

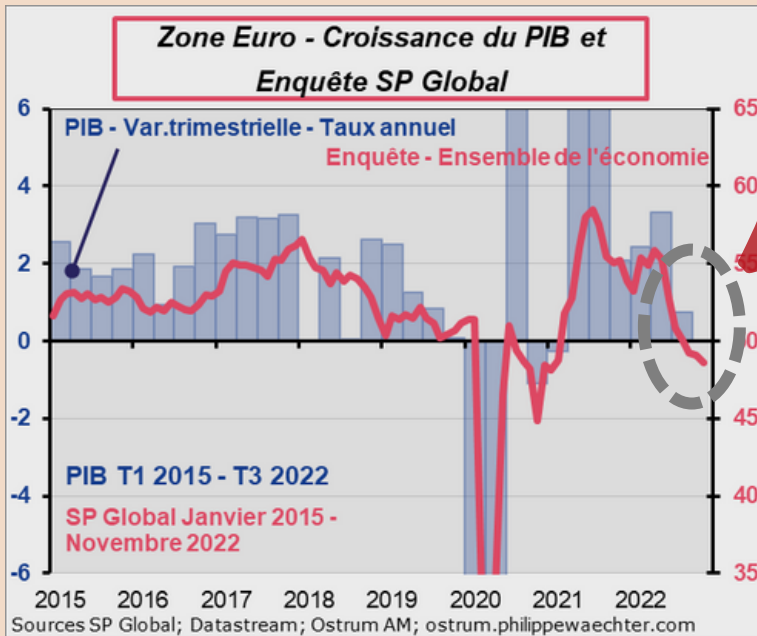
LES CLEFS DE LA SEMAINE



- la zone Euro est fragile mais ne craque pas
- Tendances conjoncturelles
- Allemagne Croissance robuste, Ménages en zone Euro
- France Allemagne - lecture du cycle
- Plafond sur le prix du gaz
- La question des allocations chômage et l'objectif du plein emploi
- Les minutes des banques centrales
- **Cette semaine: inflation dans les pays de la zone Euro**

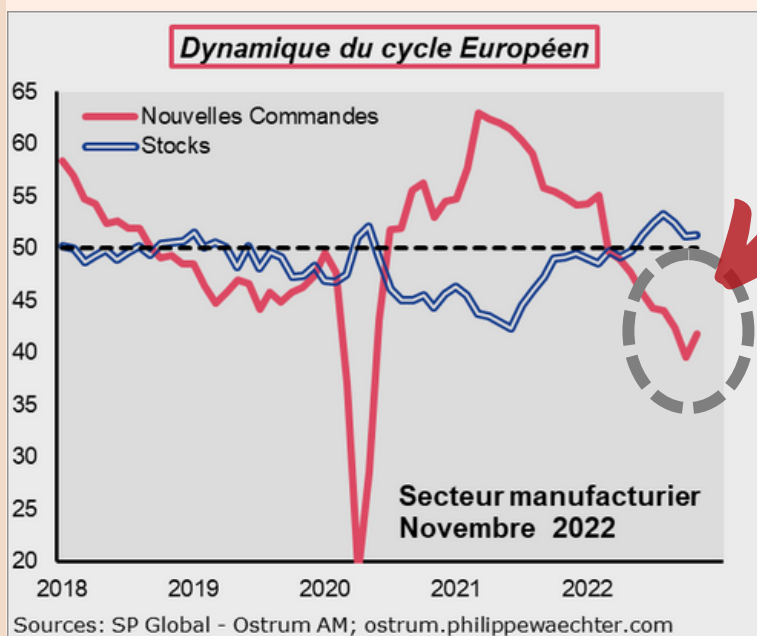


LA ZONE EURO EST FRAGILE MAIS NE CRAQUE PAS

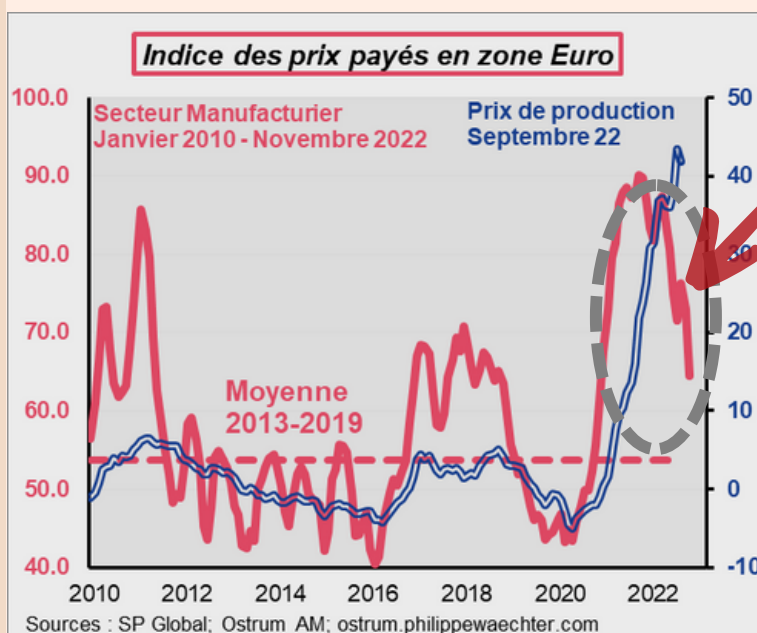


Dans l'enquête **SP Global** sur la zone Euro, il y a trois types d'informations.

L'**indicateur global**, prenant en compte les secteurs manufacturier et des services, se **dégrade** et renforce l'idée d'un **repli de l'activité** autour de la fin de l'année 2022. L'indice des services ralentit au-dessous de 50. Il est construit comme l'ISM des services aux US et pas simplement sur la production.



Le profil du **secteur manufacturier** a **arrêté de se dégrader**. Les flux de commandes qui était en chute libre le point haut de janvier 2022 a changé de direction en novembre. Certes les commandes continuent de reculer mais moins rapidement. C'est peut être un signe que le pire n'est jamais sûr.

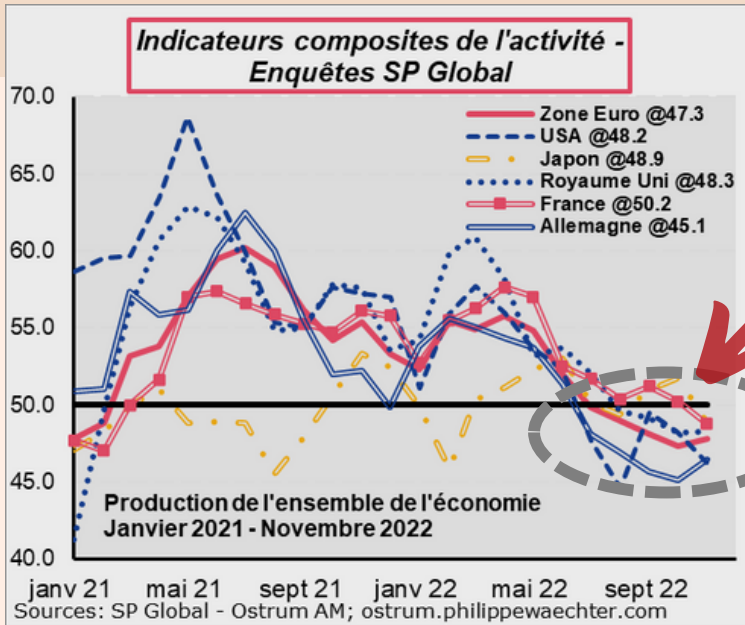


Le dernier point est le **repli très net de l'indice des prix payés** par les entreprises dans le secteur manufacturier. D'un seul coup, en novembre, les chefs d'entreprise prennent en compte la baisse du prix des matières premières industrielles et ne sont plus retenus dans leur attitude par un risque immédiat sur le prix du gaz. Celui ci reste très élevé mais sa volatilité a chuté. Ne doutons pas que cela entrainera les prix de production à la baisse d'ici à la fin de l'année.

C'est un signal de **baisse des tensions nominales**. On le perçoit déjà aux US et cela alimente les anticipations de **reflux de l'inflation**. Cela peut être un bon signal pour le vieux continent.



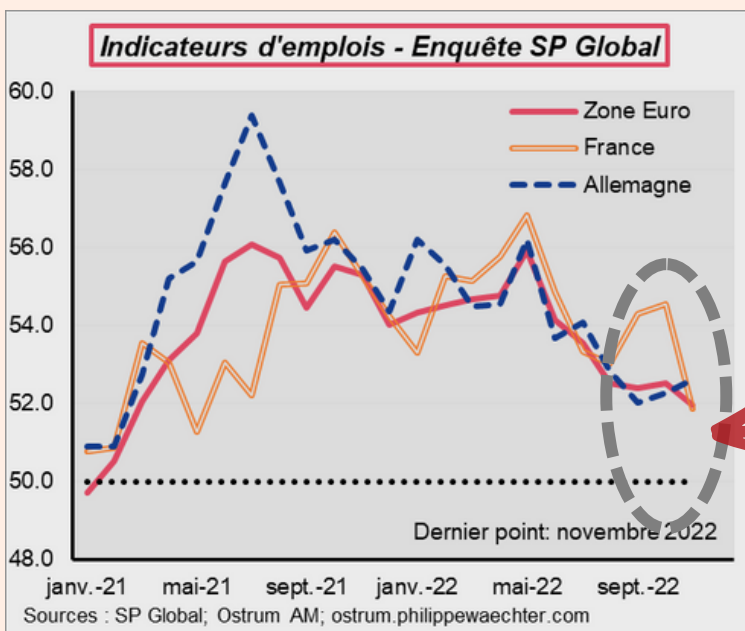
TENDANCES CONJONCTURELLES



L'enquête **SP Global** pour le mois de novembre suggère un **ralentissement** voire une contraction de l'activité dans les grands pays pour lesquels des publications avancées sont faites.

La **demande** est généralement la fragilité invoquée pour expliquer le ralentissement mesuré via ces données d'enquêtes.

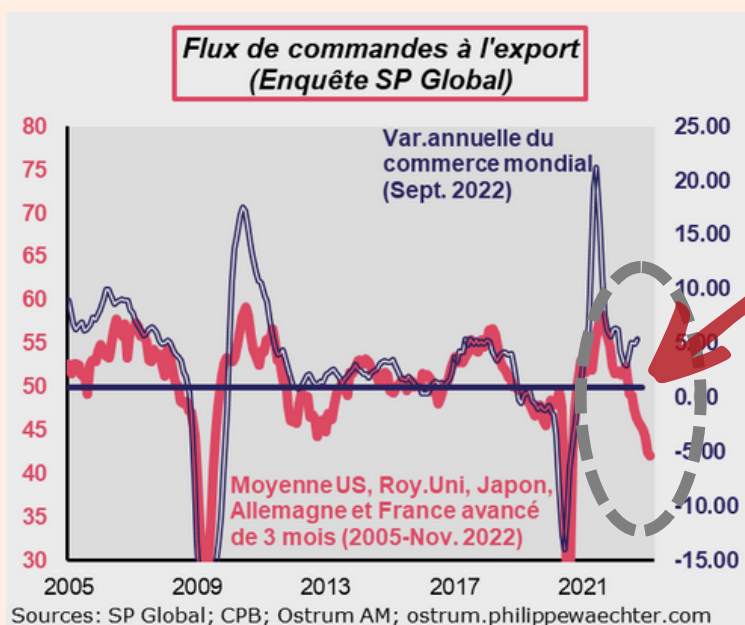
Cependant, on note toujours un **décalage** entre ces publications et les chiffres réels. Les **données du PIB** du 3ème trimestre restent souvent **robustes**. Cela a été le cas aux US mais aussi en Allemagne.



Ce **paradoxe** se lit encore sur les données de **l'emploi**.

Pour les pays européens, en dépit d'un indicateur d'activité sous le seuil de 50, force est de constater que les indices d'emplois restent supérieurs à ce seuil.

C'est un point qui reste à éclaircir à l'échelle macroéconomique. Le marché du travail a une allure souvent au moins aussi robuste que l'activité, ce qui est étonnant.



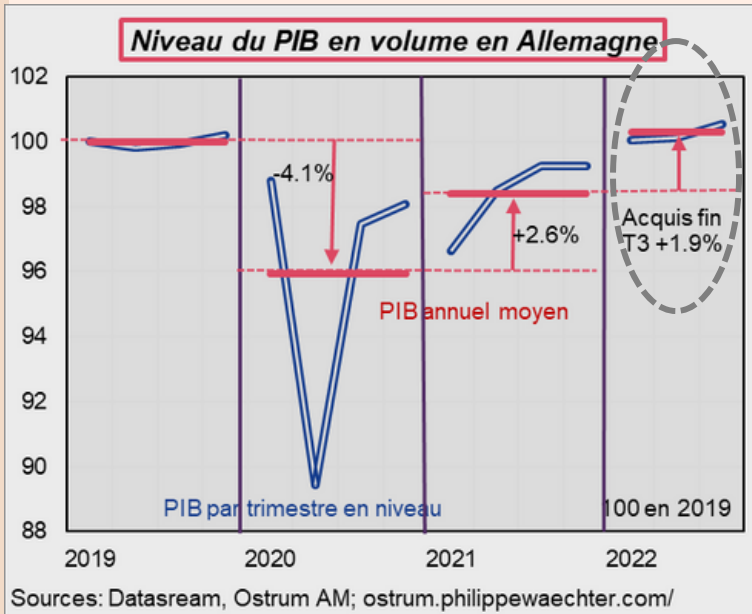
Dans les enquêtes SP Global, l'indice des **flux de commandes à l'exportation** est généralement un bon indicateur du profil à venir du commerce mondial.

En novembre, la moyenne des 5 pays repris sur le graphe continue de plonger. Un décalage est constaté avec la trajectoire du **commerce mondial** qui **s'améliore en septembre**.

Ce graphe est un des plus importants pour les prochains mois.



ALLEMAGNE CROISSANCE ROBUSTE, MÉNAGES EN ZONE EURO



La **croissance allemande** du 3ème trimestre a été largement **révisée à la hausse**.

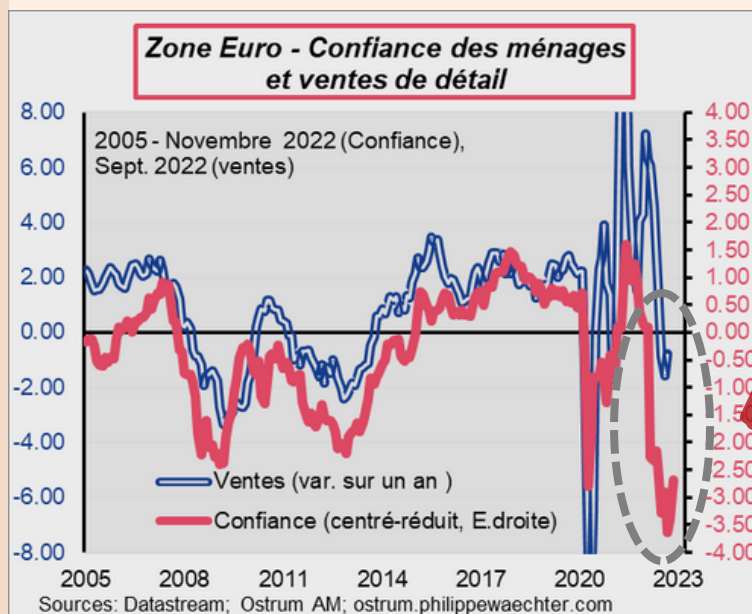
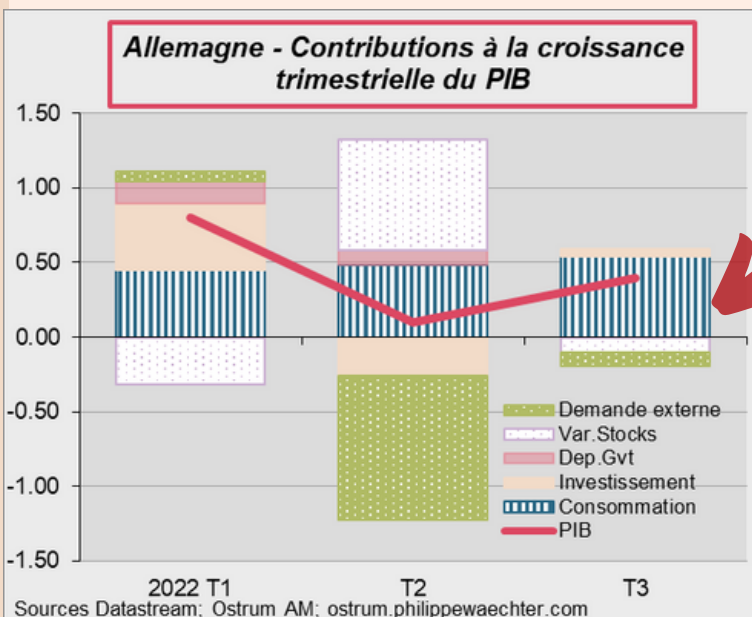
Lors de la première estimation, le PIB augmentait de 0.27%. Dans la nouvelle, il progresse de 0.4%. L'acquis de croissance pour 2022 est de 1.9% à la fin du 3ème trimestre.

Le PIB allemand a définitivement **rattrapé** son niveau de **2019** puisqu'il s'établit à 100.3 en moyenne sur l'année 2022 (référence 100 en 2019). A titre de comparaison, la France est à 100.8 à la fin du 3ème trimestre.

L'élément de surprise est la **robustesse de la demande interne**. La tendance avait déjà été annoncée lors de la première publication.

On se rend compte que la contribution des **dépenses des ménages** est stable sur les 3 premiers trimestres alors que l'inflation bat des records et que le bouclier énergétique est, sur la période, moins protecteur qu'en France.

L'**emploi est au plus haut** et ce peut être un élément d'explication. Mais ce sera à creuser dès que l'on aura davantage de détails.



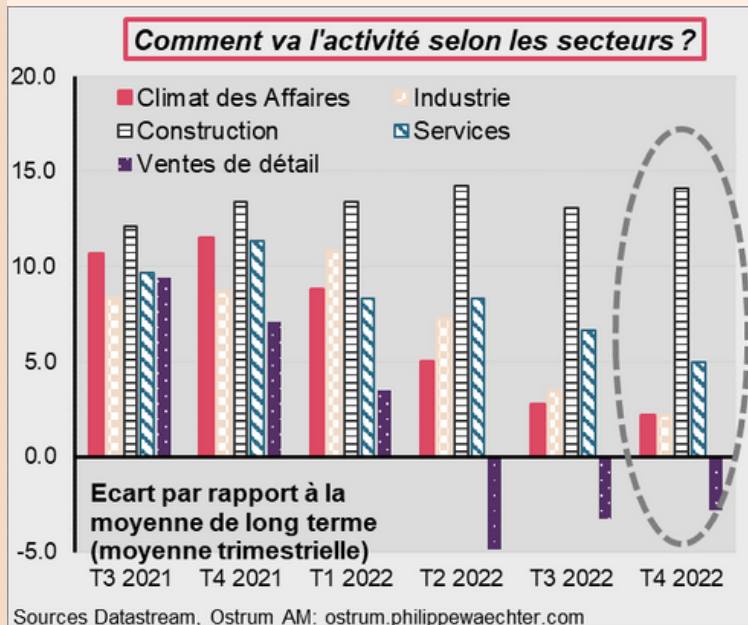
En **zone euro**, la **confiance des ménages** se reprend depuis le point bas de septembre.

Le chiffre reste cependant désespérément bas. Il est juste au-dessus du point bas observé pendant la pandémie.

En septembre, les ventes de détail se sont un peu redressées. La consommation n'est peut être pas aussi déprimée qu'anticipée.

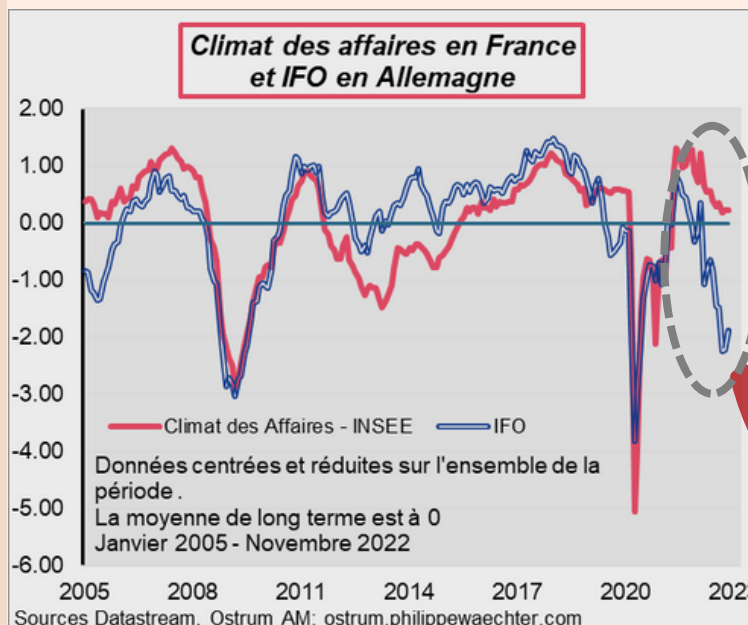


FRANCE ALLEMAGNE – LECTURE DU CYCLE



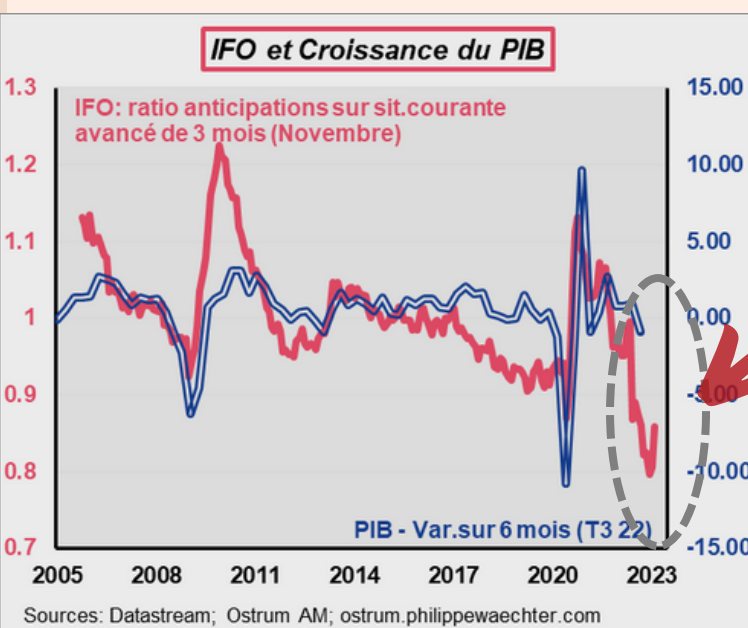
Le **climat des affaires** en **France**, c'est à dire la perception par les entreprises de leur environnement économique, est **robuste** en novembre. A 102 il est au-dessus de sa moyenne de long terme 100. **Pas de signaux immédiats de récession.**

Les **secteurs économiques** sont aussi dans la partie positive du graphe, notamment la **construction** où l'activité est **solide**. La robustesse s'amenuise en tendance sur l'industrie et les services. Les chiffres se rapprochent de la moyenne de long terme.



Le secteur de la **distribution** est le plus **fragile**, probablement parce qu'il est en lien direct avec le consommateur dont le pouvoir d'achat est pénalisé.

L'indice **IFO** en **Allemagne rebondit** en novembre. Son niveau reste très en-dessous de sa moyenne de long terme (0 sur le deuxième graphe). Mais il y a un **coup d'arrêt à la dégradation** en raison d'un plus grand optimisme à un horizon de 6 mois.



Le **signal** que donne le ratio anticipations sur situation courante s'améliore nettement. Si cela est confirmé, l'**Allemagne n'échappera pas à la récession mais elle n'aura pas l'ampleur attendue**. On ne peut que s'en réjouir.



PLAFOND SUR LE PRIX DU GAZ

La question du **prix du gaz** va nous hanter encore longtemps. Si ce prix est moindre actuellement à **120€** le mégawatt heure il est malgré tout de **4 à 6 fois** plus cher que celui payé avant la crise.

En outre, la volatilité de ce prix est extrême provoquant des gênes terribles pour ceux indexés de près ou de loin au prix du marché et c'est surtout une véritable source d'incertitude. La question est de savoir combien vaudra le gaz dans 1 an. Sera-ce 350€ ou 80 ? En termes d'incertitude et d'impact sur les comportements ce n'est pas du tout la même chose.

C'est pour réduire l'incertitude et les conséquences de cette volatilité que la Commission Européenne a réfléchi à un programme pour peser sur le prix du gaz et pour le stabiliser.

Un **premier point**, est de favoriser les achats groupés afin de disposer d'un plus grand pouvoir de négociation. Cela ne fait pas de difficultés.

Ce qui est en question c'est le **plafonnement du prix**. Il est fixé à 275€ le mégawatt heure. Pour que ce plafond soit applicable il faut que le prix à un mois lui soit supérieur pendant deux semaines et que le prix du gaz (gazoduc) soit supérieur de 58€ le prix de référence du gaz liquéfié pendant 10 jours consécutifs au cours de ces deux semaines de référence.

Ce cadre n'aurait pas fonctionné pendant les tensions de l'été lorsque le prix a touché un pic à 340€.

Les européens doivent discuter de ce plan mais les camps sont bien tranchés entre ceux qui souhaitent une intervention et ceux qui pensent que le prix libre doit permettre de ne pas pénaliser l'approvisionnement en gaz. Les pays producteurs dans ce cas n'éviteront pas l'Europe.

Cette question majeure a un coût élevé sur le plan budgétaire si les gouvernements souhaite maintenir une forme de bouclier pour éviter un choc trop important sur les consommateurs et les entreprises.

L'enjeu du plafond est donc double: incertitude sur les conditions de l'activité, impact sur le budget.



LA QUESTION DES ALLOCATIONS CHÔMAGE ET L'OBJECTIF DU PLEIN EMPLOI

Lors de la pandémie, les allocations chômage aux US étaient élevées. Les personnes se retrouvant au chômage pour cause de confinement bénéficiaient de compensations importantes de l'Etat fédéral mais aussi des Etats locaux.

Le taux de chômage bien au-delà des normes américaines a incité certains élus locaux à réduire les allocations qu'ils pouvaient gérer. La baisse de rémunération des chômeurs devait les inciter à retrouver un emploi rapidement.

Les Etats qui ont adopté ces mesures n'ont pas vu l'emploi augmenter plus rapidement que ceux pour lesquels rien n'avait été changé.

Le **signal prix n'est pas le seul facteur déterminant dans le choix d'un emploi**, cela en est un mais le champs des déterminants est plus vaste.

Le gouvernement français a adopté un changement d'ampleur du mécanisme d'allocation chômage. L'idée est de moduler la durée de d'indemnisation en fonction de la conjoncture.

Si le taux de chômage passe en dessous du seuil de 9% ou s'il recule pendant 3 trimestres consécutifs, la durée d'indemnisation sera réduite d'un quart avec une durée minimale de 6 mois.

Si le taux de chômage repasse au-dessus de 9% ou s'il augmente de 0.8% sur un trimestre, les règles actuelles sont à nouveau à l'œuvre.

L'idée derrière la modulation du temps d'indemnisation est à la fois de considérer que dans une conjoncture porteuse, il est plus facile de retrouver un emploi. Cette accélération de l'emploi pourrait alors avoir un effet d'entraînement fort sur la conjoncture puisqu'avec l'emploi supplémentaire est associé un revenu qui sera dépensé.

La période de conjoncture favorable pourrait alors être accentuée et prolongée. L'opportunité de la mesure est encore plus marquée actuellement parce que les taux d'emplois vacants sont à des niveaux historiquement élevés y compris au troisième trimestre.

En revanche, dans les périodes cycliques moins favorables, l'objectif a un caractère protecteur.

Un tel cadre doit permettre d'**augmenter l'emploi en période de tensions** tout en **réduisant le coût social** puisque des recettes sociales augmentent avec les emplois et les revenus associés et parce que le coût des allocations sera réduit.



ALLOCATIONS CHÔMAGE

L'objectif final est de créer les conditions pour que la France retrouve le plein emploi de façon durable. C'est sur ce point que des interrogations existent.

L'accent mis principalement sur le chômage n'est pas forcément le plus pertinent. Le taux de chômage élevé dans un bassin d'emploi peut résulter d'une localisation peu attractive ou d'une difficulté pour le conjoint de trouver un emploi si le candidat a l'emploi doit déménager. L'explication est alors plus microéconomique que macroéconomique.

Par ailleurs, **prendre le taux de chômage comme indicateur discriminant n'est peut être pas la bonne idée.**

Ce point repose sur l'idée que la baisse du taux de chômage et la hausse de l'emploi sont fortement corrélés. L'un est l'image de l'autre.

Pourtant s'il existe un lien en tendance entre les deux à l'échelle macroéconomique, la relation manque de précision.

A l'échelle microéconomique, le lien est encore moins bien assuré. Lorsque l'on descend à l'échelle du bassin d'emploi, les situations sont très hétérogènes. Il y a des bassins pour lesquels effectivement la baisse du chômage et la hausse de l'emploi est bien corrélée mais ce n'est pas généralisable. Dans le nord de la France et sur le bassin méditerranéen, les taux de chômage sont généralement au-dessus de la moyenne nationale. Pourtant dans sud, les créations d'emplois sont fortes alors que dans le nord elles sont réduites.

En outre, **le lien entre difficultés de recrutement, créations d'emplois et taux de chômage n'apparaît pas robuste.**

La dynamique du marché du travail à cette double dimension. Elle est forcément macroéconomique car dépendant de la productivité, de la compétitivité, des infrastructures et du cadre juridique.

Elle est forcément microéconomique car dépendant du logement, du niveau de formation, de la capacité à se déplacer.

Tous ces mécanismes ne peuvent pas se synthétiser dans le seul indicateur de rémunération sur lequel il faudrait agir. Aucune étude ne le montre.

La capacité de la mesure gouvernementale a engendré une dynamique forte menant au plein emploi est donc questionable.



LES MINUTES DES BANQUES CENTRALES

La publication des **minutes** des réunions des banques centrales est importante surtout lorsque celles-ci durcissent leur politique monétaire. Chacun cherche à comprendre quand telle ou telle banque centrale va infléchir sa stratégie à la hausse ou à la baisse. C'est la fameuse question du **pivot** discuté notamment sur la politique menée par la Fed aux US.

Lors de chacune de ses 4 dernières réunions de politique monétaire, la **banque centrale US** a relevé son taux de référence de 75 points de base (0.75%). Le taux de référence a augmenté de 3% en quelques mois.

La lecture des minutes doit permettre de percevoir sur les membres du comité de politique monétaire sont prêts à changer pour adopter une stratégie moins agressive. C'est avec ces éléments en tête que l'on doit lire les minutes de la banque centrale US. Dans son dernier rapport, faisant référence à la réunion du 1/2 novembre), les banquiers centraux indiquent clairement leur préférence pour la **poursuite d'une stratégie haussière mais a un rythme plus réduit** que les 75 bp des 4 dernières réunions. **Cela semble acquis.**

En **Europe, la BCE** est moins tranchée. Les données sur l'inflation sont plus préoccupantes qu'outre-Atlantique et chacun a été désagréablement surpris par la hausse de l'inflation à 10.7% en octobre.

Les membres de la BCE, dans les minutes suggèrent le **maintien d'un véritable biais haussier** mais **sans se prononcer sur l'ampleur du mouvement.**

La Banque Centrale Européenne ne veut pas prendre le risque d'être prise à revers en cas de maintien d'un taux d'inflation encore très élevé en novembre et décembre. Elle s'inscrit dans une logique dite « data dépendant ». Les choix seront faits non pas en fonction d'un plan préétabli mais à la lecture des données publiées.

Il y a **peu de chance que la BCE laisse rapidement tomber son biais restrictif.** Isabel Schnabel qui est membre du conseil de la BCE indique que les gouvernements sont plutôt accommodants dans leur politique économique pour éviter que le prix de l'Energie ne provoque une mauvaise surprise sur l'activité. La demande est donc soutenue. Cela veut dire que les **gouvernements soutiennent la demande** et que si l'objectif de la BCE est de revenir rapidement sur la cible de 2% alors la **BCE doit être plus restrictive.** La coordination pose que pour parer le choc de l'énergie il faut une politique budgétaire accommodante mais une politique monétaire très restrictive. **La première limite l'impact sur l'activité la seconde ne permet pas à l'inflation de s'inscrire dans la durée. C'est le schéma que la BCE semble avoir à l'esprit.**