



LES CLEFS DE LA SEMAINE



- Prix de l'essence et neutralité carbone en France
- Le changement des conditions financières bouleverse le marché immobilier en France
- Quels signaux de récession aux US ?
- Les incertitudes de la politique économique
- Repères sur la zone Euro
- COP27, peut on s'en satisfaire ?
- FTX - Les risques de contagion sont limités
- **Cette semaine: Minutes des réunions de la Fed et de la BCE**



PRIX DE L'ESSENCE ET NEUTRALITÉ CARBONE EN FRANCE

Depuis le 15 novembre, le rabais de 30 centimes sur le **litre d'essence** a été ramené à 10 centimes. Le prix est revenu un peu au-dessus de 1.8€ le litre le 17 novembre contre 1.68 à la fin du mois d'octobre. Le rabais de 10 centimes prendra fin à la fin de l'année.

Le prix de l'essence et le prix du Brent en euro ont suivi le même profil du début de l'année 2020 jusqu'à la fin du printemps 2022. Depuis les mesures prises par le gouvernement ont créé un écart entre les deux trajectoires jusqu'au passage du rabais de 30 à 10 centimes.

Le gouvernement programme pour 2023 des mesures portant sur les gros rouleurs sans pour l'instant en définir le détail. Elles pourraient être destinées principalement pour les personnes ayant des revenus réduits.

* * *

La question que l'on peut se poser sur ces mesures est la suivante:

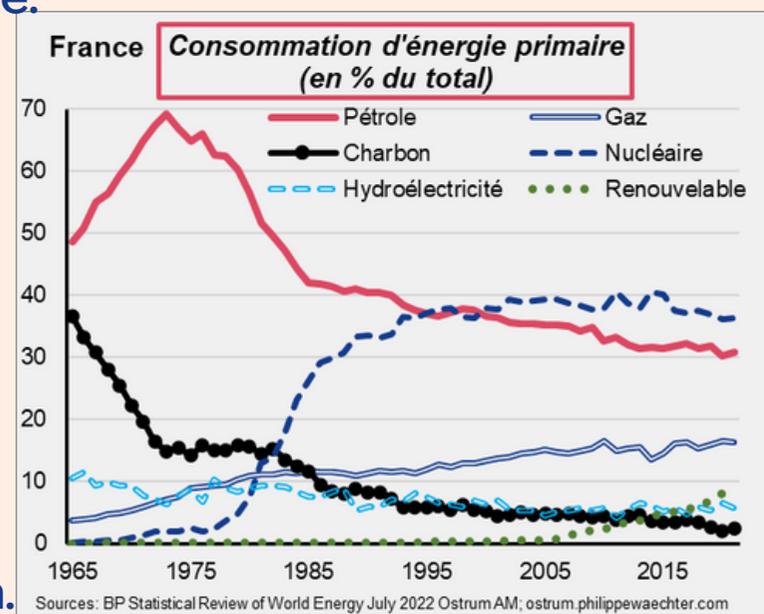
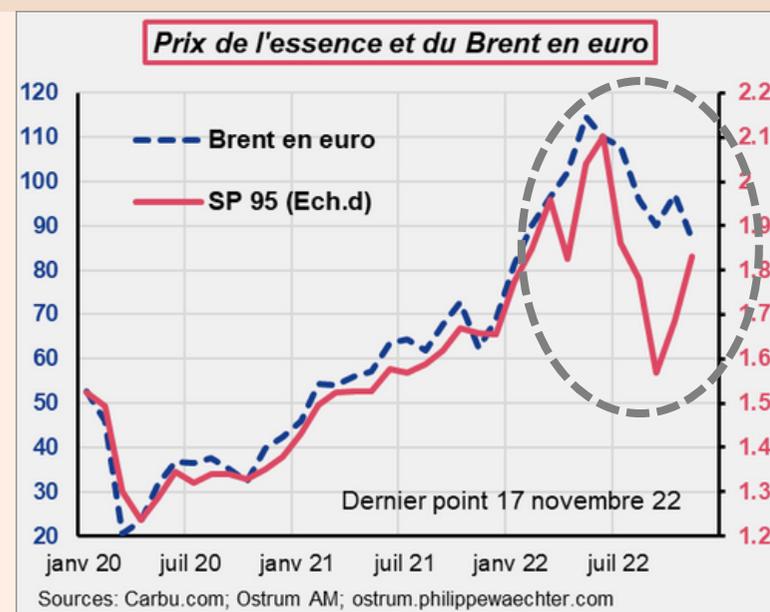
Quelle doit être la bonne stratégie pour converger vers la **neutralité carbone** qui est l'objectif ultime ?

La réduction de l'utilisation des énergies fossiles est associée à cet objectif. Il faut qu'à toutes les échelles (monde, Chine, Europe, US, France) réduire la consommation des énergies fossiles pour infléchir les émissions de Gaz à Effet de Serre. C'est par ce moyen que la température moyenne, à la fin du siècle, ne sera pas trop éloignée de la cible de 1.5°C au dessus de la moyenne préindustrielle.

Il y a **deux stratégies possibles**

Soit le gouvernement continue à subventionner le prix de l'essence et à, finalement, ne pas modifier les comportements. C'est l'objectif du bouclier énergétique qui peut se justifier à court terme pour éviter les choc brutaux.

Soit agir sur les quantités et peser sur les volumes d'essence consommés. Le passage à 110 Km/h sur autoroute est une mesure qui permettrait d'économiser 20% de la consommation, de réduire les émissions de GES et d'alléger le coût pour chacun.





LE CHANGEMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES BOULEVERSE LE MARCHÉ IMMOBILIER EN FRANCE

➤ Les **ventes de logements neufs** se sont **effondrés** au troisième trimestre.

Par rapport aux 3 mois du printemps, les ventes ont baissé de **-16.8%**. Le repli est beaucoup plus fort pour les maisons individuelles (-26%) que pour les appartements (-16%).

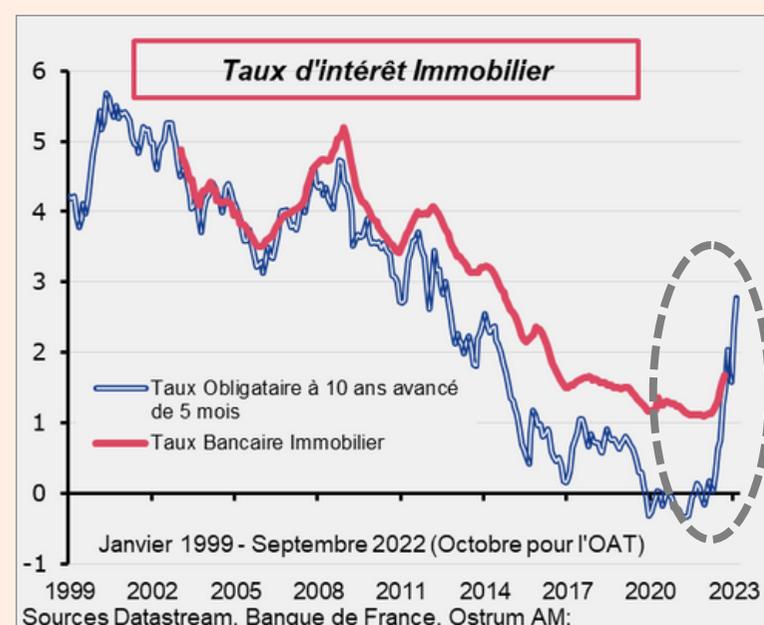
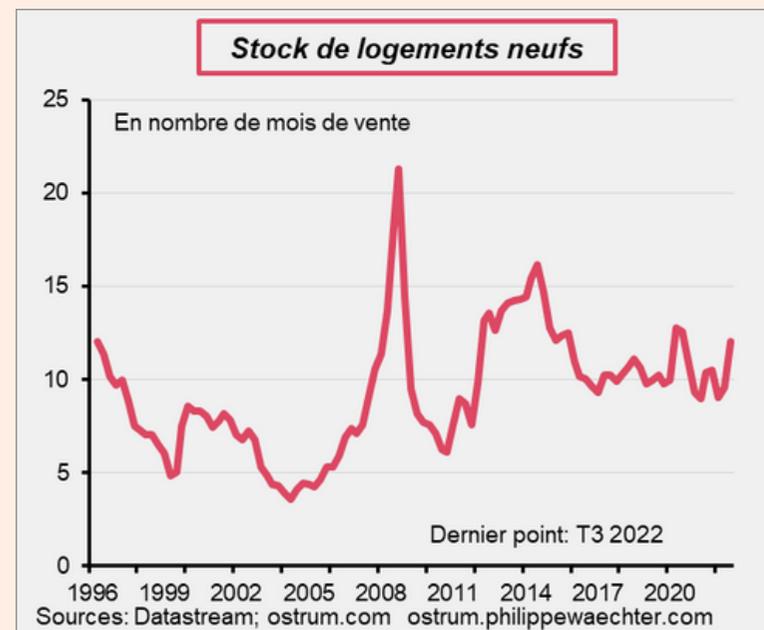
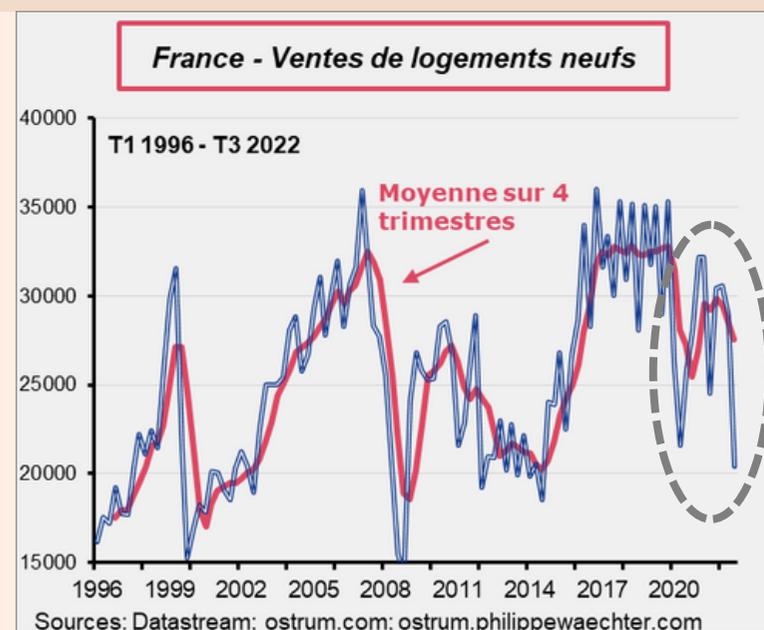
➤ Les **stocks** sont repartis **à la hausse**. Ils représentent **un an de ventes** contre 9,5 mois au deuxième trimestre. Là aussi, l'ajustement est beaucoup plus marqué pour les maisons individuelles.

➤ Dans les marchés immobiliers, les **ajustements** se font **d'abord sur les volumes puis, dans un deuxième temps, sur les prix**. Cette étape là n'est pas encore constatée.

Le prix des appartements neufs augmente de 6.4% sur un an et de 1.7% sur le trimestre. Pour les maisons individuelles, la hausse sur un an est plus réduite 1.7% et le prix recule sur le trimestre -1.6%.

➤ Ce changement radical dans l'allure du marché de l'immobilier tient à la **hausse de l'inflation** qui crée de l'incertitude globale, à la **baisse du pouvoir d'achat** qui modifie les arbitrages faits par les ménages et surtout par un **changement radical** sur les **conditions financières**.

➤ L'inversion de tendance sur les taux d'intérêt est spectaculaire. Et le mouvement n'est pas achevé. Les taux hypothécaires s'ajustent avec retard par rapport aux taux de référence qu'est l'obligation d'Etat. La **hausse des taux d'emprunt va continuer**. Il est probable que le **marché s'ajuste encore à la baisse** au cours des prochains mois avec en plus un repli sur les prix.





QUELS SIGNAUX DE RÉCESSION AUX US ?

En septembre 2007, Ed Leamer, économiste à UCLA aux USA, indiquait que dans la période d'après guerre, **8 des 10 récessions** américaines étaient **précédées d'une crise immobilière**.
Que se passe-t-il sur ce marché immobilier ?

L'activité (indice **NAHB**) **chute** très brutalement depuis le début de l'année (-60% sur un an). L'immobilier est une composante majeure, un signal fort de la dynamique du cycle. Son allure donne une information sur l'évolution de celui-ci. Le signal négatif depuis le début 2022 va se traduire par une hausse du nombre d'inscrits au chômage parce qu'il y a retournement du cycle.

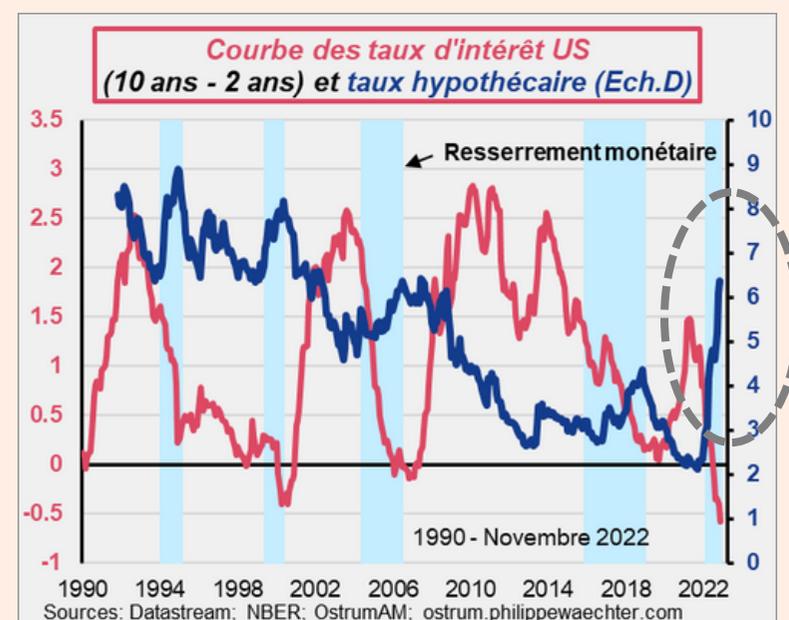
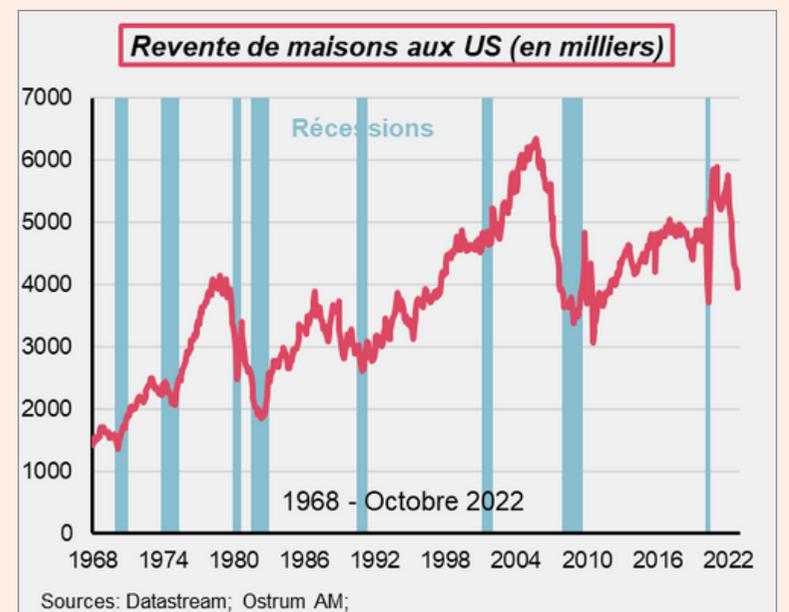
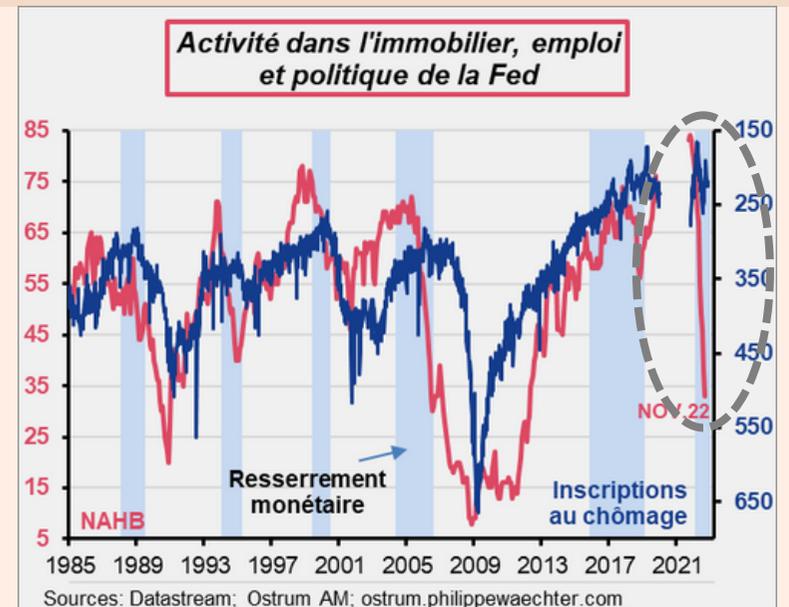
L'indice **NAHB** apparaît comme un **indicateur de tensions au cours du cycle** conditionnant l'orientation de la politique monétaire et le retournement du cycle économique avec un risque de récession.

Les **reventes** de maisons **continuent de se contracter**. L'ajustement par la baisse des transactions est spectaculaire. Le repli est de -33% par rapport au point haut de janvier. C'est plus rapide qu'en 2007/2008

Le **durcissement** des conditions monétaires, après la vive hausse de l'inflation, est une explication pertinente de ce retournement de l'immobilier. Il se traduit par une **inversion de la courbe** des taux d'intérêt, signalant alors un fort risque de récession.

L'autre point est que le taux hypothécaire remonte dans les période de durcissement monétaire.

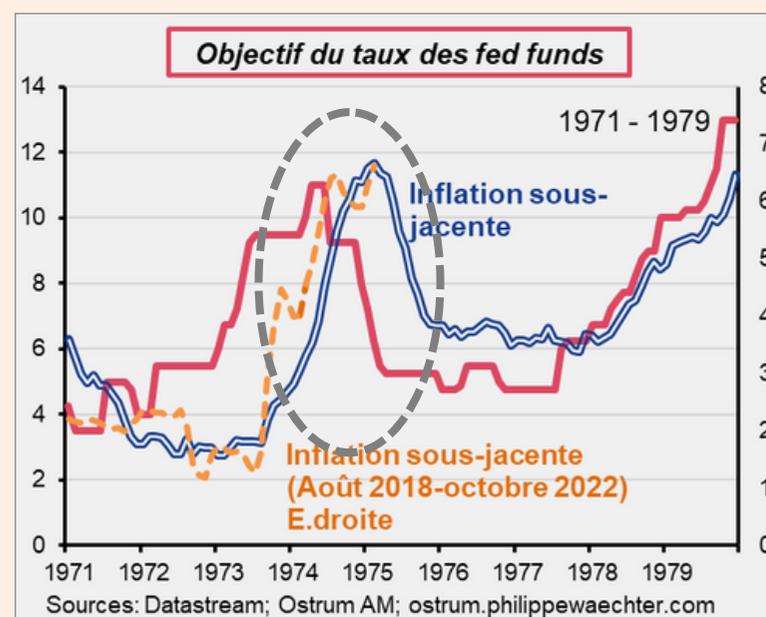
La **remontée constatée** actuellement est particulièrement **brutale** et explique sûrement cet ajustement de grande ampleur du marché immobilier.





LES INCERTITUDES DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

- Pour les décideurs de la **politique économique**, dont les banquiers centraux, la période est particulière. Ils sont face à une grande incertitude, notamment avec la hausse rapide de l'inflation, et ils doivent agir.
- Cependant, il n'existe pas de règle claire sur cette façon d'agir. Dans les années 1960, Milton **Friedman** et William **Brainard** posent, indépendamment, des principes simples. Si à long terme les économistes peuvent avoir une idée sur les ajustements et sur les trajectoires au sein d'une économie, il n'en est pas de même à court terme.
- En d'autres termes, plus il y a d'**incertitude** à court terme, plus le **décideur** doit être **conservateur** et ne pas bousculer les ajustements endogènes de l'économie. Autrement dit, si l'incertitude est forte, les mécanismes de marché fonctionneront de façon efficace. Il n'est alors pas nécessaire d'intervenir de façon trop active afin de ne pas troubler ces mécanismes de marché. La **politique** est **perçue** comme **perturbant les ajustements**. Ainsi, brouille-t-elle les cartes.
- Pour faire face à ces incertitudes, Friedman préconise une **règle simple**: la hausse stable de son agrégat monétaire préféré. La **politique monétaire est neutre** pour ne pas perturber les ajustements du secteur privé.
* * *
- J'évoque ce point car la **politique monétaire**, notamment aux US est en **contradiction** avec cette **approche conservatrice**. La Fed mais aussi toutes les banques centrales ont constaté leur impuissance dans les années 1970 face à l'inflation. Celle-ci s'est inscrite dans la durée avec des coûts élevés (incertitude, investissement pénalisé, redistribution marquée). Les ajustements du secteur privé lorsque l'économie subit un choc de grande ampleur ne sont pas toujours efficaces.
- C'est pour cela que les **banques centrales** veulent **agir vite et fort**. Elles ne souhaitent pas une inflation persistante et les ajustements du secteur privé pourraient mener à une dynamique salaire-prix non souhaitable.
- Après le premier choc pétrolier, la Fed réduit trop rapidement sa contrainte et l'inflation repart l'obligeant à intervenir à nouveau. Il serait souhaitable de ne pas recommencer un épisode similaire. C'est pour cela qu'elle devra maintenir des **taux d'intérêt élevés en 2023 même si l'inflation ralentit rapidement**.





REPÈRES SUR LA ZONE EURO

➤ Au troisième trimestre, l'**emploi augmente** de **+0.2%** après 0.4% au printemps. Depuis le début de l'année 2021, l'emploi a augmenté de 3.7%. Dans le même temps, le **PIB progressait de 0.2%** après 0.8% au deuxième trimestre. Le **ralentissement est notable**. On ne dispose pas encore du détail mais il va falloir regarder du côté de la consommation.

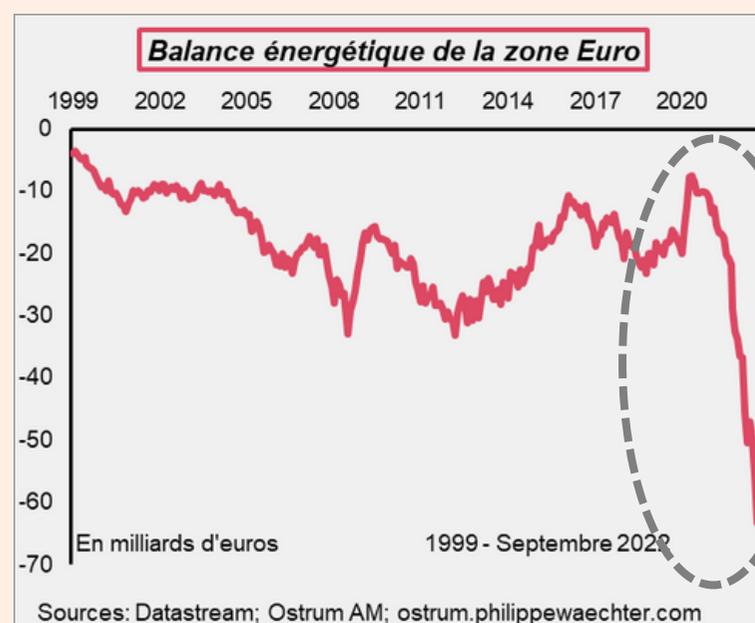
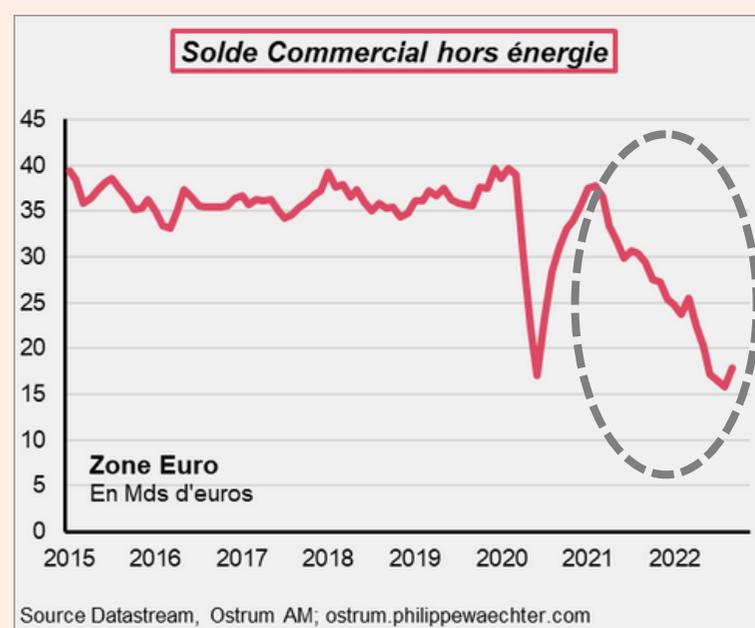
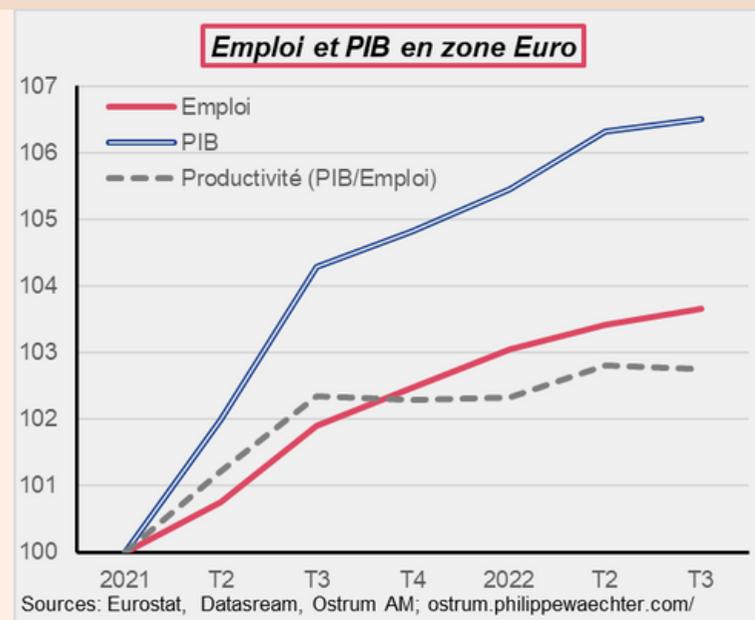
➤ Cependant, la **productivité** est sur une **trajectoire haussière**. C'est un point d'alerte pour la France puisque, comme je l'évoquais, dans les Clefs de la semaine du 14 novembre, la productivité y stagne. **Les capacités d'adaptation de la zone Euro a un environnement changeant apparaissent plus importantes qu'en France.**

➤ Le **commerce extérieur** excédentaire faisait le bonheur des épargnants. L'excès d'épargne que traduit cet excédent se retrouvait sur des obligations d'Etat avec des taux qui baissaient.

➤ Depuis la période **post-pandémie**, ce **surplus s'étiole**. Il était excédentaire en moyenne de 20 milliards par mois, il est désormais en déficit d'une quarantaine de milliards. C'est un vrai changement qui **ne traduit plus un excédent d'épargne**.

➤ Il faut en effet **payer une facture énergétique** bien plus importante. La balance énergétique est passée d'un déficit d'une vingtaine de milliards à près de 60 milliards à la fin de l'été 2022.

➤ L'énergie n'est pas la seule coupable. Le solde hors énergie se dégrade franchement et les exportations hors énergies progressent peu, en volume, alors que les importations hors énergie progressent vite. **L'Europe doit se réinventer.**





COP27, PEUT ON S'EN SATISFAIRE ?

En 2015, après la COP21 et l'accord de Paris, les pays les plus à risques face au changement climatique ont souhaité abaisser l'objectif de température à 1.5°C. L'étude du GIEC publié quelque temps après montrait qu'avec un tel objectif, les pays les moins avancés et les plus immédiatement pénalisés par la montée des eaux notamment, pouvaient s'en sortir.

Lors de l'accord de Paris, il était aussi indiqué que les pays développés mettraient en œuvre des moyens importants pour aider les pays émergents face à la transition énergétique. Cela reflétait deux dimensions: une dette climatique, l'accumulation de carbone dans l'atmosphère traduit le développement et la croissance rapide des pays développés depuis longtemps. Les pays émergents ne doivent pas pâtir de cela. L'autre aspect est l'avantage technologique et financier des pays développés pour faire face à ces difficultés dans les pays émergents.

Il ressort que les moyens alloués aux pays émergents n'ont jamais, depuis l'accord de Paris, été à la hauteur des engagements. Jamais la centaine de milliards attendue chaque année n'a été versée.

Lorsqu'à Charm el-Cheikh un fond pour pertes et dommages est créé dans la phase ultime des négociations, cela n'arrive pas à convaincre.

La cible de ce nouveau fond est celle des pays les moins avancés qui, en 2015, souhaitaient une étude sur les 1.5°C. C'est une sorte de remake de l'accord de Paris.

**"Les engagements pris à Paris n'ont pas été tenus
mais cette fois ci on s'engage vraiment"**

N'empêche que l'on ne connaît pas les mécanismes effectifs qui permettront d'alimenter ce fond. Cela est toujours habituel lors d'une négociation.

Ce qui est plus ennuyeux est que si l'objectif de 1.5°C a été réaffirmé, personne ne semble avoir pris la mesure des engagements à mettre en œuvre pour satisfaire cet objectif.

Dans le cadre des accords de Paris, chaque pays signataire s'était engagé à suivre une trajectoire pour réduire ses émissions de GES. Ces engagements renouvelés à Glasgow l'an dernier et encore récemment ne permettront pas pour l'instant d'être sur un profil cohérent avec cet objectif de 1.5°C, pas même celui initial de 2°C. Le point d'arrivée, à la fin du siècle serait plus proche de 2.4°C-2.5°C.



COP..

Par ailleurs, il y a eu une réaffirmation de sortir du charbon mais rien n'a été dit ou fait sur les autres énergies fossiles que sont le pétrole et le gaz.

Enfin, lors d'un rapport du GIEC d'avril 2021, il était indiqué que le pic des émissions de GES devrait avoir lieu en 2025 afin de se caler au mieux pour converger vers la neutralité carbone en 2050. Ce point majeur, essentiel, n'a pas été rappelé.

Chacun peut se réjouir des avancées liées au fond pertes et dommages mais il donne le sentiment que finalement les pays développés ont satisfait à bon compte les pays les moins avancés sans changer un iota des trajectoires que eux avaient choisi.

En 2022, les émissions de GES battront une nouvelle fois les records du passé, l'Europe traverse une grave crise énergétique et personne ne souhaite infléchir sa propre trajectoire. Alors effectivement, un fond est créé pour ceux qui seront pénalisés par la montée des eaux, mais comme rien n'est altéré par ailleurs, n'est pas qu'un moyen pour se donner bonne conscience ?



FTX - LES RISQUES DE CONTAGION SONT LIMITÉS

La chute de FTX assombrit un peu plus l'univers des cryptomonnaies. La firme présidée par Sam Bankman-Fried (SBF) avait un problème de solvabilité évalué à 9 milliards de dollars. FTX s'est mise en faillite, entraînant avec elle 130 compagnies affiliées à elle.

Ce n'est pas la première fois que l'on observe un choc sur les cryptomonnaies. Le prix du bitcoin est ainsi passé de plus de 60 000 dollars à quelques 16 000 dollars aujourd'hui.

Après cette déconvenue, 3 questions sont posées

➤ Que **financent ces cryptomonnaies** et à **quelle question économique sont elles censées répondre ?**

Elles sont une création ex nihilo qui ne reflète pas le financement spécifique d'un type d'investissement contrairement à ce que peut faire un crédit bancaire ou une obligation. Ses zéloteurs suggèrent en dernière analyse que ces monnaies pourraient être un substitut aux monnaies actuelles. Elles n'en ont pas la légitimité institutionnelle. Comme elles sont une construction ex nihilo, ne sont pas régulées et ne reposant pas sur un actif réel leur valeur peut fluctuer sans borne. Ce qui veut dire qu'elles perdent une vertu de la monnaie qui est celle de réserve de valeur. Elles ne sont pas en outre très liquides. Finalement leur seule légitimité est de reposer sur une technologie innovante. Mais est ce suffisant ? Ne seront convaincus que ceux qui le souhaitent.

➤ La deuxième question porte sur le risque de **contagion macroéconomique** d'une telle faillite ?

Ce ne peut être quelque chose qui ressemble à Lehman car les financements de l'économie et les interactions directes avec le système bancaire ne sont clairement pas du même ordre. Il y aura des déconvenues microéconomiques, pas macroéconomique.

Par ailleurs, lorsque la bulle de la "nouvelle économie" a éclaté à l'orée des années 2000, l'effet macroéconomique n'a pas été perceptible. Il en sera probablement de même dans cet épisode.

➤ La **dernière question** porte sur la réaction des **banques centrales**. Elles développent leurs propres monnaies digitales (Central Bank Digital Currency). Ne doutons pas qu'elles réduiront l'espace pour que les cryptomonnaies restent marginales et ne soit l'objet que de vaines spéculations.