devenir introuvable.



Le taux d'inflation US en février est retombé sous les 3% à 2.8%. Cela va-t-il inciter la Fed à devenir plus accommodante ?

Powell peut être tranquille. Il n'a pas l'obligation de remonter vite ses taux (si l'inflation avait accéléré) et comme il n'est pas inquiet sur l'éco US (voir ces déclarations ce weekend) il n'a pas à la réduire en urgence.

La légère baisse de l'inflation résulte d'une contribution moindre de l'énergie mais aussi des services. Sur ce dernier point c'est plutôt positif car la contribution de ce poste reste élevé.



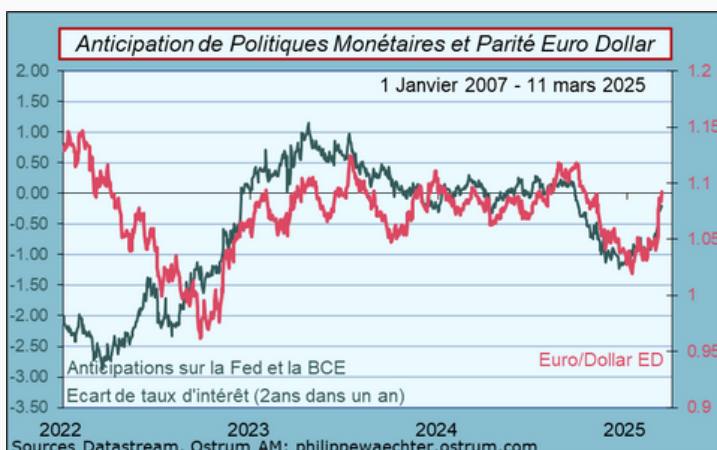
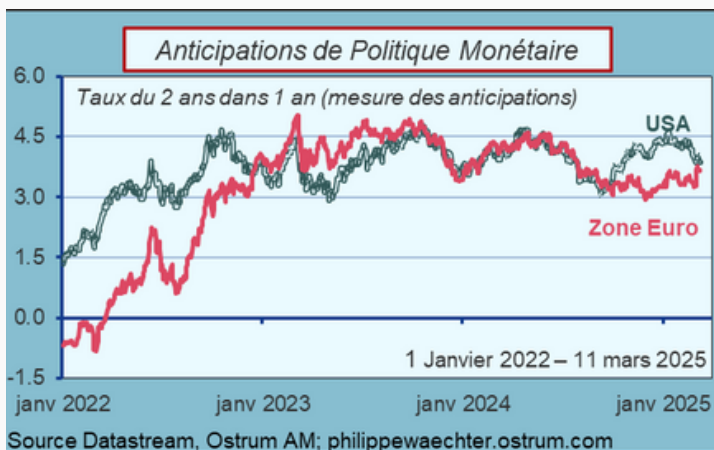


## La conjoncture au 12 mars

### La BCE a abaissé ses taux d'intérêt et la perception d'une récession pèse sur les anticipations de la politique monétaire US. Que faut il en penser ?

La BCE a fait le geste attendu mais sa décision a laissé les investisseurs un peu perplexes. En effet, le côté volontariste de Christine Lagarde quant au ralentissement de l'inflation a été un peu contrecarrée par des prévisions un peu plus justement sur l'inflation de la part de la BCE pour 2025. Les discussions aussi au sein du board suggèrent une moindre homogénéité. Cette forme de confusion s'est retrouvée via une légère hausse des anticipations de durcissement de la politique monétaire. C'est réduit mais le taux du 2 ans dans un an a rebondi. Dans le même temps, la Fed est confrontée au risque de récession évoqué plus haut. Cela se traduit par des anticipations d'une politique monétaire plus accommodantes dans les mois qui viennent.

La conséquence est une hausse marquée de l'euro face au dollar. J'avais espéré une hausse du dollar pour doper la croissance des exportations et limiter l'impact de la politique tarifaire sur les entreprises européennes. Ce ne sera pas cela car l'euro s'envole face au billet vert.





## Qu'est de qui a changé pour l'Europe ?

Les choses ont été très vite depuis l'arrivée de Trump à la Maison Blanche il y a seulement 6 semaines.

Mais pour l'Europe, qu'est de qui change ?

Trois niveaux à considérer.

1- Celui de la politique économique. Les barrières tarifaires de la nouvelle administration américaine auront des effets négatifs sur l'activité dans le monde au risque aussi de générer un peu plus d'inflation.

2- Le choc politique quand les Européens ont perçus que les Etats-Unis n'étaient plus le garant de leur sécurité.

3- Le désengagement des américains sur la lutte contre le changement climatique est un choc pour les Européens qui avaient fondé leur stratégie sur ce choix structurant.

On doit aller plus loin dans l'analyse.

Sur le choc de politique économique, que l'on peut regretter, la dynamique de l'économie reste dans le périmètre du modèle que l'on connaît. Les paramètres associés aux tarifs douaniers poussent le modèle dans ses limites mais il n'y a pas de rupture. S'il y a rupture, elle reflète la sortie d'un environnement coopératif et coordonné qui avait permis le développement de la globalisation. La réponse est de devenir moins dépendants sur les énergies fossiles et sur l'innovation. Cela demande des efforts provoquant des ajustements dans les priorités macro-économiques.

Le choc politique est plus complexe car il fait sortir l'Europe du cadre dans lequel elle s'était inscrite. L'effort désormais doit porter sur la sécurité sous toutes ses formes. Les Etats-Unis ne sont plus là pour nous protéger. Il faut radicalement relancer les dépenses militaires, en faire une priorité, et arbitrer avec d'autres dépenses. Il faut absolument repenser la hiérarchie des objectifs politiques de l'Europe.

Le modèle n'est plus le même ce qui pose la question de la composition des pays jouant avec les mêmes règles. On a vu le rapprochement entre la France et l'Angleterre mais aussi la défiance d'Orban et de Fico vis-à-vis des choix européens. Il faudra que Georgia Meloni se définisse de façon plus précise. La reconstruction de l'Europe passe par là.

Le troisième point est le climat. La commission européenne en avait fait son objectif premier. La sortie des Etats-Unis de l'accord de Paris et l'arbitrage en faveur de la production à tout prix contre des objectifs de soutenabilité ont déstabilisé les choix faits à Bruxelles. La question du climat n'est plus sur le haut de la pile des questions à traiter.

Sur ce point soit l'Europe réaffirme la légitimité de son combat soit elle s'aligne peu ou prou sur la position américaine. Les entreprises qui ne bénéficient pas forcément de conditions plus favorables en Europe en raison du prix plus élevé de l'énergie pourraient faire pencher la balance.

L'Europe doit se réinventer. Elle a eu par le passé le talent de s'inventer, à elle de montrer qu'elle est capable de se repenser pour accroître son autonomie et conserver sa place dans le concert des nations.



## Les tarifs douaniers, la récession US, «Smoot-Hawley» et la Chine

Ces derniers jours ont été marqués par les atermoiements de Trump sur les tarifs douaniers. Un jour il impose des droits de douane très élevés au Canada et au Mexique, moins élevés pour la Chine, puis il revient sur les sanctions vis-à-vis des pays de l'accord de libre échange nord américain. Une telle stratégie est une source de confusion et d'incertitude.

Même si elle n'est pas encore aboutie, elle a déjà des conséquences majeures sur les indicateurs macroéconomiques aux Etats-Unis. Le solde extérieur s'est franchement dégradé en janvier en raison de la très forte progression des importations. On doit y voir une volonté d'acheter des produits étrangers avant que les tarifs ne s'appliquent.

La Fed d'Atlanta qui mesure quasiment chaque jour l'allure du PIB suggère que ce choc pourrait tirer l'évolution du PIB en territoire négatif au premier trimestre.

Les économistes redoutent ce risque d'escalade des tarifs. En 1930, le président américain Hoover signe un décret autorisant une hausse spectaculaire des droits de douane US (Smoot-Hawley). Associée à une politique monétaire trop restrictive, ces tarifs ont été un élément majeur de la transmission de la récession américaine au reste du monde. Cela a notamment entraîné des mesures de rétorsion, particulièrement dans les pays alliés qui se sont sentis trahis. Certains pays ont voulu négocier. Quelque soit la stratégie, l'impact a été un recul fort du commerce mondial et des exportations américaines.

Il n'est clairement pas souhaitable d'entrer dans un schéma similaire. Le monde est vraiment très interdépendant après 30 années d'approfondissement des échanges. Très rapidement cela se traduirait par des pénuries qui auraient des conséquences redoutables. On se souvient de ce qui s'était passé en 2021 sur les semi-conducteurs. On ne souhaite pas que la stratégie de Washington sur ces mêmes semi-conducteurs aboutisse à un cadre désordonné et déséquilibré.

Un autre point à souligner est la réaction vive du Canada et du Mexique mais une attitude plus modérée de la Chine. Les premiers ont obtenu un sursis, pas la Chine.

L'Empire du milieu subit depuis 2017 les chocs successifs des hausses de tarifs. Ils sont désormais à 33% contre simplement 3% en 2017 avant les premières mesures Trump.

La Chine a pris des mesures de rétorsions mais n'a pas été négociateur dans le bureau ovale pour ne pas prendre le risque d'être pris pour cible. Un chinois ne veut jamais perdre la face et ne souhaite pas en conséquence prendre le risque de paraître comme une marionnette dans un show télévisé.

Cependant, la Chine ne croit pas à la négociation sur la Fentanyl et que ce n'est qu'un prétexte. Le plus important est que la Chine a un horizon plus long que les gesticulations immédiates. Les choix sont faits pour longtemps et s'inscrivent dans la durée. La Chine persuadée de ses choix notamment sur la technologie imagine qu'elle gagnera dans la durée.



## La crise financière à venir ?

Dans ce monde un peu fou fait d'annonces tonitruantes et de contre-annonces aussi spectaculaires, d'humiliation et de mépris pour l'Europe, on aurait pu imaginer une forme de tourbillon des marchés financiers. Il n'en est rien.

Les marchés fluctuent parfois fortement mais ils ne connaissent pas de rupture. Le repli de plus de 9%, au 7 mars, du Nasdaq depuis le plus haut du 18 février n'est pas une situation qui coupe le souffle obligeant à prendre des mesures sous la pression.

Du côté des taux d'intérêt, le 10 ans américain fluctue autour d'une tendance horizontale un peu supérieure à 4%.

Ce cadre est certainement en train de changer. L'enthousiasme d'après l'élection s'atténue notamment sur les actions de la tech. Le Nasdaq perdait 4% en clôture ce lundi soir. Et puis le président Trump n'écarte pas la possibilité d'une récession qui semble paraître un préalable avant le retour de la grande Amérique. Pour les investisseurs, une récession n'est jamais neutre. Elle crée forcément des ajustements et des arbitrages qu'il faut peut être anticiper dès maintenant.

La nervosité récente des marchés a été observé aussi en Europe. Le taux du 10 ans allemand a bondi lors de l'annonce du plan de 500 milliards du probable nouveau chancelier allemand. Les besoins de financement du gouvernement d'outre-Rhin vont bondir et les investisseurs en Europe deviennent plus prudents.

On voit aussi le taux du 2 ans européen se redresser depuis la réunion de la BCE du 6 mars. Les anticipations d'un arrêt prématuré de la baisse des taux de la BCE se renforcent donc. Tout ceci est générateur de volatilité très marquée des indicateurs financiers. On a un peu l'impression que la dynamique des marchés retrouve une forme de cohérence avec l'incertitude qui entoure la politique économique et les choix politiques à venir.

Mais une crise financière est elle probable?

C'est une question majeure face et une réponse possible face aux désordres du monde.

Le monde a vécu conditionnellement au dollar et aux actifs US depuis près de 80 ans. Et cela a été un facteur de stabilité pour l'économie mondiale.

Si sous l'impulsion de Trump, les mesures prises accentuent encore l'isolationnisme américain, le billet vert peut il être encore au centre du jeu ? Sûrement pas.

Parce que le système de financement des grandes régions du monde devra être plus autonome. Cela recouvre la discussion européenne sur la « Saving and Investment Union » qui élargit le concept d'Union des Marchés de Capitaux.

Les Européens et les Chinois et tous les autres devront trouver une ou des alternatives aux actifs américains en cohérence avec l'isolationnisme souhaité aux USA.

Une telle transition, reposant à la fois sur l'incertitude du monde qui se dessine et la certitude que le monde ancien ne reviendra pas, voit sa probabilité s'accroître. La vitesse et la brutalité de la rupture est à chercher dans le bureau ovale avec les décisions imprévisibles qui y sont prises.



## Quelles monnaies dans le monde d'après ?

Le monde qui se dessine ne ressemblera pas à celui construit collectivement jusqu'alors. Ce monde intégré avait des frontières transparentes a vécu.

Dans ce monde, le dollar règne car il est perçu comme la monnaie la moins risquée (à l'échelle internationale il y a une anti-loi de Gresham selon laquelle la bonne monnaie chasse la mauvaise, la bonne étant le dollar). L'euro a tenté en vain de le concurrencer et la tentative des BRIC's pour une autre monnaie n'a pas été concluante.

Mais le monde change, les déséquilibres qui le caractérisent désormais ne tirent plus vers une extension de la globalisation mais plutôt vers un recentrage plus local. Les Etats-Unis mettent en œuvre une politique plus isolationniste avec la Chine et l'Europe considérés comme des non-alliés sur la scène internationale. Cette nouvelle forme forcée par Washington pourrait se traduire par une forme de défiance vis-à-vis des valeurs américaines et du dollar.

Un monde plus vertical, des frontières renforcées et une moindre confiance dans le billet vert sont autant d'ingrédients pour inciter à former une sorte de monde tripolaire.

Il y a longtemps, des économistes avaient imaginé un tel cadre à 3 pôles. Chaque pôle serait ainsi centré sur un pays (Etats-Unis et Chine) et sur une région géographique la zone euro mais aussi sur une monnaie. Les pays rattachés au pays de référence auraient un taux de change fixé avec la monnaie de référence qui elle fluctuerait avec les deux autres.

Un tel cadre pose de nombreuses questions

La première est celle des liquidités. Durant les crises du passé, crises qui ne disparaîtraient pas dans ce nouveau schéma, les banques centrales ont toujours fait preuve de coordination pour apporter de la liquidité et éviter un effondrement du système monétaire. Une telle solidarité continuerait elle à fonctionner ?

La période de transition serait forcément très longue et donc génératrice d'incertitudes pour tous les acteurs de l'économie globale. Sortir du dollar ne serait pas une opération facile compte tenu du rôle considérable du billet vert dans le financement de l'économie globale. Disposer d'un nouveau cadre stable sera un processus long avec une dimension autoritaire pour l'imposer.

Cela voudrait dire aussi une forme de repli des activités économiques sur les zones d'influence et donc un ajustement long et douloureux de la croissance et de l'emploi.

La perte de confiance dans le dollar résultant de la politique de la Maison Blanche ne se transformera pas spontanément en un nouveau cadre. Les processus sont longs et chaotiques au risque d'être associé à des conflits puisque l'absence d'ajustement au sein de chaque zone provoquerait des tensions qui pourraient devenir insupportables.

Le basculement américain, sa dimension autocratique et son isolationnisme ne rassurent pas les investisseurs sur les actifs américains et le dollar. Mais le basculement inéluctable sera porteur du chaos.



## 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.