

Les clefs de la semaine du 31 mars 2025

Parait le mercredi 2 avril

La conjoncture de la semaine

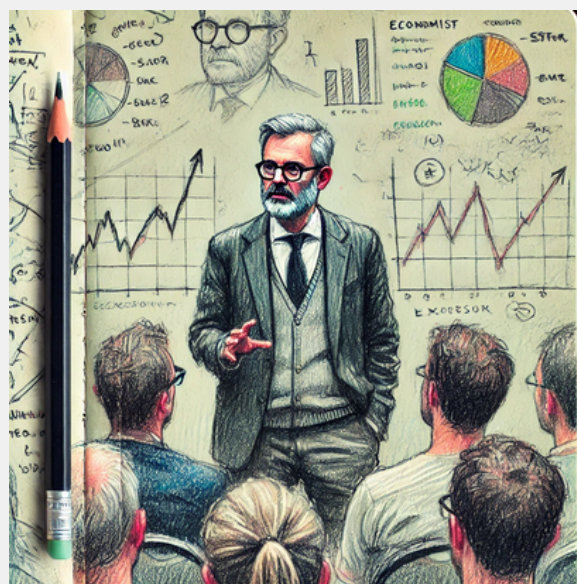
- La démographie en France n'a-t-elle pas évolué de façon particulière depuis quelques courts mois ?, Page 2
- Qu'est ce qui pourrait expliquer le changement de tendance dans la natalité au début des années 2010 ?, Page 2
- Ces phénomènes sont ils spécifiques à la France ?, Page 2
- Le taux d'inflation a ralenti en zone Euro au mois de mars. Bonne nouvelle?, Page 3
- Comment se porte l'industrie manufacturière en zone Euro ?, Page 3
- Quels signaux pour les prochains mois ?, Page 3
- A l'échelle globale, comment évolue la conjoncture manufacturière ?, Page 4
- L'ISM manufacturier dispose-t-il néanmoins de signaux plus favorables sur l'activité ?, Page 4
- Et le consommateur ?, Page 4

Mes lectures et points de vue de la semaine

- Les tarifs douaniers américains : déstabilisateurs et inflationnistes, Page 5
- Le monde a changé sans l'Europe, Page 6

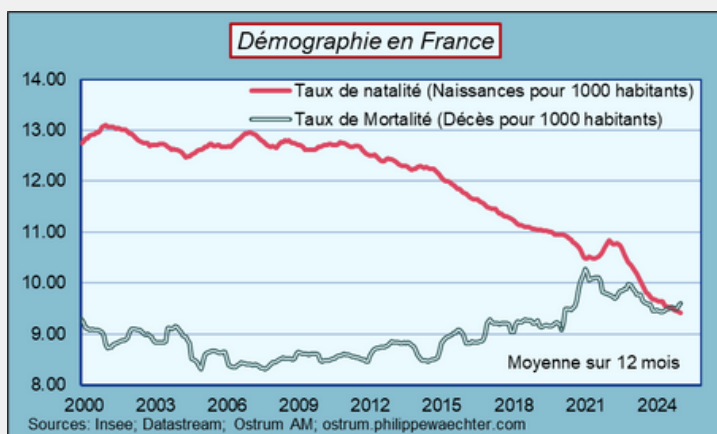
Vidéo / Podcast

- Le monde devient-il un jeu à somme nulle ?, Page 7



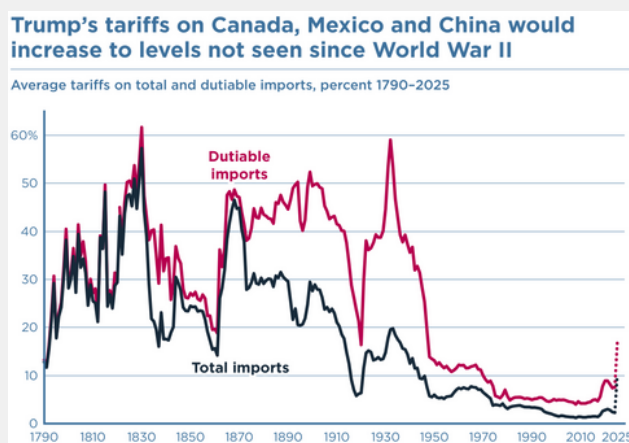
Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:

La dynamique démographique de la France



A suivre cette semaine

Les conséquences de la hausse des droits de douane aux USA





La conjoncture au 2 avril

La démographie en France n'a-t-elle pas évolué de façon particulière depuis quelques courts mois ?

Quand on parle de changement structurel, il y a une forme de rupture à la française sur le plan démographique.

Le graphe en est une.

Le taux de natalité est passé en janvier et février sous le taux de mortalité. Celui-ci est relativement stable alors que le nombre de naissances chute fortement.

Deux implications immédiates

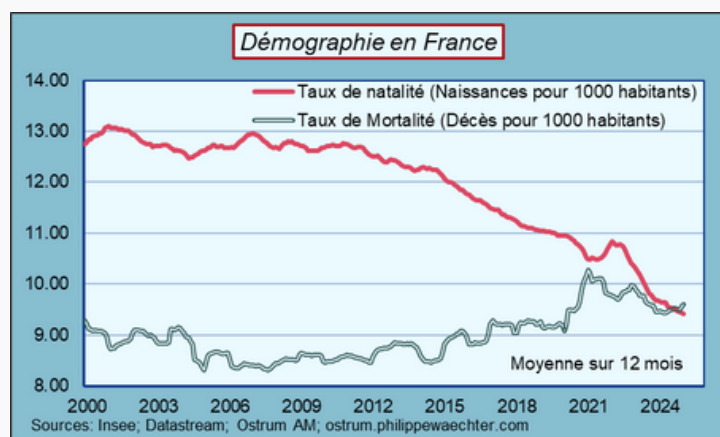
1 - C'est une mesure directe du vieillissement de la population. Le natalité, toute seule, ne permet plus de compenser les décès. La population vieillit et se réduit. Les projections démographiques de l'Insee montrent qu'avant 2030, le nombre de jeunes de moins de 20 ans deviendra inférieur au nombre de personnes de plus de 65 ans. C'est historique.

2 - Ce phénomène ne peut être inversé immédiatement que par de nouveaux flux migratoires.

En l'état, deux conséquences

1 - Le vieillissement est un frein à la croissance. Selon des projections de Thomas Cooley et alii (2024), il pourrait peser jusqu'à -0.3% par an sur la progression du PIB par tête. C'est loin d'être négligeable.

2 - Il faut inciter ceux qui travaillent à le faire de façon plus efficace. Cela passe par une allocation des revenus plus en faveur de la population active. Cela passe aussi par un allongement de la durée du travail pour réduire l'impact du vieillissement sur la formation des revenus, revenus qui servent à payer les pensions de retraite.



Qu'est ce qui pourrait expliquer le changement de tendance dans la natalité au début des années 2010 ?

Il y a plusieurs facteurs qui interviennent. Le premier est commun à tous les pays développés. L'inflexion de taux de fécondité ralentit tendanciellement avec le ralentissement de la croissance. La croissance a bouleversé les formes de l'économie et à améliorer les conditions sanitaires. Les normes familiales changent en

en conséquence. La natalité n'est pas indépendante des bouleversements qui jalonnent l'économie. On note ainsi que le mouvement de repli sur la natalité est très fort sur les pays qui ont bénéficié d'une croissance très rapide dans un passé récent. On pense au Japon et à la Corée par exemple.

L'autre explication est la situation des femmes au sein de la société et de la famille. Elles font des choix de carrière qui peuvent être indépendants des décisions liés à la reproduction. Cela traduit aussi une volonté d'autonomie que l'on constate par un taux de vie en commun plus réduit. Dès lors, les revenus des femmes, plus réduits que ceux des hommes à qualifications identiques, peuvent réduire leur souhait de porter des enfants.

Les décisions des femmes deviennent-elles ainsi plus indépendantes des choix faits par les hommes.

Cette volonté de participer aux choix de la société modifie la hiérarchie des priorités.

Ces phénomènes peuvent être accentués par des effets conjoncturels liés à un environnement macroéconomique moins porteur depuis la grande récession.

Ces phénomènes sont ils spécifiques à la France ?

Non, la baisse du taux de natalité s'observe dans presque tous les pays du monde. Les mouvements sont beaucoup plus rapides que ce qui était généralement anticipé. Cela va forcément affecté la dynamique de l'économie mondiale. Une société qui vieillit est moins innovante et plus conservatrice, moins ouverte à l'aventure. On crée moins de start up à 60 ans qu'à 20. On est moins innovant à 60 ans qu'à 20 même si on trouvera toujours des exceptions.

Quelques éléments de référence.

En Italie le taux de fertilité était de 1.18 en 2024, la Corée, la Chine, Taiwan ou encore l'Espagne ont un taux inférieur à 1.4. En France, en 2024, le taux de fécondité était de 1.62. Rappelons que le taux de remplacement qui permet de maintenir la population stable est de 2.1 hors phénomènes migratoires.

Le point commun aussi est que les mesures fiscales et d'incitation ne sont généralement pas très efficaces pour inverser cette tendance. L'Italie l'observe avec un gouvernement Meloni souhaitant inverser rapidement la tendance sans y parvenir.



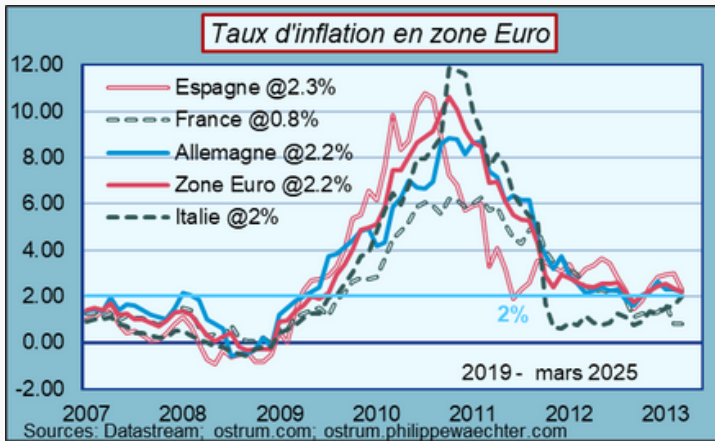
La conjoncture au 2 avril

Le taux d'inflation a ralenti en zone Euro au mois de mars. Bonne nouvelle ?

Pour les grands pays de la zone Euro, le taux d'inflation s'est infléchi en mars. La seule exception est l'Italie pour lequel la hausse des prix se normalise après plusieurs mois de taux d'inflation très bas.

Pour la zone Euro, le taux d'inflation s'est inscrit à 2.2% en mars contre 2.3% en février. L'acquis d'inflation pour 2025 à fin mars est de 1.4% à comparer avec un taux d'inflation moyen de 2.4% en 2024.

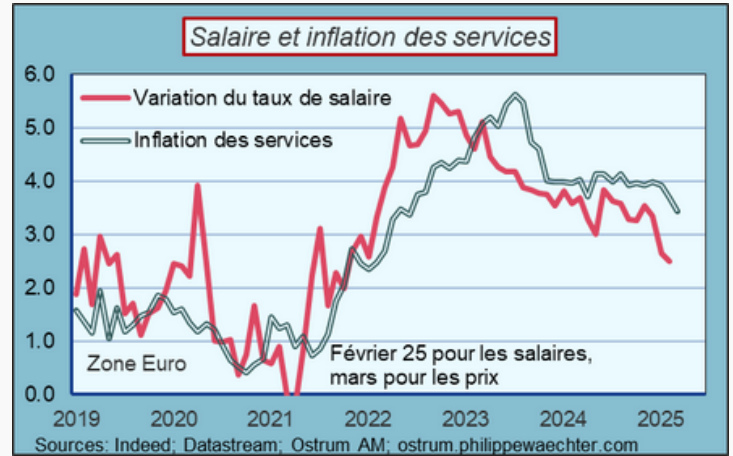
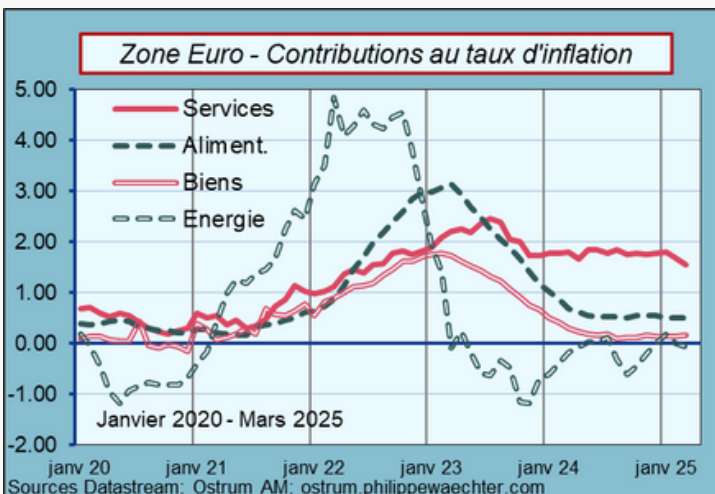
Le taux d'inflation sous-jacent s'est inscrit à 2.4% et l'acquis pour 2025 à la fin mars est de 1.3% à comparer à un chiffre moyen de 2.85% en 2024.



Le point intéressant est le repli, enfin, de la contribution du prix des services. Le cailloux dans la chaussure de Christine Lagarde s'amenuise. On voit d'ailleurs dans le 3ème graphe que cela n'est pas surprenant au regard du profil du taux de salaire en zone Euro (avec un effet retard habituel)

Les contributions des prix alimentaires et des prix des biens sont stables, seule celle de l'énergie baisse encore mais c'est un indicateur volatil.

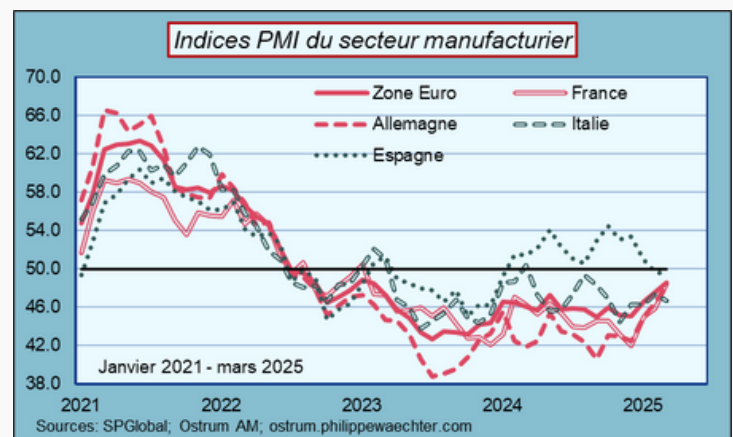
Le taux d'inflation et les indicateurs de prix compris dans les enquêtes ne sont pas des obstacles à une politique monétaire plus accommodante.



Comment se porte l'industrie manufacturière en zone Euro ?

Les indices définitifs de l'enquête de Standard and Poor's pour le secteur manufacturier en mars montrent des signes d'amélioration. Cela peut paraître paradoxal au regard du contexte international dans l'attente des mesures sur les échanges internationaux qui seront annoncés par la Maison Blanche.

L'activité continue de se contracter mais à un rythme plus lent que dans un passé récent. Les fragilités s'observent en Espagne où l'indice reste sous le seuil de 50 pour la première fois depuis le début 2024 et en Italie où l'indice ne remonte pas contrairement à l'Allemagne et la France.



Quels signaux pour les prochains mois ?

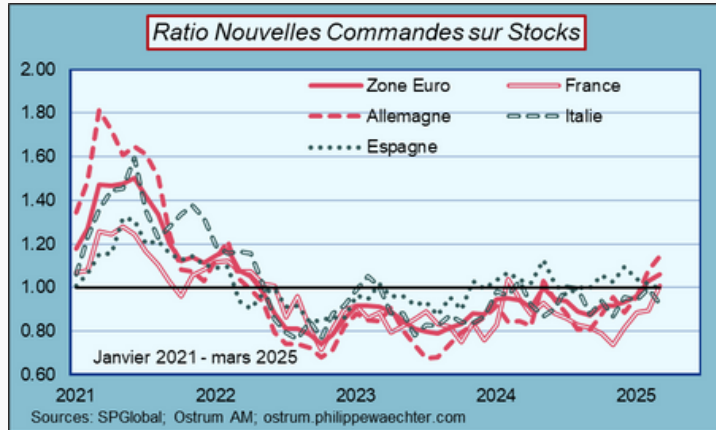
Le ratio Nouvelles Commandes sur Stocks qui est regardé pour jauger de l'évolution de l'activité est plutôt meilleur que durant les derniers mois.

En Allemagne et en France, ce ratio revient au-dessus de 1. Cela veut dire que, toutes choses égales par ailleurs, la hausse des commandes est plus forte que celle des stocks et que pour satisfaire à cette demande supplémentaire il faudra produire davantage. C'est un indicateur généralement bien corrélé avec la variation de la production industrielle à 3 mois.



La conjoncture au 2 avril

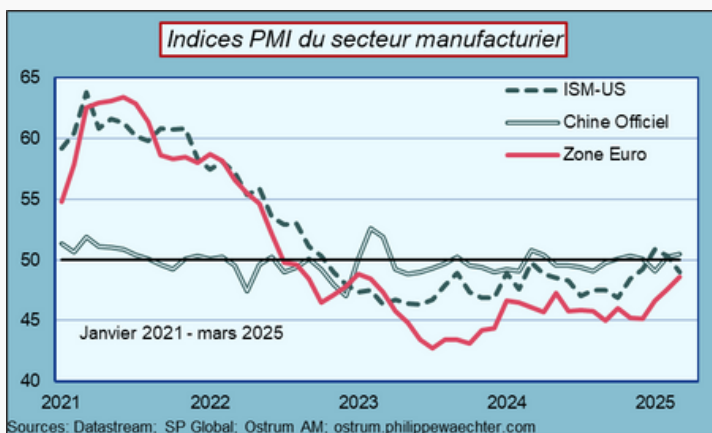
En Espagne, l'indice revient sur un alors qu'il était bien supérieur à ce chiffre au cours des mois précédents. EN Italie, la conjoncture manufacturière reste déprimée sans anticipation d'amélioration rapide.



Ne nous réjouissons pas trop vite car les mesures tarifaires américaines pourraient nous forcer à revoir notre copie rapidement.

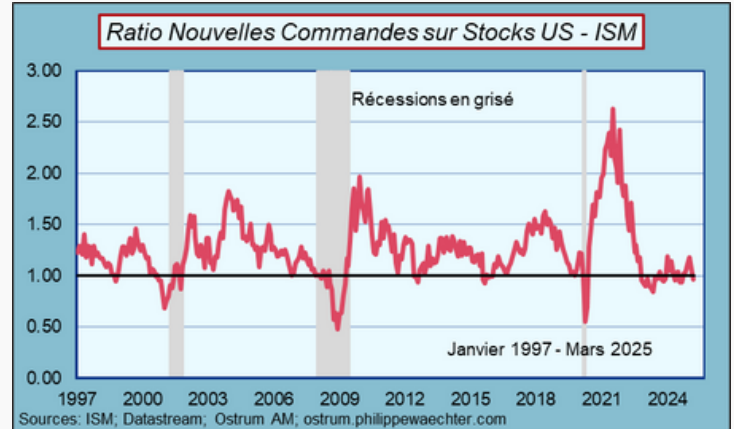
A l'échelle globale, comment évolue la conjoncture manufacturière ?

La dynamique manufacturière reste sur une note modérée. Les indices sont proches de 50. L'indice américain de l'ISM qui était au-dessus de ce seuil en janvier a rechuté en mars. L'indice chinois est stable, ne montrant pas d'impulsion comparable, par exemple, à ce qui est observé dans la dynamique des exportations. Bref, le secteur manufacturier ne crée pas une dynamique sur laquelle l'ensemble de l'économie trouvera un support pour rebondir. Et c'est avant les mesures sur les tarifs douaniers.



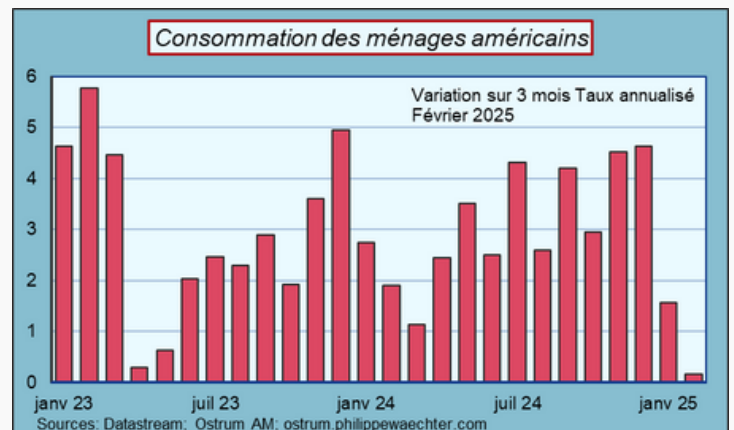
L'ISM manufacturier dispose-t-il néanmoins de signaux plus favorables sur l'activité ?

Là aussi je regarde le ratio des nouvelles commandes sur les stocks et il n'y a pas d'orientations précises. Le ratio est proche de l'unité.



Et le consommateur ?

Il reste prudent. Sa consommation apparaît moins dynamique en dépit d'une progression robuste de son revenu sur les deux premiers mois de l'année. C'est un facteur de fragilité de la conjoncture américaine. Dans la prévision des chiffres du premier trimestre fait par la Fed d'Atlanta, la dégradation constatée au début du mois d'avril (l'indicateur montre un recul de -3.7% du PIB au T1 en rythme annualisé) résulte en grande partie du changement d'allure de la consommation. Sur ce point, on avait vu la semaine dernière que les ménages étaient inquiets sur leur emploi dans les prochains mois, de l'évolution de leur revenu et s'interrogeaient quant à une hausse durable de l'inflation. Bref, on manque de confiance sur le profil de l'économie US.





Les tarifs douaniers américains : déstabilisateurs et inflationnistes

La mise en place de tarifs douaniers de 25% aux frontières américaines sera annoncée le 2 avril. L'objectif pour l'administration Trump est double:

- 1- Collecter des recettes avec l'objectif à terme de remplacer l'impôt sur le revenu
- 2- Plus concrètement de relocaliser la production sur le sol américain.

Une entreprise qui voudrait accéder au marché américain doit payer un droit d'entrée. L'ampleur des recettes reflèterait l'attractivité de marché américain. Ces recettes élevées permettraient de réduire d'autant les impôts sur le revenu. Ce week-end, Peter Navarro, très proche de Trump, parlait ainsi des tarifs douaniers comme d'une excellente nouvelle pour les ménages.

La question est de savoir qui paiera la taxe ?

Est-ce le consommateur américain si l'entreprise répercute la taxe dans son prix de vente ?

Ou est ce l'entreprise étrangère qui réduira sa marge pour conserver le même prix ?

Le résultat dépendra du caractère compétitif du marché localement et du secteur d'activité. Mais on ne peut faire a priori l'hypothèse que les entreprises étrangères accepteront de réduire spontanément leur marge. Ce n'est pas ce que nous enseignent les expériences passées, notamment des hausses de taxes du premier mandat Trump. Le consommateur paiera.

Pour Trump, les entreprises étrangères doivent être incitées à s'installer aux US pour profiter pleinement du marché américain. Ce n'est jamais aussi simple. Si le déficit commercial américain est aussi important c'est en partie parce que les conditions de production sur le territoire US ne sont pas favorables par rapport à d'autres lieux. Qu'est ce qui rendrait les sites américains plus compétitifs ? La taxe ? Pas sûr.

Le marché de l'automobile est intéressant de ce point de vue. Depuis la création de l'espace de libre échange nord américain le 1er janvier 1994, les implantations des usines des constructeurs ont été optimisées entre le Mexique, le Canada et les USA. Les chaînes de production font que les produits circulent entre les trois pays pour accroître l'efficacité du processus. La taxe va potentiellement rendre les voitures américaines plus chères puisque les produits mexicain et canadien paieront la taxe.

Relocaliser la production aux US n'est pas simple. Les usines les plus récentes sont au Mexique et au Canada. Celles localisées aux US sont vieilles manquant d'efficacité même si elles ont été modernisées. Une relocalisation demanderait un effort d'investissement considérable que les constructeurs ne sont pas prêts à faire. En outre cela prendrait un temps très important. Le marché de l'automobile risque d'être déstabilisé pour longtemps soit par des hausses de prix soit parce qu'il faut relocaliser mais avec un investissement considérable au préalable.

Or l'automobile est un élément clé du processus industriel américain. Si ce secteur est désorganisé et perd en efficacité c'est l'ensemble de l'économie qui sera affaibli.



Le monde a changé sans l'Europe

«Nous n'avons pas d'alliés éternels, et nous n'avons pas d'ennemis perpétuels. Nos intérêts sont éternels et perpétuels, et il est de notre devoir de suivre ces intérêts.». Ce sont ces propos de Lord Palmerston, ministre des Affaires Etrangères britannique en 1848 que l'Europe aurait dû inscrire de longue date dans son schéma de politique étrangère.

Avec les ruptures qui s'observent à l'échelle globale, l'Europe se trouve démunie. Elle qui a cru plus que toute autre partie du monde que les échanges, la démocratie et les institutions étaient les ingrédients suffisants pour un cadre pacifique durable. Cette Europe de la paix a probablement loupé des moments qu'il aurait fallu saisir pour adopter une stratégie géopolitique cohérente avec un environnement changeant.

Aujourd'hui, la politique peu en faveur de l'Europe, menée par la Maison Blanche depuis l'arrivée de Donald Trump, crée la perception que le vieux continent s'est, pendant longtemps, laissé aller à une forme d'euphorie, repliée sur sa propre construction et finalement assez peu attentive aux affaires du monde.

Selon Jo Inge Bekkevold dans un article récent de Foreign Policy, l'Europe a manqué de vigilance à trois moments importants de l'histoire récente.

Le premier est l'incapacité à reconnaître le renouveau impérial de la puissance russe. Les échanges notamment sur l'énergie reflétaient cette idée que l'approfondissement des échanges serait bénéfique et procéderait à la stabilité du continent. Cela n'a pas permis de voir le regain de la puissance russe.

Le deuxième point est que la montée en puissance de la Chine a forcé les Américains à reporter leur attention militaire sur le Pacifique et à délaisser l'Europe. Ce changement d'orientation de la politique a eu lieu au début de la décennie 2010 mais n'a pas incité les Européens à se réarmer. Le budget militaire n'a augmenté que dans 4 pays. C'est bien insuffisant au regard du retrait déjà perceptible des Américains.

Le troisième moment est le rapprochement de la Chine et de la Russie dès 2014. La Chine a permis à la Russie de ne pas se percevoir isolée malgré les tensions en Ukraine après l'invasion de la Crimée.

Ces trois moments récents auraient dû être des alertes pour l'Europe, des signaux de leur isolement par rapport aux trois autres puissances. Il faut maintenant compenser la fin de l'accès à bon prix du gaz russe, prendre en compte le changement d'intérêt des Américains, l'accord sino-russe et constater que le parapluie américain sur l'Europe n'est plus aussi efficace.

Ainsi, sur un temps restreint, l'Europe doit-elle s'inscrire dans une stratégie qui aurait pu être mise en œuvre depuis une dizaine d'années. Cela aurait été bénéfique pour la croissance et n'aurait pas engendré la précipitation et l'urgence dans laquelle l'Europe est plongée désormais avec un risque de désorganisation pénalisant l'activité et l'emploi. Le monde avait changé et l'Europe ne voulait pas s'en apercevoir.



Le monde devient-il un jeu à somme nulle



Vidéo: Le monde devient-il un jeu à somme nulle ?

Podcast: Le monde devient-il un jeu à somme nulle ?

Transcription

La hausse des tarifs douaniers sur l'automobile mis en place par la Maison Blanche montre bien que le monde a changé.

Avant, on était dans un cadre gagnant-gagnant. Ceux qui participaient aux échanges internationaux en bénéficiaient. On était dans un monde à somme positive.

Avec le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, on rentre dans un cadre différent, qui est un cadre où le jeu est à somme nulle.

Cela veut dire que si je veux étendre mon pouvoir, je dois prendre aux autres. C'est un changement tout à fait radical.

Ce qui a changé également, c'est que les pays autocratiques, la Chine, la Russie et quelques autres, avaient les États-Unis comme contrepoids.

Ça n'est plus le cas.

Les États-Unis, avec Donald Trump à la Maison Blanche, deviennent un pays autocratique. Ça se traduit par la capacité à violer les principes de souveraineté à vouloir récupérer le Groenland, le Canada ou Panama.

C'est un changement radical de l'équilibre global.

Que doivent faire les Européens dans ce cadre-là ?

Eh bien, probablement réfléchir différemment. Parce que les outils qui étaient utilisés par le passé, qui étaient très efficaces, ne le sont plus.

Il faut qu'on réfléchisse, qu'on change notre approche du commerce international, parce que les autres ont changé leur approche, à nous de nous y préparer.

Et de ne pas aller au combat avec un couteau à beurre.



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.