



LES CLEFS DE LA SEMAINE



- Le PIB et la forte inflation en zone Euro
- La croissance et l'inflation en France
- Les enquêtes suggèrent des lendemains sombres
- Le commerce mondial va se contracter
- Avec l'inflation qui se diffuse, la BCE doit continuer à intervenir
- En route pour Charm El-Sheikh
- Les brèves
 - L'IFO en Allemagne
 - Le financement de l'investissement en ZE
- **Cette semaine: la Fed, l'ISM et l'inflation en zone Euro**



LE PIB ET LA FORTE INFLATION EN ZONE EURO

La **croissance économique** s'est plutôt bien tenue au troisième trimestre. Le rebond avait été noté en Chine la semaine dernière, il s'observe aussi aux **USA**. L'économie sort ainsi de deux trimestres de recul de son PIB. Cependant la **composition du PIB** ne traduit pas une économie vigoureuse.

L'**investissement recule** sur le trimestre (avec une contribution négative forte de l'immobilier), les **importations baissent** et les stocks augmentent. Cela ne traduit **pas une économie qui repart de l'avant**.

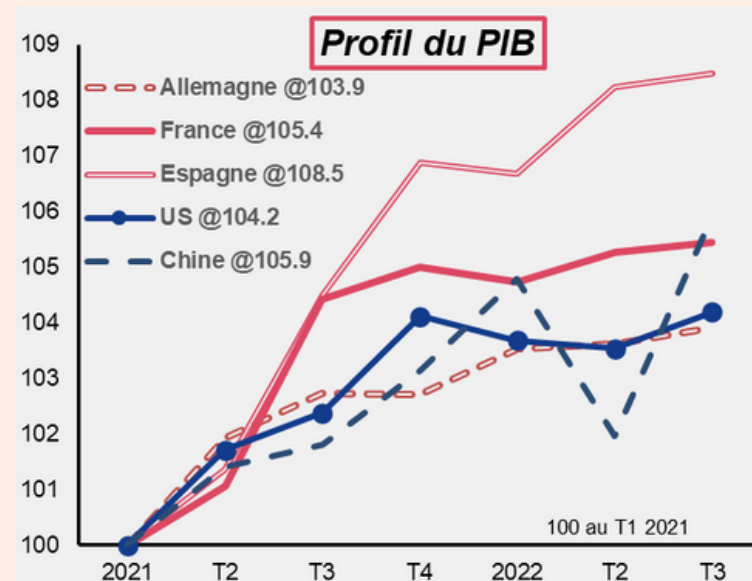
En **zone Euro**, l'**Allemagne n'est pas en récession** contrairement à ce que laissaient penser les enquêtes. La **consommation** semble avoir été plus forte qu'attendue (le détail disponible est très réduit pour l'instant). L'**Espagne connaît une période de croissance robuste avec notamment un fort retour du tourisme**. Celui ci a désormais la même allure qu'avant la pandémie.

Le **taux d'inflation** a vivement augmenté en octobre en **Allemagne** (10.4%) et en **Italie** (11.9%). Le prix de l'**énergie** est grandement responsable de ce mouvement haussier. Mais la **dérive sur les autres prix** est aussi significative car le taux d'inflation sous-jacent continue de progresser.

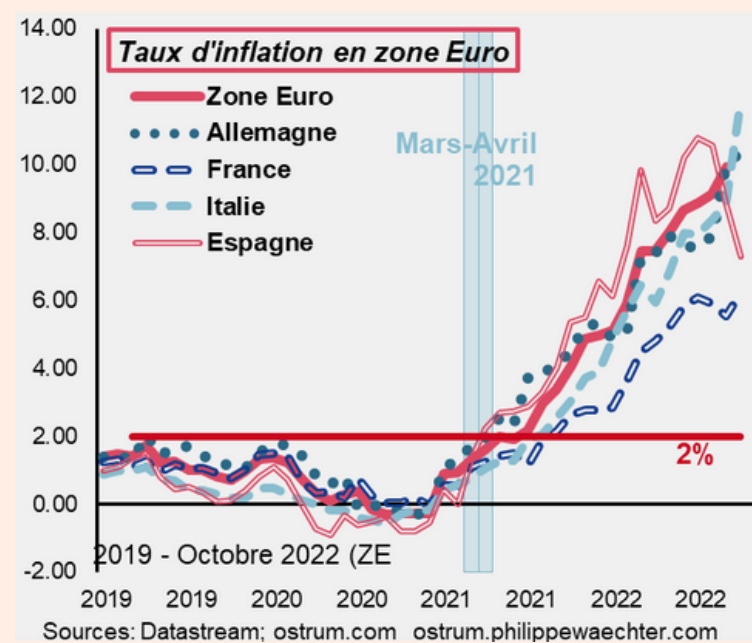
Un point sensible, les **prix alimentaires** progressent vivement partout. Cette question va devenir critique, les **ménages sont de plus en plus pénalisés par cette situation** et leurs difficultés ne vient plus uniquement du prix de l'énergie.

L'allure de l'**Espagne** est intéressante puisque les **prix de l'énergie** dans l'indice des prix **ralentit** fortement (accord spécifique). En revanche, les prix sous jacent restent forts.

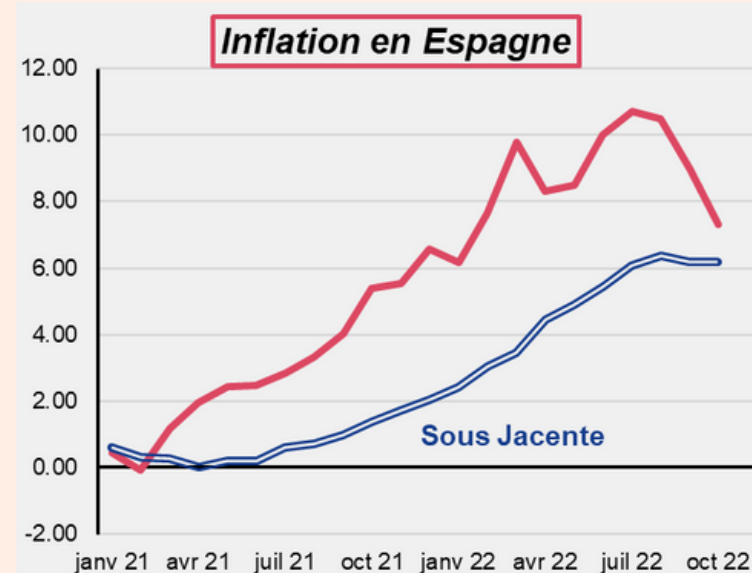
Cet **effet de contagion s'observe partout** en Europe, **justifiant l'action de la BCE**.



Sources: Datastream; Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com



Sources: Datastream; ostrum.com ostrum.philippewaechter.com



Sources: Datastream; ostrum.com ostrum.philippewaechter.com



LA CROISSANCE FRANÇAISE ET L'INFLATION EN HAUSSE

La **croissance** en France a été de **0.2%** au troisième trimestre. L'allure de l'activité est limitée comme le montre le graphe. Le profil trimestriel du PIB se confond presque avec sa moyenne. L'**acquis pour 2022**, à la fin du troisième trimestre est de **2.5%**. Le chiffre va garantir un taux de croissance élevé pour 2022. Cependant, il faut avoir à l'esprit que l'acquis pour 2022 à la fin de 2021 (l'écart entre le PIB trimestriel au T4 2021 et la moyenne de 2021) était de 2.3%. L'apport intrinsèque de 2022 est donc de 0.2%.

Le point marquant est la **robustesse de l'investissement des entreprises** avec une contribution de 0.3%. L'acquis pour 2022 est de 2.7%. Les chefs d'entreprise vont de l'avant, continuent à investir, se donnant ainsi les moyens de transformer l'économie. Ceci dit, les **risques de faillite** augmentent avec la diffusion des prix de l'énergie et le durcissement des conditions financières.

L'**inflation** a accéléré au mois d'octobre à **6.2%** contre 5.6% en septembre.

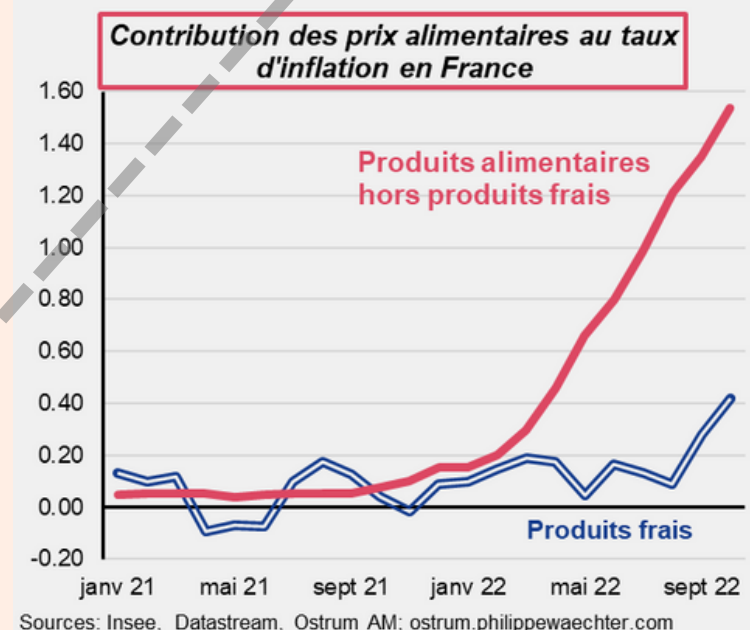
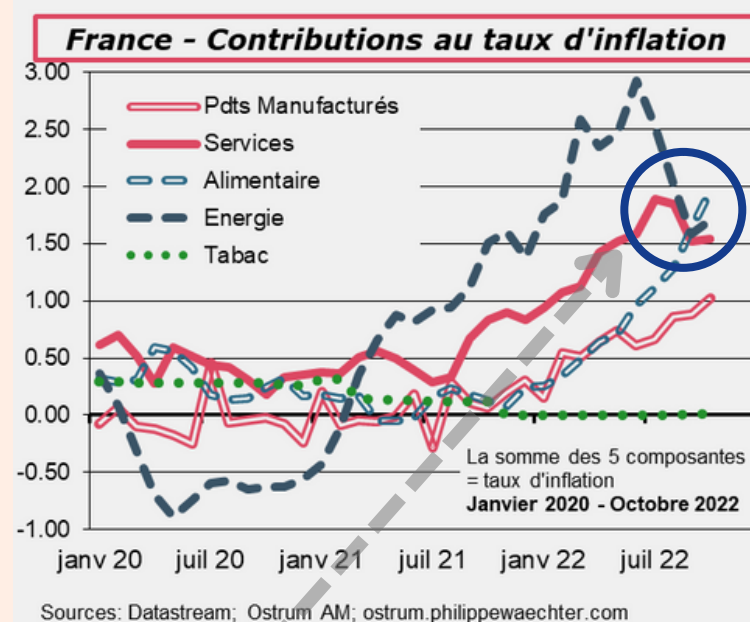
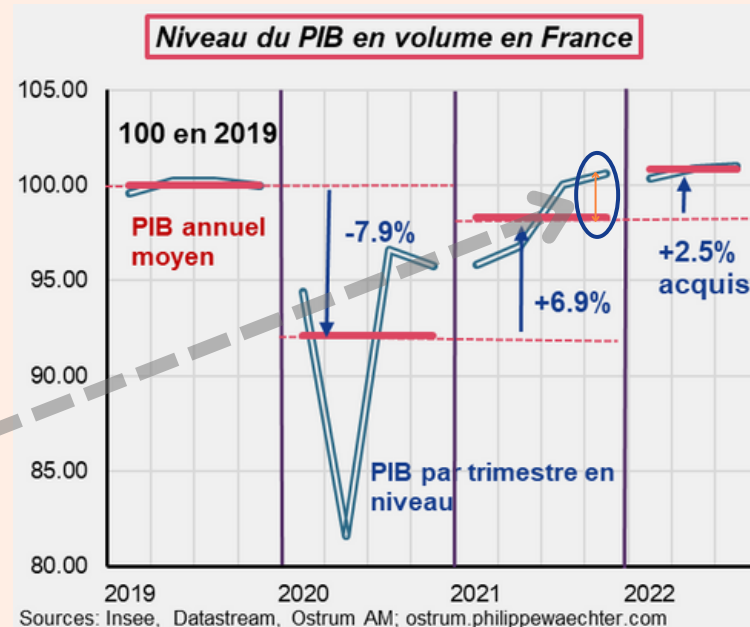
L'analyse des contributions montre que:

La **contribution du prix de l'énergie se replie** avec les aides accordées par l'Etat.

Le **prix des services** a une contribution plus réduite, traduction d'une **hausse limitée des salaires**.

Le **prix des biens** augmente traduisant la **diffusion des chocs passés**. Cf. la même remarque qu'à l'échelle européenne.

Le point marquant est la **contribution très forte des prix alimentaires**. La partie non alimentaire augmente très vite (impact du prix de l'énergie (engrais) et des céréales) et **va peser lourdement dans le budget des ménages**.





LES ENQUÊTES SUGGÈRENT DES LENDEMAINS SOMBRES

L'activité s'essouffle au sein des pays développés. C'est la lecture que l'on doit avoir du premier graphe. **Partout**, sauf peut être en France, **l'indice sur l'activité plonge** sous le seuil de 50 au-dessous duquel cette activité se contracte.

Les **économies européennes** sont plutôt affectées par la **crise énergétique** alors que **l'économie américaine** souffre du **resserrement monétaire de la Fed en raison de l'inflation** (l'indice ISM, pas encore disponible pour octobre, offre pour les US une lecture moins négative).

Ce qu'il faut retenir: La probabilité d'entrer en fort ralentissement voire en récession s'accroît rapidement un peu partout dans le monde.

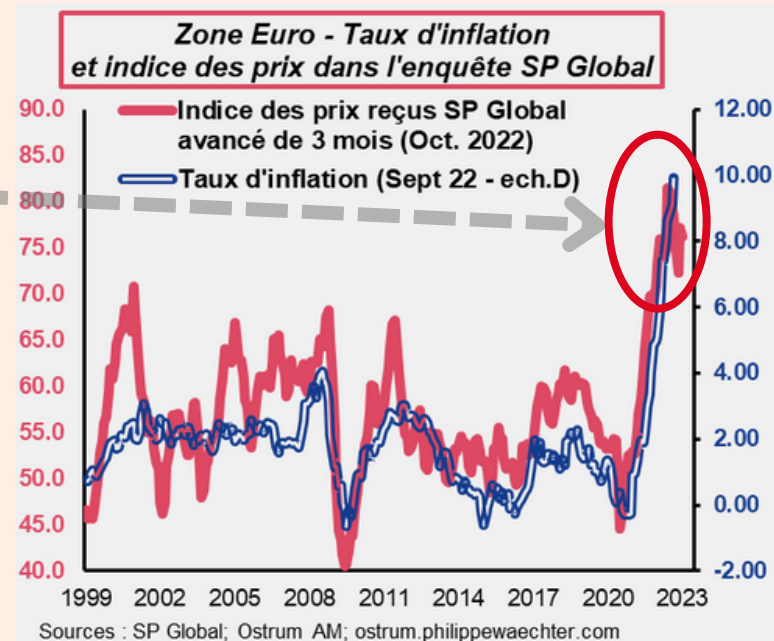
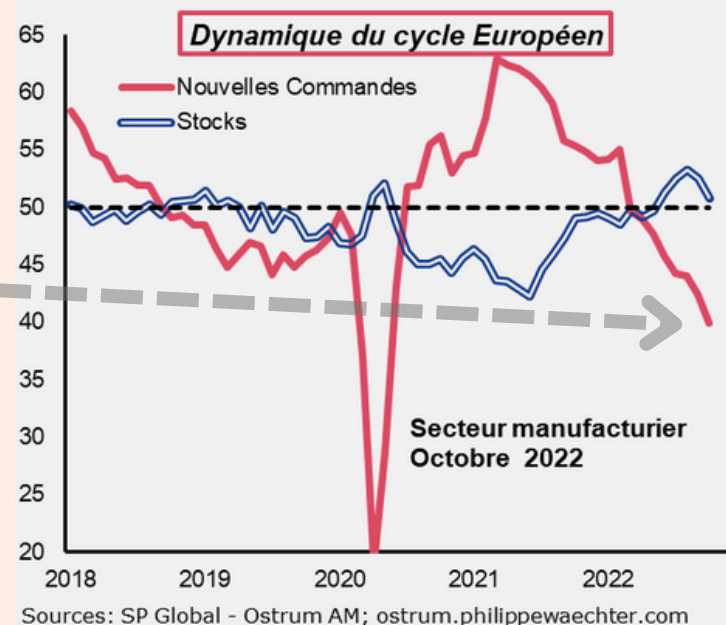
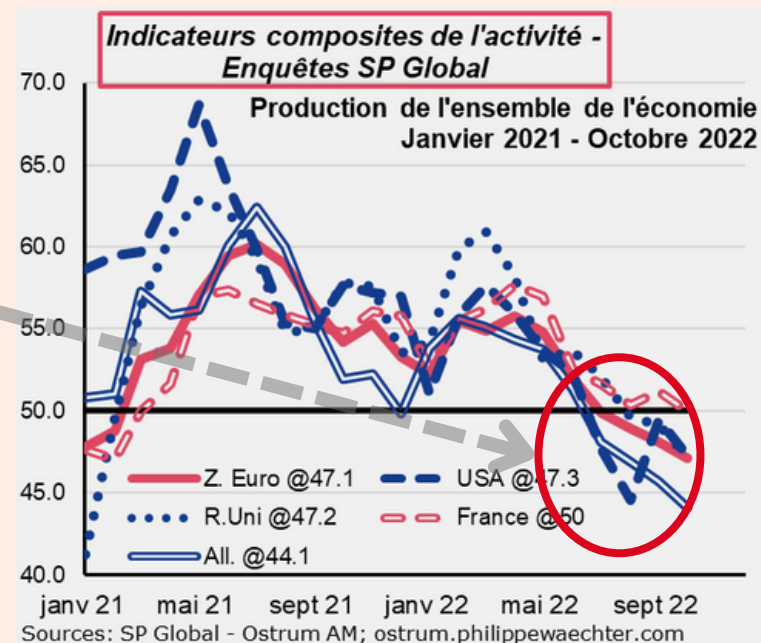
Au sein de la **zone Euro**, le deuxième graphe détaille un peu mieux la **dynamique à l'œuvre**.

La **demande recule rapidement**, pénalisée par la **baisse du pouvoir d'achat**. Elle est désormais très en-dessous du seuil de 50. Les stocks, en revanche, remontent. Cette configuration incite les **entreprises à réduire leur production**.

La crise énergétique provoque un ajustement fort de l'activité à la baisse, d'où le **risque de récession**.

Le troisième graphe ne suggère **pas d'inversion rapide de l'inflation en zone Euro**. Historiquement, les deux indicateurs du graphe se suivent. Le **repli des prix payés est encore très limité pour espérer un retour rapide à un taux d'inflation tendant vers la cible de la BCE**.

Les **indicateurs US** sur la demande ressemblent à celui de la zone Euro. **En revanche, l'indice des prix payés recule vivement. L'inflation va ralentir**. La seule contrainte est celle des **salaires** notamment dans les services; d'où **l'action tenace de la Fed**.





LE COMMERCE MONDIAL VA SE CONTRACTER

Le **commerce mondial**, en volume, **continue de progresser**. En août, il a augmenté de 0.7% sur un mois et suit une **tendance de 4.3% par an** depuis le début de l'année 2021. Cet indicateur est important car il évolue conditionnellement à l'activité globale. La hausse des échanges traduit l'augmentation des débouchés et donc des opportunités d'activité.

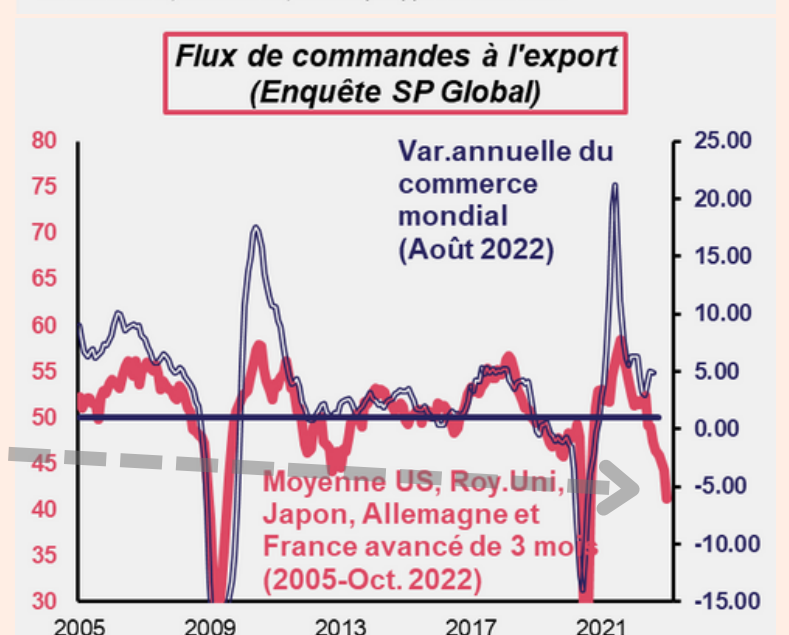
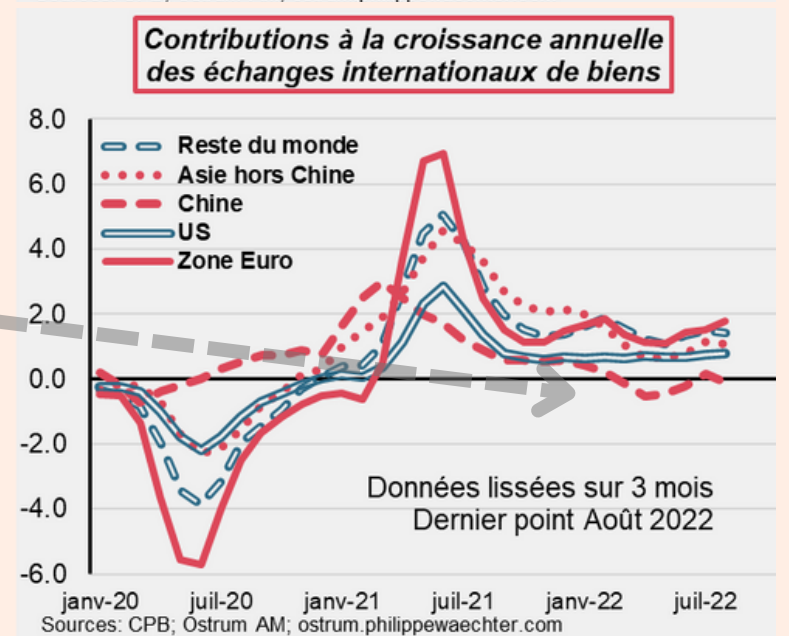
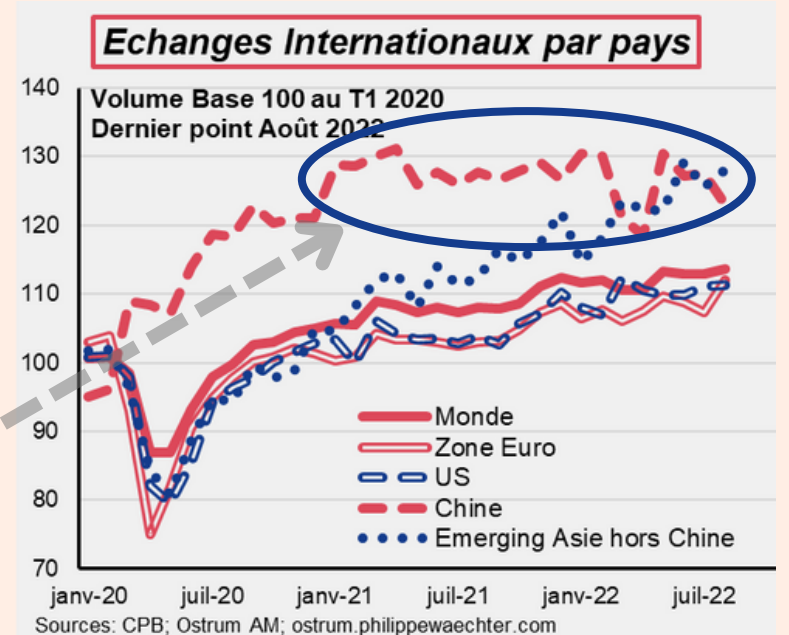
La lecture du premier graphe peut laisser perplexe. **La Chine**, depuis le début de l'année **2021** a une contribution très réduite aux échanges internationaux. Le **niveau de ses échanges (en volume)** est quasiment inchangé.

On note d'ailleurs, sur le deuxième graphe, que la **contribution de la Chine à la croissance annuelle des échanges a été négative** depuis le début de l'année 2022.

La Chine a été un frein à la croissance mondiale. Elle exporte mais n'importe pas. Par rapport au premier trimestre 2021, les exportations en volume ont augmenté de 2% sur les 3 derniers mois (Juin, juillet, août) alors que les importations se sont contractées de -7.2%. En conséquence, les autres régions du monde sont pénalisées puisqu'elles achètent à la Chine sans pouvoir leur vendre.

Le **dernier point** est l'**anticipation** que l'on peut avoir sur le **profil du commerce mondial**. Les indices relatifs aux **commandes à l'exportation** (rouge sur le dernier graphe) **plongent** très en-dessous de la séparatrice à 50.

Les **échanges internationaux** risquent de se **contracter au cours des prochains mois**, pesant alors lourdement sur la conjoncture et accentuant le risque de récession.

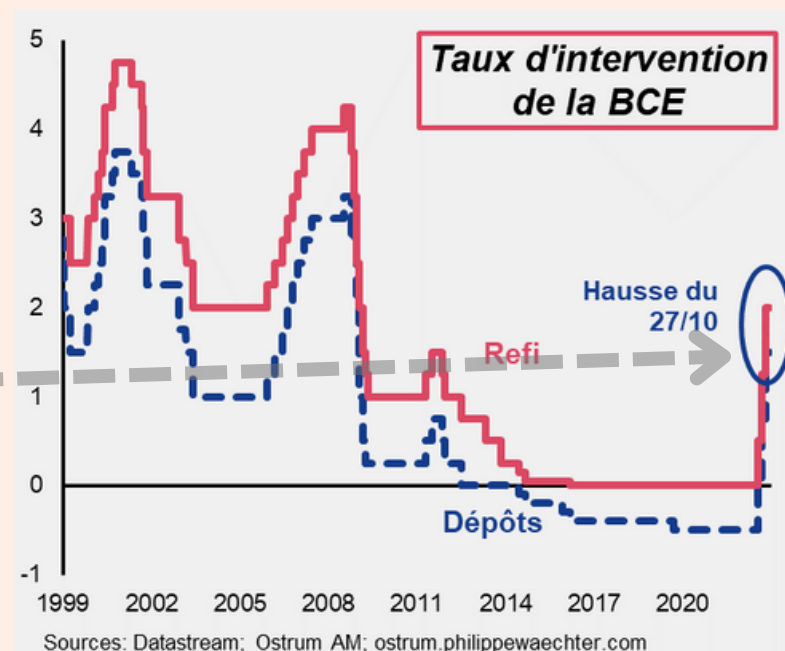




LA BCE DOIT CONTINUER D'INTERVENIR AVEC L'INFLATION QUI SE DIFFUSE

La **BCE**, comme attendu, a continué de **durcir les conditions monétaires** au sein de la zone euro. Le **taux de refi**, celui des opérations de la BCE sur le marché monétaire, a augmenté de 0,75% pour s'inscrire à **2%**. Les autres taux de référence ont été ajusté du même montant. Le taux des facilités de prêts se situe donc à **2.25%** et le taux de facilité de dépôt à **1.5%**.

Le taux refi avait été fixé à 0% du 16 mars 2016 jusqu'au 27 juillet 2022 lorsque la BCE l'avait augmenté de 50 points de base (0.5%).



La BCE a aussi décidé de rendre **les conditions de fonctionnement du TLTRO cohérentes** avec la politique monétaire.

Les banques commerciales bénéficiaient de conditions de financement auprès de la BCE qui étaient incompatibles avec le durcissement de la politique monétaire. Elles pouvaient emprunter à taux négatifs (jusqu'à -1%) et prêter au taux du marché. C'était une **opération très/trop rémunératrice** pour les banques d'où l'ajustement du taux sur les liquidités disponibles qui se calera sur les taux de référence de la BCE.

La **politique monétaire restrictive ne pèsera pas directement sur les fortes contributions à l'inflation que sont l'énergie et l'alimentation**. La BCE n'a aucune capacité à en infléchir directement les prix.

Son **intervention** tient principalement au **risque associé à la diffusion de l'inflation** au sein de l'économie européenne.

Le prix des biens et des services augmentent et dans le détail, tous les prix augmentent. Le choc initial se diffuse accentué par les difficultés dans les chaînes de production. Cette contagion est une source de persistance que la BCE veut combattre même si c'est au prix d'une récession.

La persistance de l'inflation se traduirait par une possible règle d'indexation qui prolongerait l'incertitude causée par la forte hausse des prix et n'est en conséquence pas souhaitable.



EN ROUTE POUR CHARM EL-SHEIKH

C'est en pleine crise énergétique que va s'ouvrir, le 6 novembre, la **COP 27 à Charm El-Cheikh**. Cette crise énergétique a deux dimensions:

En **amont de cette réunion**, qui se tiendra jusqu'au 18 novembre, de nombreux rapports ont été publiés montrant que **les engagements actuels** des différents pays **ne se calent pas sur les objectifs définis lors des accords de Paris**.

J'évoquais la livraison de ce document, la semaine dernière, le rapport de l'Organisation Mondiale de la Météorologie qui concluait à une convergence de la température au-delà de 2.5°C à la fin du siècle. Les engagements sont insuffisants.

La **seconde crise** est celle constatée depuis le 24 février et l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cette crise est particulière dans **deux dimensions**. La **première** est que c'est la **première crise du gaz à l'échelle globale**. L'Asie est en train de souffrir car les européens ont capter une grande partie du marché du gaz liquéfié. La **deuxième** est que le renforcement de l'utilisation du gaz liquéfié rend le **marché du gaz plus global**. L'approvisionnement en gaz ne passe plus uniquement par les gazoducs qui donnent un caractère local au marché. C'est ce qui a incité l'Europe à changer sa référence sur le prix du gaz lors du sommet sur l'énergie. Il prendra en compte le prix via gazoduc et via GNL. Cela rendra le marché plus stable.

L'**articulation** entre ces deux crises est au **cœur des décisions de politique économique**. C'est à court terme, un engagement impossible que de se caler sur la trajectoire de long terme menant à la neutralité carbone tout en limitant l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur le bien-être et l'emploi. La flexibilité que l'on se donne à court terme ne doit cependant pas obérer les objectifs de long terme. C'est sur cette articulation qu'il faut travailler.

Deux points supplémentaires:

Pour **l'Europe**, l'important sera, pour les prochains mois et les prochaines années, **garantir ses approvisionnements**. Pour se caler sur des objectifs de neutralité, il faut pouvoir compter sur des **fournisseurs qui ne feront pas défaut**. La mésaventure russe doit servir d'exemple alors que la géopolitique devient plus complexe.

La crise a accéléré les investissements en énergies renouvelables (EnR). L'essentiel de la production nouvelle se fait à travers les EnR et plus à travers les énergies fossiles. Cela permet à **l'Agence Internationale de l'Energie** de conclure que la crise actuelle a été un **déclencheur** qui se traduira rapidement par un **pic dans l'utilisation des énergies fossiles** rendant alors possible la convergence vers la neutralité carbone.

Les conditions nécessaires pour converger sont remplies, à nous tous de les rendre suffisantes.



LES BRÈVES

Les données se suivent et se ressemblent en **Allemagne**. Plus tôt dans le mois, l'enquête ZEW auprès des analystes financiers donnait une image dégradée de la conjoncture outre-Rhin. L'enquête SP global montrait une contraction significative de l'activité. **La dernière en date est celle de l'IFO. La dégradation relevée en septembre a été confirmée en octobre.**

Le **ratio des deux composantes** de l'enquête est à un **niveau historiquement bas** et suggère un **fort risque de récession** durant la seconde partie de l'année 2022.

Ce changement d'allure de l'économie allemande s'explique par une dégradation des échanges avec la Chine et par une hausse spectaculaire du prix de l'énergie en Allemagne. La dégradation du compte extérieur allemand s'explique par ces deux chocs. **L'Allemagne doit se réinventer.**

* * *

Enquête BCE

Avec la montée des risques, les banques sont **devenues plus restrictives.**

La **demande de crédit de la part des entreprises augmente parce que le coût de fonctionnement de l'économie est plus élevé.** Le financement des stocks et les besoins en fonds de roulement sont plus importants du fait de l'inflation.

Cependant, la **demande de crédit pour investir a faibli.** La hausse des taux d'intérêt, le risque plus fort et l'incertitude plus marquée expliquent cela.

En conséquence, **l'investissement des entreprises est en train de ralentir** alors que les transformations à faire pour s'adapter au nouvel environnement sont gigantesques.

Le coût de cette crise s'inscrira dans la durée

