

Le rebond de la croissance est il durable ? Ma chronique hebdo

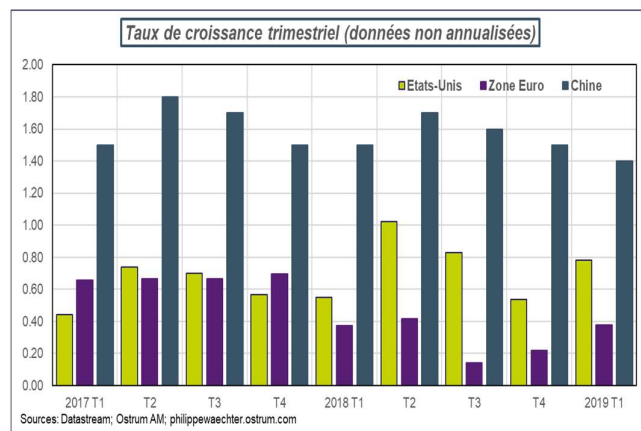
La croissance a accéléré en Zone Euro et aux Etats-Unis au cours du premier trimestre 2019 mais s'est infléchi en Chine.

Le pessimisme résultant de la contraction du commerce mondial observée depuis l'automne 2018 a-t-il été excessif ou ce rebond n'est-il qu'une respiration dans un environnement économique préoccupant ? Ces questions vont déterminer l'allure des politiques monétaires et des marchés.

Sur ce point, la Fed n'a pas voulu s'engager lors de sa dernière réunion. Les "indications prospectives" (forward guidance) ont disparu, la banque centrale américaine ne voulant pas donner des possibilités d'interprétation sur ce qu'elle fera (c'est à mon avis pour cela qu'elle détourne l'attention en parlant d'autres mesures de l'inflation. Cela laisse un os à ronger).

Le graphe montre une croissance plus vive au cours des trois premiers mois de l'année de part et d'autre de l'Atlantique. Le ralentissement perçu en zone Euro depuis l'été 2018 ne s'est pas prolongé. Les chiffres espagnol et italien témoignent d'un fort rebond alors que la France s'essouffle un peu. Aux USA, l'expansion retrouve les allures du printemps et de l'été 2018.

Seule la Chine, parmi les grands pays, ne constate pas d'embellie. Son chiffre de progression de l'activité reste cependant proche de ceux constatés depuis 2 ans même si elle est 0.2 point en dessous de la moyenne trimestrielle de 2017 et 2018 (1.4 contre une moyenne de 1.6 par trimestre sur les deux années). Il n'y a, cependant, pas de rupture dans l'allure de la croissance.

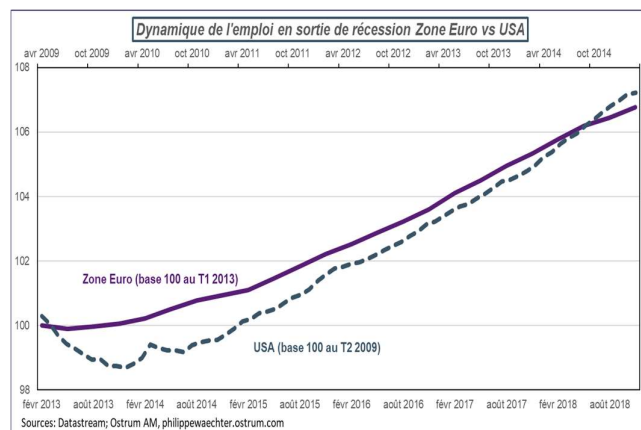


* * *

Une dynamique interne nourrit par l'emploi

Ce changement d'allure doit-il laisser penser que les inquiétudes étaient excessives et que finalement la croissance va repartir de l'avant. C'est la tentation que l'on peut avoir si l'on regarde les chiffres de l'emploi américain pour avril. Le nombre d'emploi progresse rapidement et le taux de chômage est au plus bas depuis 1969 à 3.6%.

Chris Giles, dans le FT de ce lundi, penche vers une dynamique qui n'aurait été que temporairement plus lente. L'emploi continuant de progresser tant aux US qu'en zone Euro, les revenus augmentent et solvabilisent des dépenses de consommation plus solides. La demande interne serait en conséquence plus forte que ce que l'on aurait pu attendre. Cette dynamique interne compenserait les effets négatifs du choc constaté sur le commerce mondial depuis l'été 2018. Une remarque néanmoins concernant les USA puisque dans les chiffres du PIB du premier trimestre, la demande privée n'a progressé que lentement.



Ce qui est dit sur les US est aussi juste pour la zone Euro. De part et d'autre de l'atlantique, l'allure de l'emploi en sortie de récession est comparable et donc la dynamique de revenu est aussi comparable. De ce point de vue, la zone euro n'a pas à rougir de ses performances en termes d'emploi.

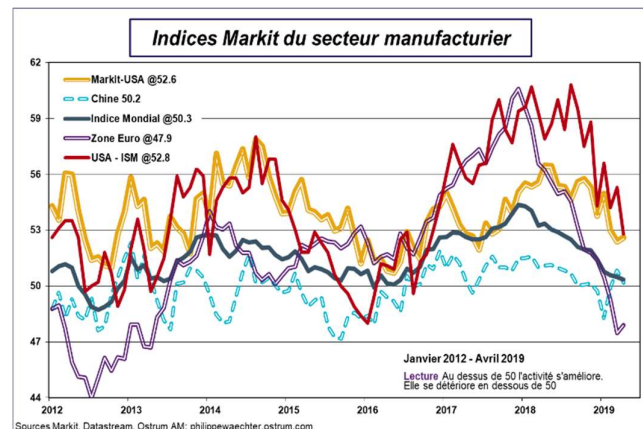
* * *

Une allure du cycle toujours préoccupante

Les inquiétudes sur la croissance globale viennent du ralentissement puis de la contraction des échanges à l'échelle mondiale. Ce phénomène touche l'ensemble du secteur manufacturier. L'indicateur mondial mesuré à partir des enquêtes Markit est désormais proche du niveau d'étiage à 50.3. La zone Euro est la plus touchée comme le montre le graphe. L'indicateur synthétique est passé nettement sous le seuil de 50.

Ce changement d'allure des échanges est au cœur des préoccupations reflétant une contrainte supplémentaire sur l'économie globale.

Les profils des enquêtes ne se sont pas inversés au cours du premier trimestre et les interrogations sur le profil de l'activité demeurent d'autant que les indicateurs sur les commandes à l'exportation sont toujours en territoire de contraction (même l'indicateur de l'ISM aux USA est passé sous le seuil de 50).



* * *

Une dynamique des investissements toujours préoccupante

Ce pessimisme des chefs d'entreprise se retrouve dans l'allure des commandes de biens d'équipement et in fine dans celle de l'investissement. Ces commandes, notamment en Allemagne, se sont contractées au cours des trois premiers mois de l'année 2019, créant une inquiétude sur l'allure de l'investissement au cours des prochains mois dans l'ensemble des pays de l'OCDE.

On ne peut pas avoir de rebond du cycle économique si l'investissement a une allure médiocre. On peut d'ailleurs s'interroger sur l'attente d'une accélération forte de l'investissement manufacturier en France (+11% en 2019 selon l'enquête du mois d'avril par l'INSEE) alors que les entreprises n'ont pas franchement dépensé en biens d'équipement au premier trimestre et parce que l'activité reste plus sur une allure modérée.

J'avais traité de cette question dans ma chronique du 10 avril.

* * *

La question sino-américaine n'est toujours pas réglée

Au-delà de ces interrogations sur le cycle économique, la vraie question est celle d'un comportement moins coopératif constaté à l'échelle global et qui est porteur d'incertitude et de risque.

En témoignent les mesures mises en œuvre par le président américain sur le commerce mondial depuis de nombreux mois maintenant. Cela a provoqué un choc sur le commerce mondial dont les Etats-Unis semblent d'ailleurs les principales victimes en raison de la hausse des prix des produits taxés entrant aux USA. Cette situation non coopérative a encore été mise en avant le week-end dernier avec la menace faite de taxer 200

milliards d'importations de Chine au taux de 25% au lieu de 10%. Ces nouvelles mesures prendraient effet le 10 mai prochain.

Cette nouvelle étape souhaitée par la Maison Blanche reflète le comportement des autorités chinoises quant à l'empressement des américains pour arriver à un accord selon les termes décidés à Washington. Les chinois ont des intérêts à défendre et ne veulent pas les sacrifier sur l'autel des intérêts américains.

Il y a trois questions qui vont créer de l'incertitude et de la volatilité dans les relations entre les deux pays.

D'abord il y a une forte interdépendance entre les deux. Le développement de l'un a été porté par le financement qu'il a assuré à l'autre. Une telle situation s'est traduite par un déficit commercial élevé pour les Etats-Unis dont la contrepartie a été le financement chinois de l'économie US. Les évolutions récentes sont peut-être le début d'un changement d'équilibre. C'est forcément une situation porteuse d'incertitude.

Le deuxième point est, en phase avec le point précédent, la volonté de la Chine de développer encore davantage la "Belt and Road Initiative" créant ainsi une assise plus large au développement chinois. Cela rendrait l'Empire du Milieu moins dépendant des USA, contribuant ainsi à la définition d'un nouvel équilibre. Sur ce point particulier, l'Europe a un rôle à jouer et est en première ligne dans les options prises par la Chine pour le développement de son modèle. C'est d'ailleurs maintenant que les USA veulent renégocier leurs relations avec l'Europe. Des négociations vont s'ouvrir entre les US et l'Union Européenne sous la menace de sanctions sur l'automobile et de la volonté des américains de discuter des subventions qu'ils soupçonnent l'UE de verser à Airbus.

Le troisième point est le bras de fer technologique entre les deux pays dont l'objet est la définition de qui portera la norme technologique de demain et donc qui des deux bénéficiera d'un avantage de monopole. Cette question ne pourra pas être réglée rapidement. Les US sont un peu en retard sur la Chine et la clé ici est un basculement de l'équilibre technologique.

En conclusion, le cycle économique reste sur une allure modérée sans changement de tendance.

Les données disponibles ne valident pas un changement d'allure même si les chiffres du premier trimestre en Zone Euro et aux USA ont été meilleurs que prévu. L'autre point est que la dynamique non coopérative dans les relations entre les USA et la Chine va engendrer et maintenir une forte incertitude qui pénalisera l'allure de la croissance globale dans la durée. Le nouvel équilibre à venir est en train de se construire et c'est pour cela que l'on ne peut s'attendre à un changement de tendance durable sur l'activité. L'incertitude va pénaliser les comportements et se traduire par davantage d'attentisme notamment sur l'investissement.

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.

