

L'emploi américain et l'activité manufacturière Ma chronique du mardi

La croissance de l'emploi américain est robuste. Est-ce un effet Trump ?

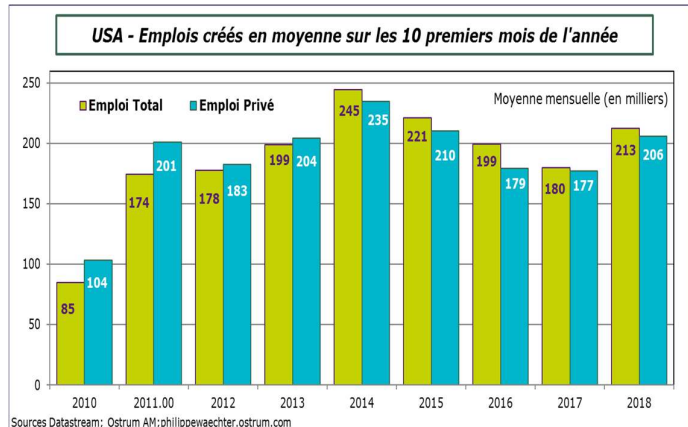
L'économie US a créé 250 000 emplois en octobre. C'est un peu plus que la moyenne (213 000) observée depuis le début de l'année. Cependant, généralement, le mois d'octobre est un mois plutôt généreux en nouveaux emplois, l'an dernier le chiffre était de 271 000 et depuis 2013, 246 000 emplois sont créés en octobre contre 206 000 en moyenne pour tous les autres mois.

Globalement le marché du travail va bien et traduit une économie dont le taux de croissance est soutenu mais qui n'a cependant rien d'excessif à 2.25% par an en moyenne depuis 2011.

Ce mouvement haussier est-il lié à la politique mise en œuvre par Trump ?

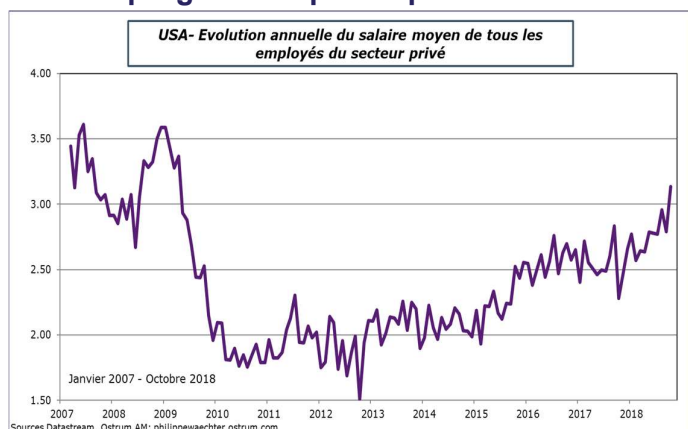
Non si l'on regarde la tendance car le mouvement observé sur l'économie US se cale sur le cadre qui avait été mis en place par le duo Obama Yellen. La présidente de la Fed avait créé les conditions d'une reprise sans choc alors que l'inflation était réduite. Cela a permis une trajectoire peu volatile de la croissance favorable au marché du travail.

La politique de Trump s'inscrit dans le prolongement de ce profil. La hausse de l'emploi un peu plus marquée en 2018 est l'effet de la politique volontariste menée par le locataire de la Maison Blanche et qui se traduit par une demande domestique soutenue, via la réduction des impôts et la hausse des dépenses publiques. Cela se traduit d'ailleurs par un déficit public au-delà de 5% du PIB.



Le risque inflationniste ne s'accroît-il pas avec la progression plus rapide des salaires ?

L'évolution du salaire moyen dans le secteur privé est repassée au-dessus de 3% pour la première fois depuis 2009. Les pressions nominales s'accroissent enfin avec l'accentuation et l'allongement du cycle économique. On retrouve des territoires cohérents avec davantage de pressions inflationnistes d'autant que la productivité reste limitée. Cela, pour autant, ne se traduit pas pour l'instant par une hausse des coûts salariaux unitaires qui sont toujours autour de 2%.



N'est-ce pas la bonne politique à adopter si l'on veut créer davantage d'emplois ?

L'Amérique a adopté avec l'arrivée de Donald Trump une politique très expansionniste alors que la politique monétaire de la Federal Reserve l'était aussi. Comme l'économie US est peu ouverte, l'impact sur le cycle conjoncturel a été plutôt positif. La croissance est soutenue et les emplois créés sont nombreux ce qui se traduit par un taux de chômage très faible à 3.7% de la population active. Il pourrait

baisser encore davantage puis le nombre de personnes (en % de la population en âge de travailler) qui ont un emploi ou qui en cherche un est toujours inférieur à ce qui était constaté avant la crise.

C'est la recette miracle alors ?

Hélas non. D'abord et chacun d'entre nous l'a constaté, la banque centrale américaine a changé de régime depuis l'instauration de cette politique. Les taux de la Fed remontent et son président Jay Powell n'a aucune envie de s'arrêter là puisqu'il considère que la politique budgétaire n'est pas soutenable à moyen terme. Il faut réduire l'aspect accommodant du policy-mix pour que l'économie US suive une trajectoire d'expansion à moyen terme.

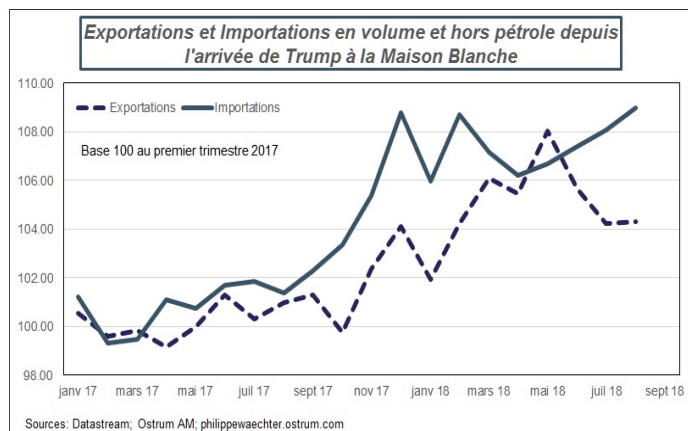
La Fed craint l'apparition de déséquilibres qui seraient pénalisants. On doit toujours s'attendre à des pressions inflationnistes un peu plus fortes indépendamment du prix du baril de pétrole. L'accentuation de la demande domestique devrait se traduire par des tensions haussières. C'est d'ailleurs sur ce point que l'on perçoit le mieux le changement de stratégie de la banque centrale. Par le passé, sous la présidence de Janet Yellen, l'inflation était bien inférieure à la cible de 2%. La Fed n'avait alors aucune raison de durcir le ton puisque cela aurait été prendre un risque sur la croissance alors que l'inflation ne menaçait pas. Aujourd'hui Jay Powell veut intervenir de façon préventive pour limiter le risque d'une accélération de l'inflation qui proviendrait d'une demande domestique excessive.

L'autre risque est de voir le déficit extérieur s'accroître. On observe déjà que, depuis la prise de pouvoir de Donald Trump, les importations en volume et hors pétrole progressent plus vite que les exportations.

La demande interne plus forte provoque une hausse des importations, c'est un phénomène traditionnel observable dans la plupart des pays. En outre et de façon plus récente, on ne peut exclure qu'une partie de cette hausse des importations traduise des achats de précaution au cas où les droits de douane viendrait encore à augmenter. Ce phénomène n'est pas viable.

C'est pour cela que la Fed préfère peser lourdement sur l'activité plutôt que de laisser se développer ces déséquilibres.

Le dernier point est qu'une telle politique n'est possible que parce que les Etats-Unis ont et créent la monnaie mondiale. Cela est un avantage considérable dont ne bénéficie aucun autre pays.



La zone Euro ne pourrait-elle pas aller dans le même sens ?

Ce n'est pas aussi simple. D'abord parce que le cadre institutionnel de la zone ne permet pas une politique budgétaire aussi expansionniste. On a bien vu lors des discussions récentes qu'il n'existait pas de consensus sur le rôle de la politique budgétaire. Entre les pays de la ligue hanséatique qui veulent garder une politique budgétaire indépendante, l'Allemagne et quelques autres qui souhaitent un équilibre budgétaire presque permanent et la France et quelques autres qui veulent disposer d'une politique budgétaire commune et active, on voit qu'il n'y a pas d'homogénéité entre les composantes de l'Union Européenne ou de la zone Euro. Il n'y eut alliance dans le passé que lors du choc de 2008. C'est un cas bien particulier.

Par ailleurs, l'euro n'est pas la monnaie de référence et ne donne pas à la zone Euro une capacité d'intervention similaire à celle des Etats-Unis. On voit bien, au moment de la mise en œuvre des sanctions américaines sur l'Iran, que la zone Euro ne peut que s'aligner sur les desiderata de l'Amérique sauf à

prendre le risque de ne plus avoir accès au marché du dollar. Aucun pays ou aucune entreprise de la zone n'a envie de prendre ce risque. L'Europe et la zone Euro en particulier ne sont pas les Etats-Unis et ne bénéficient pas de l'avantage particulier de pouvoir choisir plus facilement.

Mais n'est-ce pas un avantage qui disparaîtra bientôt ?

Il disparaîtra le jour où le pouvoir politique américain ne sera plus capable d'imposer ses vues. Jusqu'à présent le président américain conserve cette capacité. L'Amérique est bousculée par la Chine sur le plan économique, ce n'est pas encore le cas sur le plan politique. C'est ce basculement possible qu'il faudra observer dans le futur. Il est donc un peu prématuré de faire l'hypothèse d'une perte de puissance des USA même si beaucoup en rêvent.

Comment évolue la dynamique conjoncturelle cet automne ?

L'enquête Markit pour le secteur manufacturier à l'échelle du monde continue de montrer une croissance qui ralentit. L'indice s'inscrit à 52.1 en octobre contre 52.2 en septembre mais il était à 54.5 en décembre 2017. C'est un marqueur d'une économie globale qui n'accélère plus et dont le commerce mondial suit une trajectoire plus modérée.

Parmi les évolutions remarquables de cette série d'enquêtes on notera que la dynamique manufacturière continue de ralentir franchement en zone Euro. C'est pour cela qu'imaginer une inversion de tendance sur la

croissance en 2019 est illusoire. Le second aspect est le repli rapide de l'indice britannique. L'indice à 51.1 est le plus bas depuis la période qui a entouré le référendum sur le Brexit. Est-ce que cela intègre la possibilité d'une situation qui ne serait pas aussi favorable pour les britanniques une fois la sortie du Royaume Uni de l'Union Européenne ? On notera que l'indice des services a chuté également.

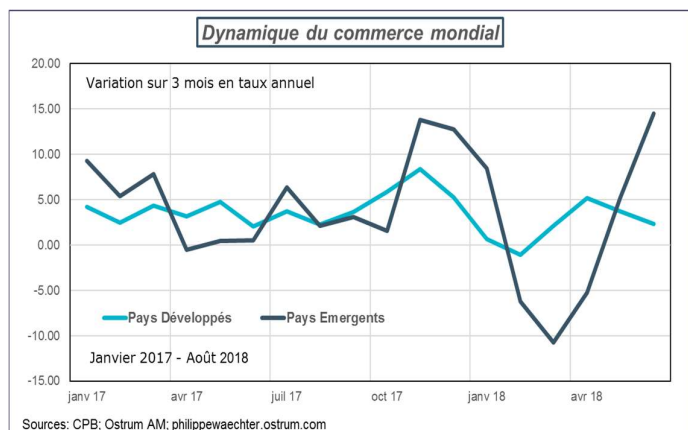
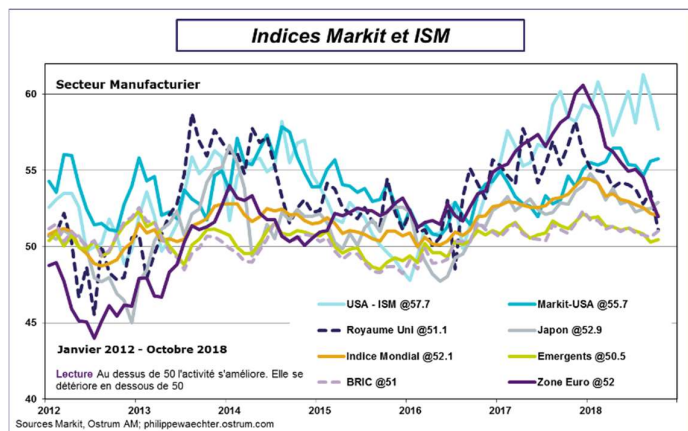
L'indice ISM américain se modère et les indices émergents sont un peu plus forts qu'en septembre.

Donc pas de rupture mais une économie globale qui ne trouve pas la capacité de retrouver une trajectoire franchement haussière.

Le commerce mondial est-il en phase avec ce schéma ?

En août le commerce mondial a légèrement réaccélééré lorsque l'on lisse les données sur 3 mois.

Mais le graphique de droite montre que ce mouvement émane principalement des pays émergents et notamment de l'Asie alors que pour les pays occidentaux, la dynamique des échanges reste modeste. Aux USA et au Japon, les échanges sur 3 mois se contractent.



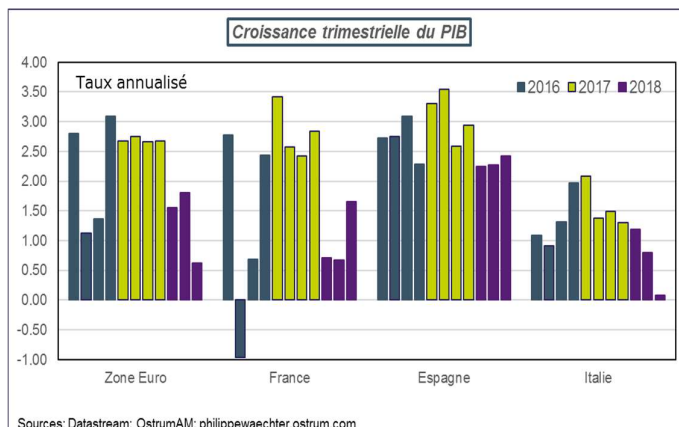
La croissance de la zone Euro peut-elle inquiéter ?

Le rythme de croissance au troisième trimestre a franchement ralenti en zone Euro passant de 1.8% en taux annualisé au T2 à 0.6%. Ce ralentissement ne provient pas de la France puisque la croissance y est un peu meilleure ni de l'Espagne où l'activité progresse à un rythme proche de celui des deux premiers trimestres. Cela provient en partie de l'Italie mais cela n'est pas suffisant pour comprendre l'inflexion européenne. On attend le chiffre allemand avec impatience.

(Une analyse plus complète sur la France est développée sur mon blog)

La dynamique confirme que le pic du cycle a été atteint à la fin de 2017 et que désormais l'activité converge vers son potentiel qui est un peu plus réduit que les forts chiffres enregistrés en 2017.

L'acquis pour 2018 à la fin du troisième trimestre est de 1.8% en zone Euro, de 1.5% en France, de 2.4% en Espagne et de 1% en Italie.



Mentions légales

Ostrum Asset Management – 43, avenue Pierre Mendès-France – CS 41432 – 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753
Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF II 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 notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui 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 perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

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.