

# MyStratWeekly

## 23 janvier 2024



Amplifier votre  
pouvoir d'agir

# Sommaire

- Revue de la semaine – Conjoncture et politique aux Etats-Unis, décision de la BoJ avant la BCE et la BoC
- Thème – Réforme du cadre budgétaire de l'UE

The background features a series of concentric circles in a light pink color, centered on a darker pink background. A small, solid dark teal circle is positioned to the left of the main text.

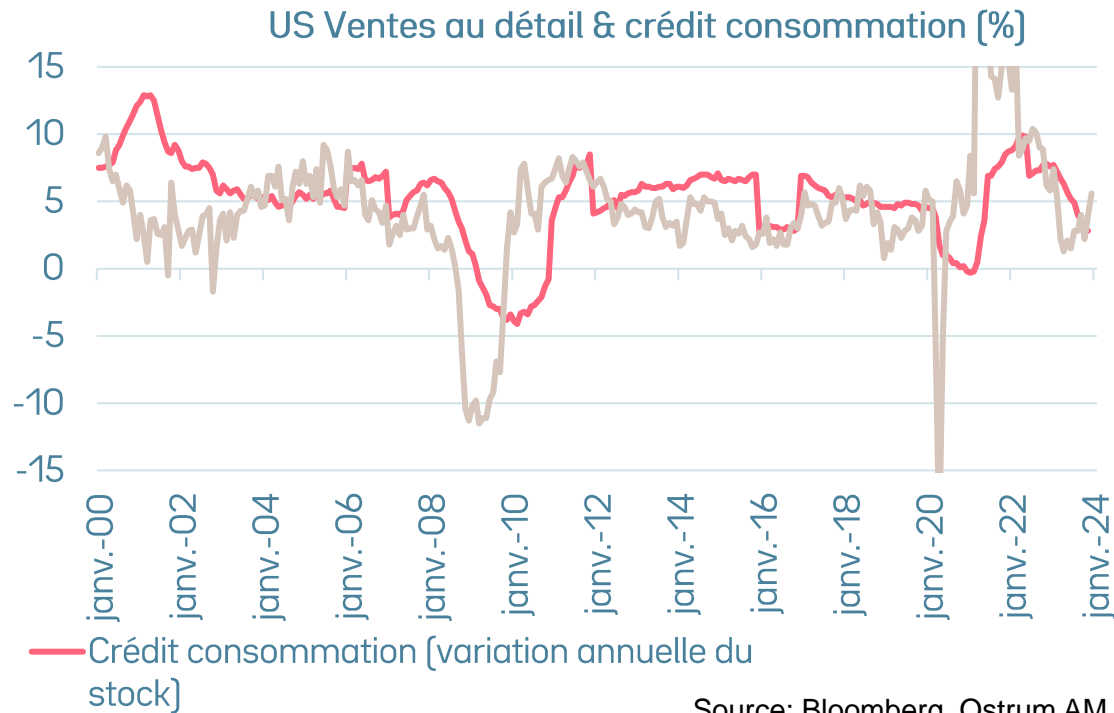
# ● REVUE DE LA SEMAINE

# CONJONCTURE : ÉTATS-UNIS

## Les ventes au détail préfigurent une croissance de 2%+ sur le 4<sup>ème</sup> trimestre

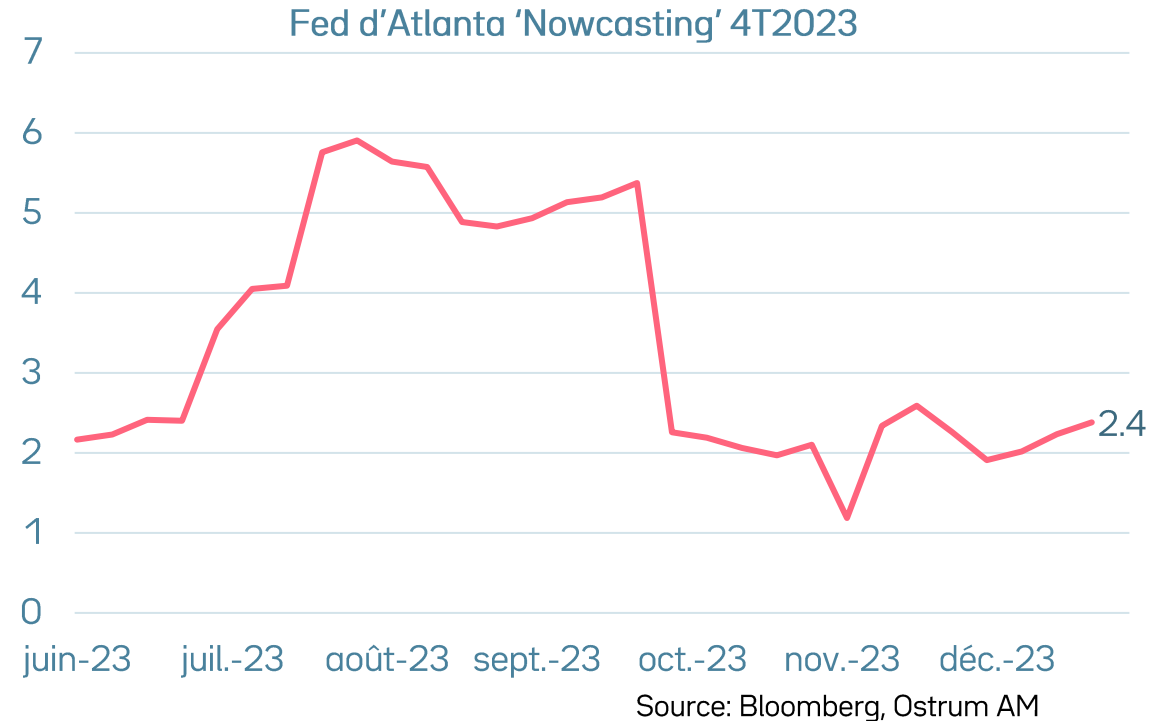
Le consommateur reste très important dans la dynamique de croissance américaine

Le stock de crédit consommation est en hausse de 3% sur un an. Les ventes au détail sont à +5,6%.



## Nowcast du PIB du 4<sup>ème</sup> trimestre

La Fed d'Atlanta projette 2,4% de croissance au T4 avec +2,8% sur la consommation et +3,9% sur les dépenses publiques.



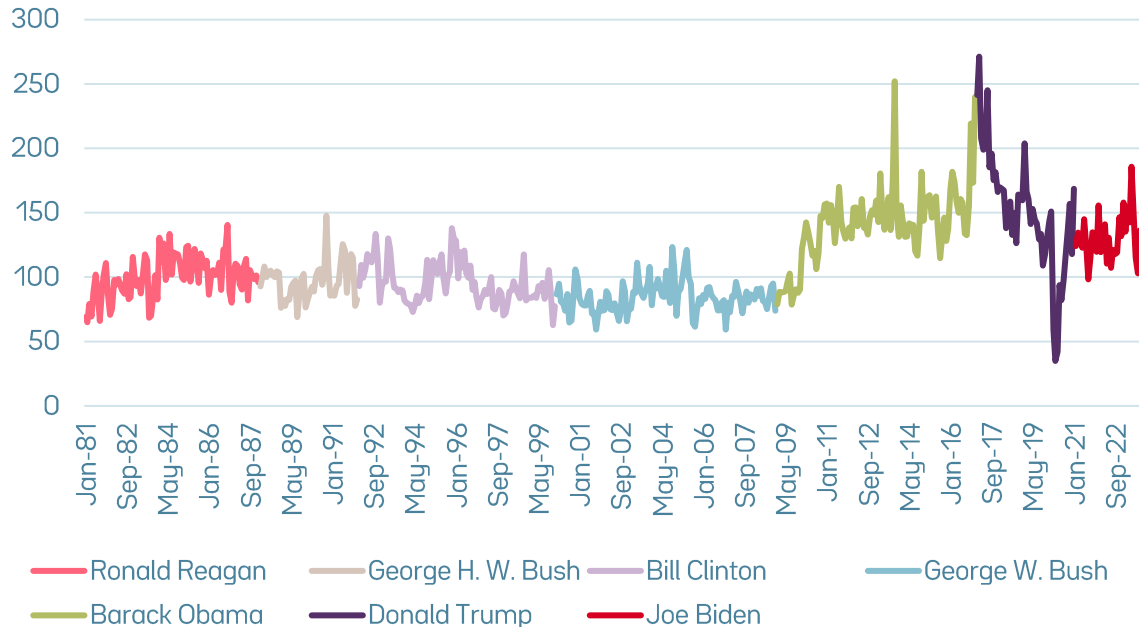
# ÉTATS-UNIS : SITUATION POLITIQUE

## La campagne des Représentants tourne court

L'indicateur de conflit politique reste élevé aux États-Unis

L'arrivée de Trump avait coïncidé avec un pic de stress politique. Le budget n'a pas été voté mais un stop-gap bill repousse le risque de shutdown au 1<sup>er</sup> ou au 8 mars.

Philadelphia Fed: Indice de conflit partisan

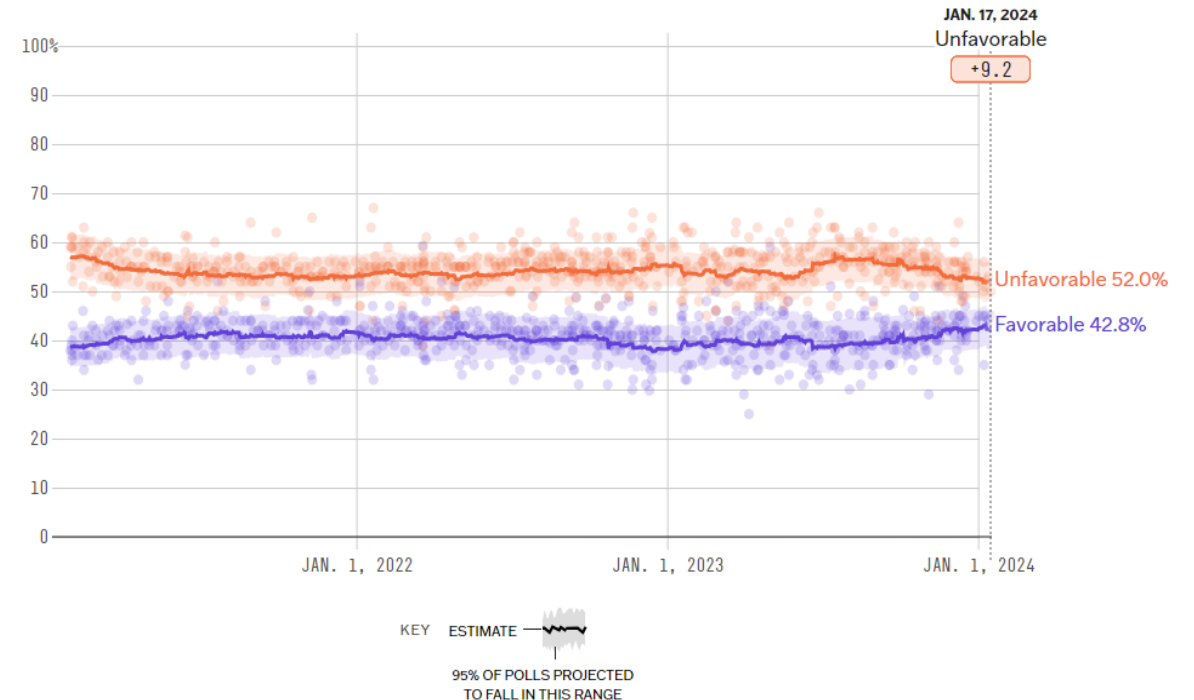


Source: Bloomberg, Ostrum AM

La désignation de Trump est acquise

De Santis a jeté l'éponge et se range derrière Trump. Dans le New Hampshire, Haley a 19 points de retard... Sur le plan budgétaire, des baisses d'impôt non financées comme en 2016 constituent un risque.

Do Americans have a favorable or unfavorable opinion of Donald Trump?





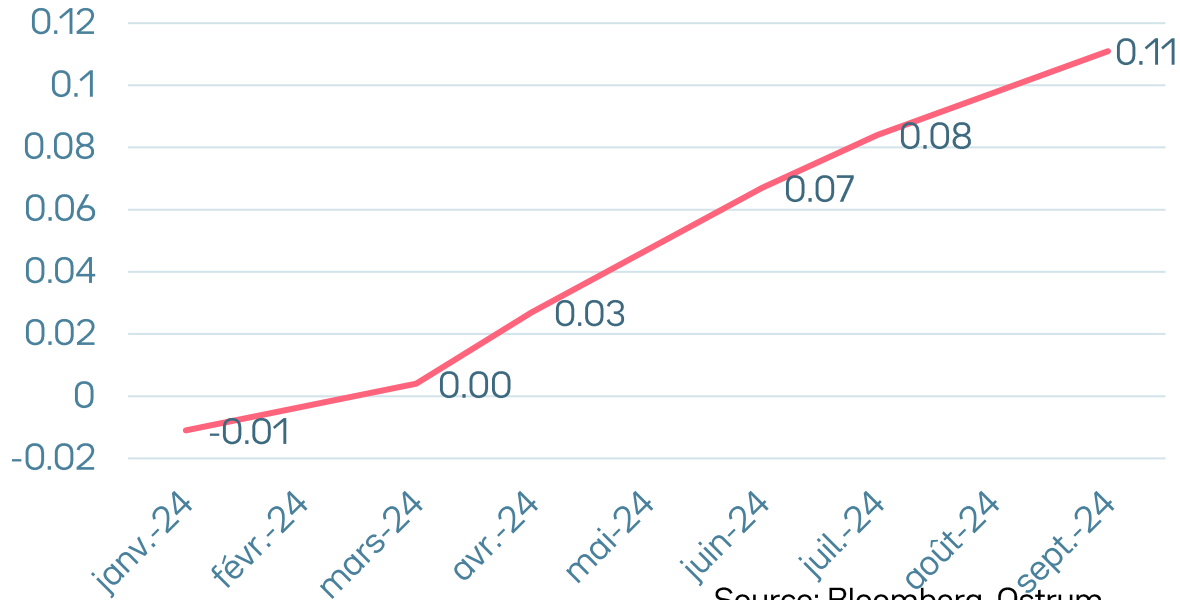
# BANQUES CENTRALES : SEMAINE CHARGÉE AVEC BCE, NORGES, BOJ, BOC...

## La BoJ tarde à resserrer, la BCE a besoin de temps

Le message de la BoJ reste insaisissable

Le marché entrevoit une hausse des taux mais les salaires sont très faibles

JPY OIS - Anticipations de marché

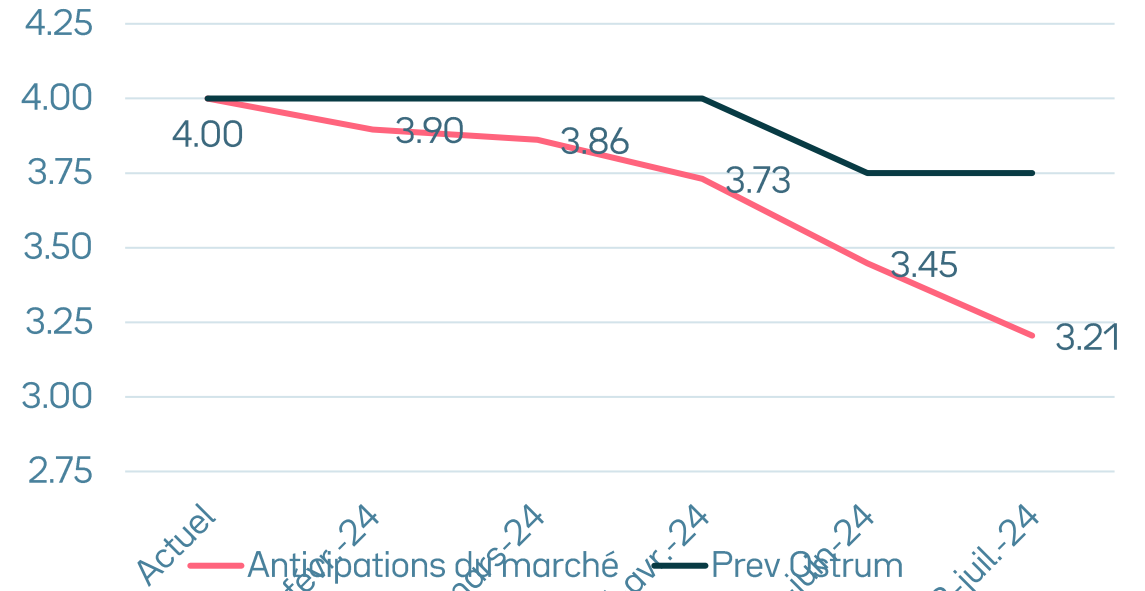


Source: Bloomberg, Ostrum

La BCE évoque l'été pour une première hausse

Le message est assez unanime, même Lane (parmi les plus accommodants) évoque un geste en juin.

BCE : Prévisions Ostrum & Marché



Source: Bloomberg, Ostrum AM

The background of the slide features a series of concentric circles in a light pink color, centered on a darker pink background. The circles create a ripple effect that draws the eye towards the central text.

# ● THÈME D'ACTUALITÉ

RÉFORME DU CADRE BUDGÉTAIRE DE L'UE

# UNE RÉFORME NÉCESSAIRE DES RÈGLES BUDGÉTAIRES

**L'ancien cadre était trop complexe, inefficace, souvent non respecté ce qui posait un problème de crédibilité**

Des règles budgétaires sont indispensables dans une union monétaire comme l'UE. Le pacte de stabilité et de croissance, de 1997, ne se révélait plus adapté pour faire respecter les seuils de 3% de déficit public et 60% de dette publique inscrits dans les traités.

**Complexité des règles :** Elles reposaient notamment sur des critères non observables, comme celui de parvenir à une cible de déficit structurel à moyen terme de 0,5 % à 1 % du PIB.

**Règles procycliques :** Lorsque le pays est en récession, le déficit public s'accroît, du fait de moindres revenus, comme les recettes de TVA, et de la hausse des dépenses publiques pour amortir le choc. Or, les règles budgétaires amplifient le choc, étant donné que les pays sont tenus de réduire ces déséquilibres au prix de moindres dépenses publiques et, souvent, au détriment de l'investissement public, pourtant nécessaire à la croissance de long terme.

**Ajustement irréalisable pour les pays très endettés :** Les anciennes règles stipulaient que les pays ayant une dette publique sur PIB supérieure à 60 % devaient réduire l'excès de dette d'1/20<sup>e</sup> par an.

**Règles inefficaces :** Ces règles n'ont pas permis d'éviter la crise de la dette souveraine [en 2010-2012].

**Problème de crédibilité :** Les sanctions n'ont jamais été adoptées.

**Règles non adaptées à la situation actuelle :** Forte hausse des ratios de dette publique depuis le Covid et importante disparité.



# ACCORD DES 27 SUR LA RÉFORME DU CADRE BUDGÉTAIRE DE L'UE

## Approche différenciée selon les pays et un indicateur unique : les dépenses nettes

2 points essentiels de l'accord se basent sur la proposition de la Commission Européenne d'avril 2023 :

**Approche différenciée selon les Etats en fonction de leurs caractéristiques** (niveau de dette, de déficit, croissance...). Des trajectoires budgétaires pluriannuelles propres à chaque Etat membre seront déterminées. Elles seront basées sur une analyse de la soutenabilité de la dette réalisée par la CE.

**Un indicateur unique : la trajectoire des dépenses nettes** (dépenses publiques hors charges d'intérêt et éléments cycliques). Lorsqu'un pays dépasse le seuil de 3% de déficit public rapporté au PIB ou de 60% de dette publique sur PIB, la CE adressera au pays une « trajectoire technique » de dépenses publiques nettes sur 4 ans. Celle-ci vise à rendre ce cadre moins procyclique. A la fin de la période d'ajustement budgétaire de quatre ans, la dette publique devra être « possiblement » sur une trajectoire baissière ou se maintenir à un niveau inférieur à 60 % à moyen terme et le déficit public devra être ramené et maintenu sous le seuil de 3 % du PIB à moyen terme.

**Allongement possible de la période d'ajustement à 7 ans**, si les pays s'engagent à adopter des réformes et à réaliser des investissements en faveur de la durabilité et de la croissance. Ceux réalisés dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience seront pris en compte.

# ACCORD DES 27 SUR LA RÉFORME DU CADRE BUDGÉTAIRE DE L'UE

## Maintien des règles de procédure pour déficit excessif et ajout d'une clause dérogatoire nationale

**Les règles concernant la procédure pour déficits excessifs ont été maintenues :** la trajectoire des dépenses nettes devra être compatible avec un ajustement structurel annuel minimal du déficit de 0,5% du PIB.

**Période transitoire en 2025, 2026 et 2027 :** la hausse de la charge d'intérêt ne sera pas prise en compte dans le calcul de l'ajustement à réaliser dans le cadre de la procédure pour déficit excessif.

En cas de non-respect des règles, l'amende pourrait atteindre jusqu'à 0,05% du PIB et s'accumulerait tous les 6 mois jusqu'à ce qu'une action suivie d'effets soit menée.

**Clauses dérogatoires :** La clause dérogatoire générale au niveau de l'UE a été maintenue en cas de fort ralentissement de l'activité. Une clause dérogatoire nationale a été ajoutée en cas de circonstances exceptionnelles.

**Surveillance de la mise en place des règles par des organisme indépendants comme le Comité Budgétaire Européen.**

# LES PAYS FRUGAUX ONT LIMITÉ LA PORTÉE DE LA RÉFORME PROPOSÉE PAR LA CE

## Ajout de 2 mesures de sauvegarde avec des cibles strictes

Deux mesures de sauvegarde ont été incluses à la demande de l'Allemagne et de certains pays dits « frugaux » : l'une sur la soutenabilité de la dette, l'autre sur la résilience du déficit.

- ❑ Les pays avec un ratio de dette supérieur à 90% du PIB devront réduire la dette en excès d'au moins 1 point de pourcentage de PIB par an en moyenne sur la période d'ajustement. Les pays dont la dette est comprise entre 60 et 90% du PIB devront réduire la dette en excès d'au moins 0,5 point de pourcentage de PIB par an en moyenne.
- ❑ Les pays doivent poursuivre l'ajustement budgétaire jusqu'à atteindre une marge de sécurité commune d'un déficit public de 1,5% du PIB sous le seuil de 3%. Cela nécessite une réduction annuelle du solde primaire structurel de 0,4% du PIB ou de 0,25% du PIB en cas d'extension de la période d'ajustement.

# UNE RÉFORME EN DEMI-TEINTE

## Réforme tout aussi complexe, voire davantage. Point positif : la prise en compte des spécificités des pays

Les points positifs résident dans un ajustement plus graduel demandé aux pays du ratio dette sur PIB dans le cadre d'une procédure pour déficit excessif et de la prise en compte de leur situation propre. Ils ont la possibilité de demander une période d'ajustement plus longue à la condition que des investissements et réformes soient réalisés pour assurer la durabilité et la croissance. Les règles budgétaires sont ainsi moins procycliques.

La période transitoire entre 2025 et 2027 est la bienvenue : elle permettra de ne pas prendre en compte la hausse de la charge de la dette dans le calcul de l'ajustement à réaliser dans le cadre de la procédure pour déficit excessif.

La clause de sauvegarde nationale est également un élément positif visant à rendre moins procyclique l'ajustement requis.

**Les points négatifs :** Les nouvelles règles semblent aussi complexes, voire davantage, en raison de l'ajout de règles de réduction mécaniques des déséquilibres de la part des pays dits frugaux.

La marge de sécurité visant un déficit public de 1,5% du PIB est trop stricte pour les pays les plus endettés. Selon une analyse de Bruegel, l'ajustement à réaliser pour l'Italie serait important. Le solde structurel primaire devrait s'améliorer d'1,15 % par an, si l'ajustement se fait sur 4 ans, et de 0,61 %, s'il se fait sur 7 ans. Le risque est que ce cadre ne soit pas respecté.

Ce compromis est en cours de négociation par le Parlement européen, espérons que des modifications y seront apportées pour le rendre plus efficace.

Document destiné exclusivement aux clients professionnels  
N° 142 // 22 janvier 2024

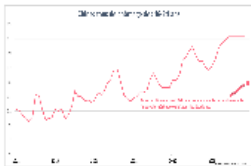
● **Le thème de la semaine : Réforme des règles budgétaires de l'UE**

- Une réforme était nécessaire pour pallier le manque d'efficacité du précédent cadre budgétaire, rarement respecté, et le rendre cohérent avec les conditions actuelles ;
- Le compromis atteint par les 27 contient certaines avancées, comme la prise en compte des spécificités propres à chaque pays et un ajustement plus graduel de la dette publique ;
- Mais l'ajout de cibles spécifiques et strictes par les pays dits frugaux limite la portée de la réforme ;
- Les pays très endettés devront réaliser un ajustement budgétaire important, au risque de rendre à nouveau ces règles irréalisables ;
- Ce compromis est en cours de négociation par le Parlement européen en vue d'un vote souhaité avant les élections européennes. Espérons que des modifications y seront apportées pour le rendre plus efficace.

● **La revue des marchés : BCE : baisse des taux... cet été**

- L'allègement monétaire attendra ;
- Le T-note remonte 4,15 % ;
- Le crédit reste bien orienté ;
- Rebond du Nasdaq grâce aux semiconducteurs.

● **Le graphique de la semaine**



Un retour en fanfare du taux de chômage des jeunes 16-24 ans en Chine qui a baissé à 14,9 % en décembre 2023.

En juin, les autorités chinoises avaient suspendu sa publication, afin de modifier la méthodologie de calcul. Désormais, les étudiants sont exclus, ce qui explique la forte baisse par rapport au chiffre publié en juin 2023 qui était à 21,4 %.

L'Insee chinois n'a pas publié l'historique de la nouvelle série, rendant difficile l'appréhension du chômage des jeunes.

● **Le chiffre de la semaine**

60

Source : FMI

Il s'agit de la part de l'emploi total en pourcentage dans les pays développés qui sera exposé à l'intelligence artificielle, selon une étude du FMI.



Axel Botte  
Directeur Stratégie Marchés  
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih  
Stratège pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès  
Stratège pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

# LE GRAPHIQUE DE LA SEMAINE





## 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 48 518 602 € – 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 d'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 d'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.



48 518 602 €

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 48 518 602 €  
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)

