



LES CLEFS DE LA SEMAINE



- L'inflation s'affole en zone Euro et la croissance s'essouffle
- La Fed maintient son étreinte
- Mois après mois l'activité ralentit en zone Euro
- L'économie US est moins dynamique
- Les USA et la zone Euro vivent différemment l'inflation
- L'objectif de 1.5°C est il atteignable ?
- **Cette semaine: inflation en Chine et aux USA**



L'INFLATION S'AFFOLE EN ZONE EURO MAIS LA CROISSANCE S'ESOUFFLE

Le **PIB** a augmenté de **0.2%** au troisième trimestre après 0.8% au T2. Sur **un an**, il s'est accru de **2.1%** et l'**acquis** pour 2022 à la fin du 3ème trimestre est de **3.3%**. (1.9% fin 2021)

On ne dispose pas du détail de ce chiffre pour les mois d'été. Les **grands pays** ont une **progression cohérente** avec ce chiffre global. Le PIB en **Italie** est en hausse de **0.5%**, celui de l'**Allemagne** de **0.3%** et ceux de la **France** et l'**Espagne** de **0.2%**. On notera néanmoins le **repli** de la **Belgique** (-0.1%) et de l'**Autriche** (-1.7%) mais l'on ne dispose pas du chiffre de tous les pays.

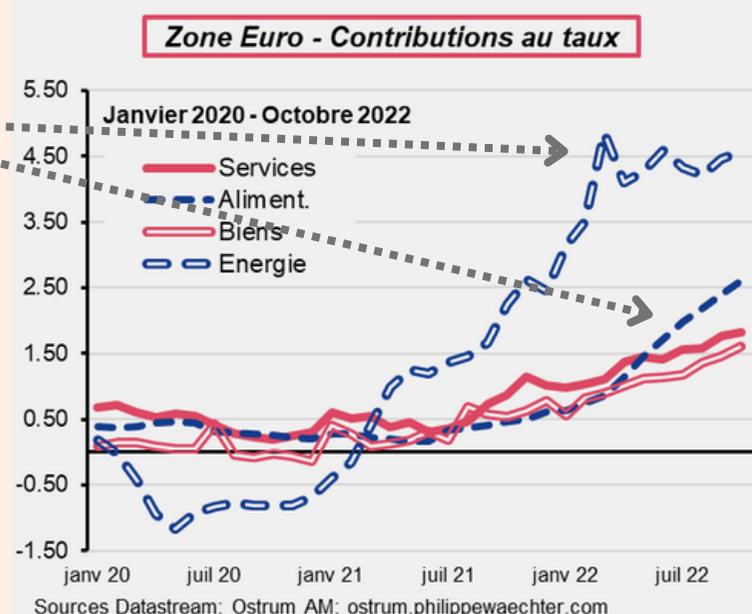
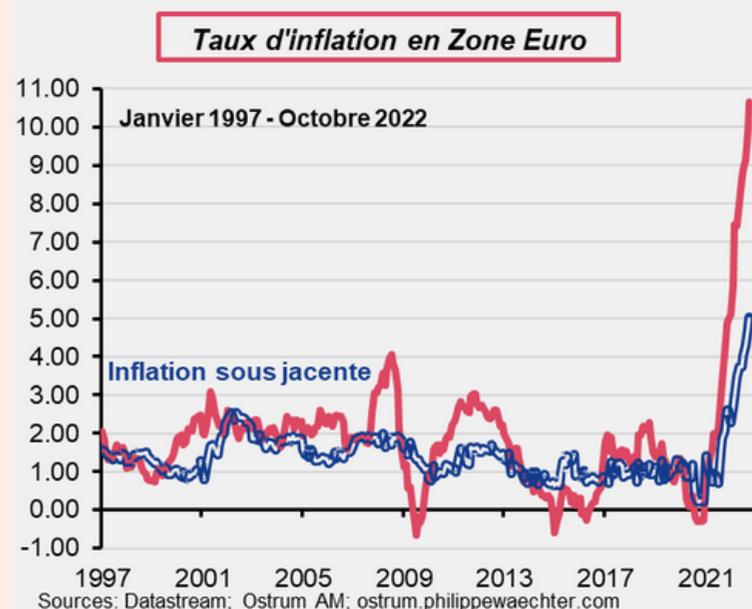
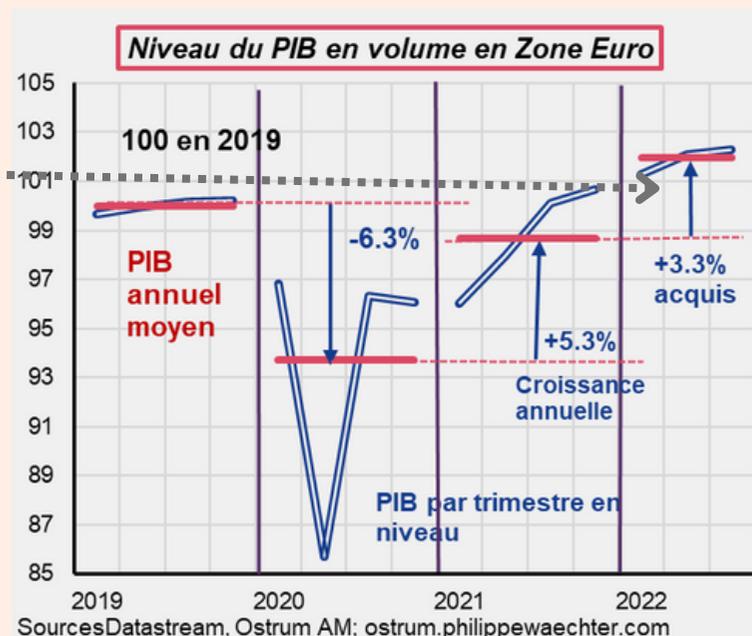
La **croissance s'affaiblit en phase** avec le peu de dynamisme constaté dans les **enquêtes** sur la zone Euro.

* * *

L'**inflation** est allée au-delà des anticipations en s'inscrivant à **10.7%** en octobre. Là aussi cela suit les chiffres allemands et italiens. En France l'inflation est plus réduite (7.1% pour l'inflation harmonisée) et en Espagne elle se replie par rapport aux points hauts du printemps.

Les contributions montrent toujours un **poids considérable pour l'énergie et l'alimentaire** (70% de l'inflation expliquée par ces deux postes). Mais on perçoit une **diffusion dans les biens et les services**. C'est ce point qui doit préoccuper la BCE car il traduit la **diffusion d'un choc au plus profond de l'économie**.

Si la **BCE** veut en venir à bout, elle **devra encore durcir sa politique monétaire**. Le **pivot** (changement de tendance de la politique monétaire) **n'est pas encore en vue**.





LA FED MAINTIENT SON ÉTREINTE.

➤ La **Federal Reserve** a **remonté** son taux d'intérêt de référence de **75 points de base** (0.75%). Celui-ci évoluera désormais entre **3.75% et 4%**.

➤ Depuis **1971**, à l'exception de l'épisode de 1975, la Fed n'a arrêté le durcissement de sa politique monétaire que lorsque son **taux de référence était supérieur au taux d'inflation sous-jacent**.

➤ La Fed arrête néanmoins avant l'irruption d'une récession après les épisodes associés aux chocs pétroliers des années 1970. La politique monétaire restrictive provoque la récession en changeant radicalement les conditions financières. **La période actuelle n'échappera pas à la règle.**

➤ Au regard de ces éléments, et même si les risques de récession s'accroissent, la Fed va continuer à durcir sa politique monétaire.

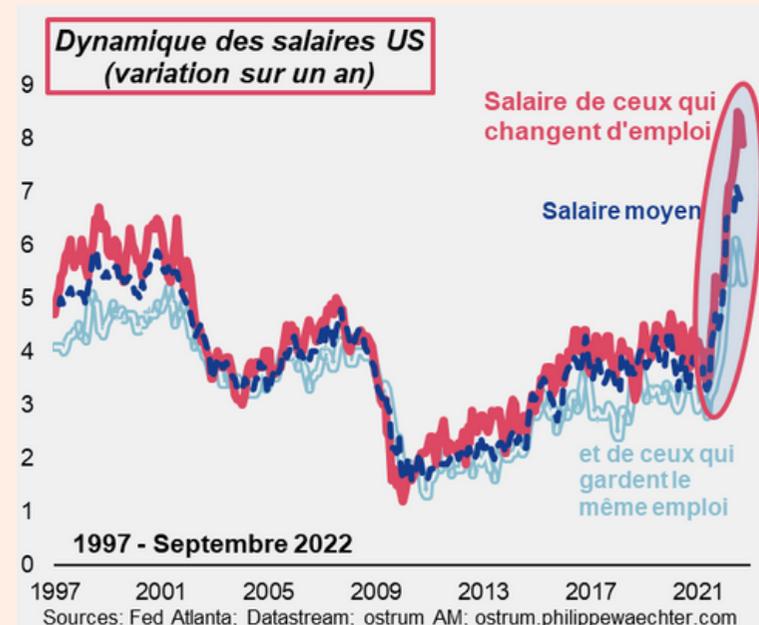
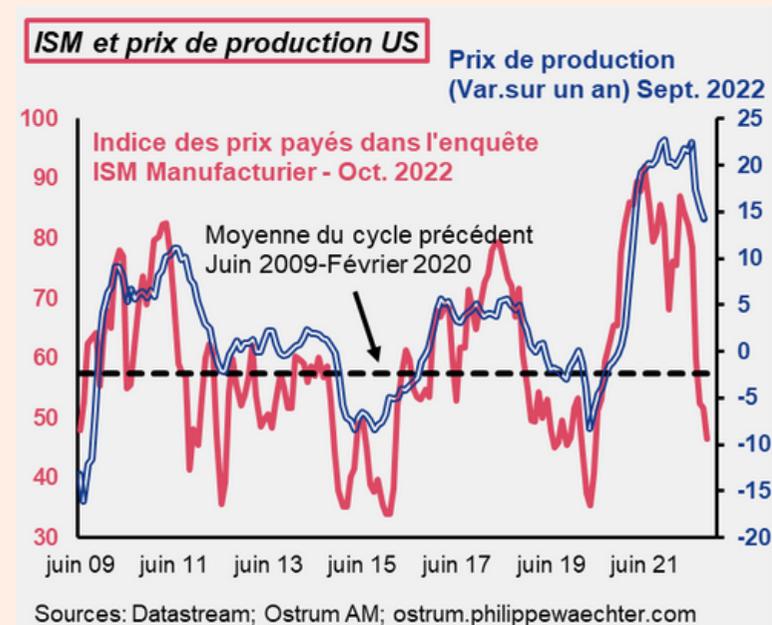
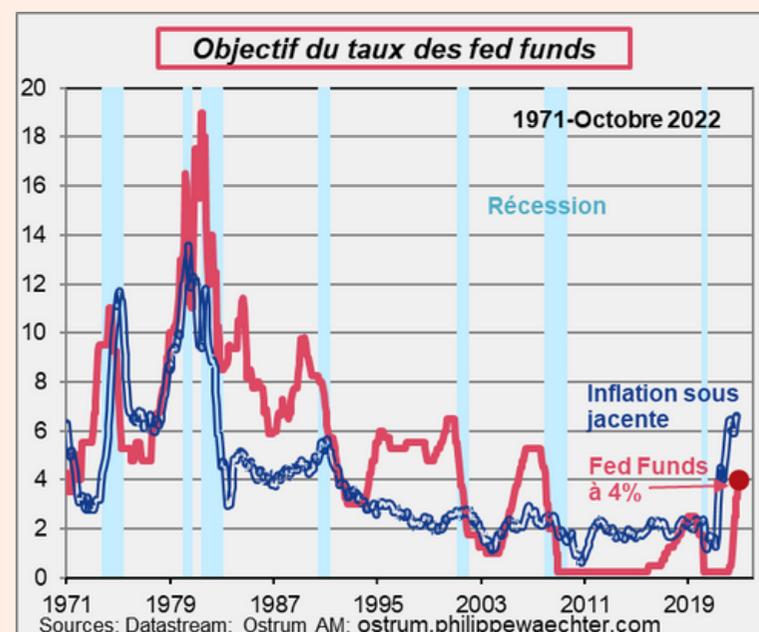
* * *

➤ Les **signaux sur les prix** constatés par les entreprises **ne sont plus inflationnistes**, notamment dans le secteur manufacturier.

➤ L'indice des prix payés s'effondre (sous la moyenne du cycle 2009-2020) entraînant avec lui les prix de production.

D'ailleurs la contribution du prix des biens à l'inflation ralentit fortement. Par ailleurs, les **tensions sur l'appareil productif** (Global Supply Chain Pressure Index Fed NY) **se réduisent vite.**

➤ Le souci de la Fed reste **l'allure des salaires**. Ils poussent à la **hausse le prix des services**. Tant qu'il n'y aura **pas de ralentissement marqué des salaires**, la Fed restera restrictive. **La récession aidera.**





MOIS APRÈS MOIS L'ACTIVITÉ RALENTIT EN ZONE EURO

➤ L'**indice synthétique** issu de l'enquête **SP Global** se **contracte** pour le deuxième mois consécutif en octobre.

➤ L'allure de cet **indicateur** est généralement **cohérent avec le profil du PIB**.

Le début du 4ème trimestre, s'il était confirmé en novembre et décembre pourrait indiquer une **contraction du PIB au début de l'hiver**.

➤ Cette trajectoire se constate pour **tous les grands pays** de la zone Euro et aussi au Royaume Uni. Les indices composites issus de cette enquête SP Global sont en-dessous du seuil de 50 séparant la hausse et la contraction de l'activité.

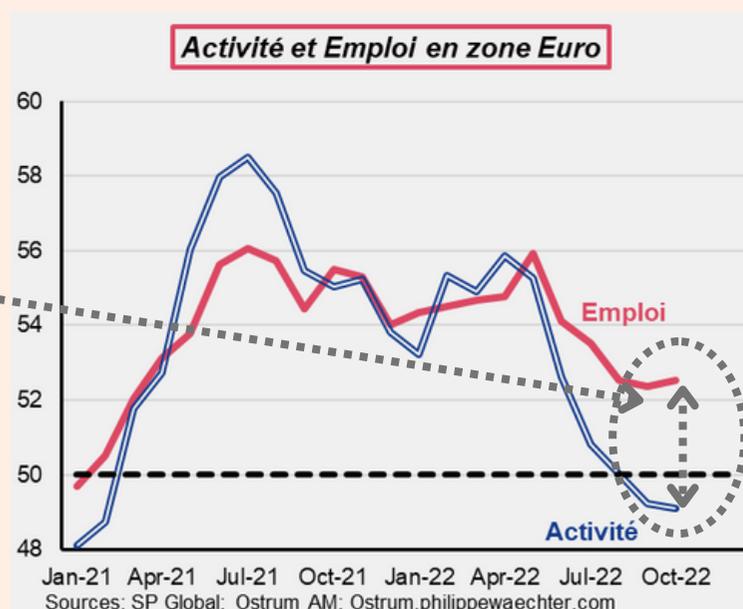
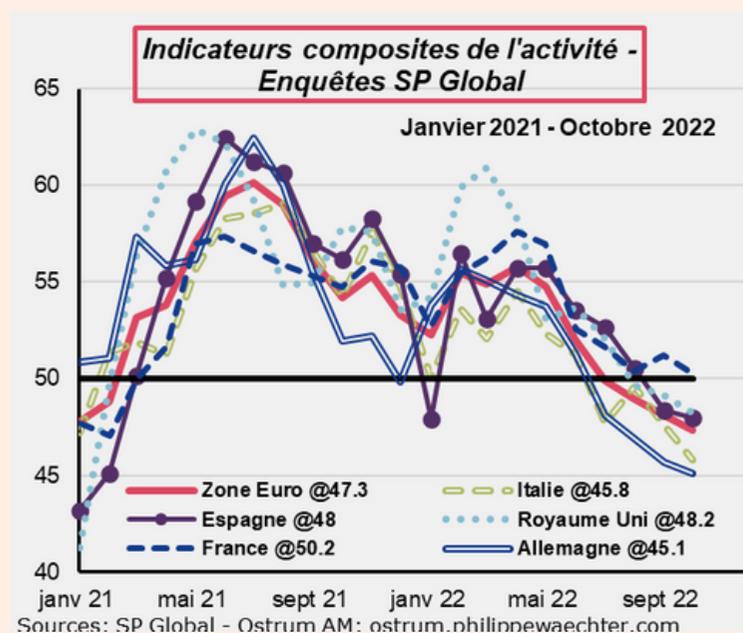
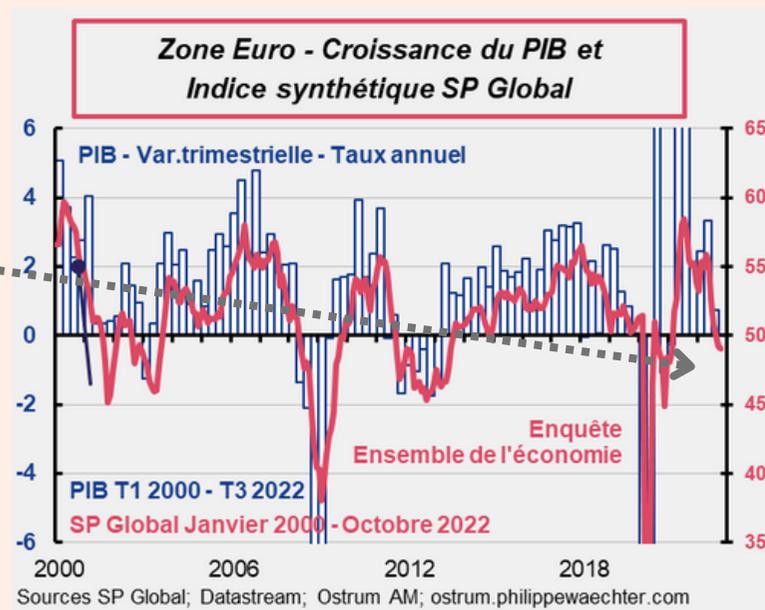
➤ Parmi les grands pays, **seule la France** est encore marginalement au-dessus de ce seuil de 50.

➤ Ma préoccupation est le **profil du secteur manufacturier**. Même si son poids est désormais réduit dans l'économie, sa dynamique conditionne celle de l'activité globale.

Pour tous les grands pays, ce secteur se détériore avec un **repli net des commandes** et des stocks élevés. Le ratio Flux de commandes sur Stocks montre partout une **insuffisance de commandes** qui se traduira par une contraction de l'activité manufacturière. Ce n'est pas un bon signal.

➤ L'**emploi reste vigoureux**. C'est le paradoxe européen depuis la période post-pandémie. La dynamique de l'**emploi est robuste indépendamment de l'activité**.

➤ Les **raisons** de cette contraction: baisse du **pouvoir d'achat**; durcissement des **conditions financières**, **investissement** qui ralentit et **commerce mondial** qui se contracte.





L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE EST MOINS DYNAMIQUE

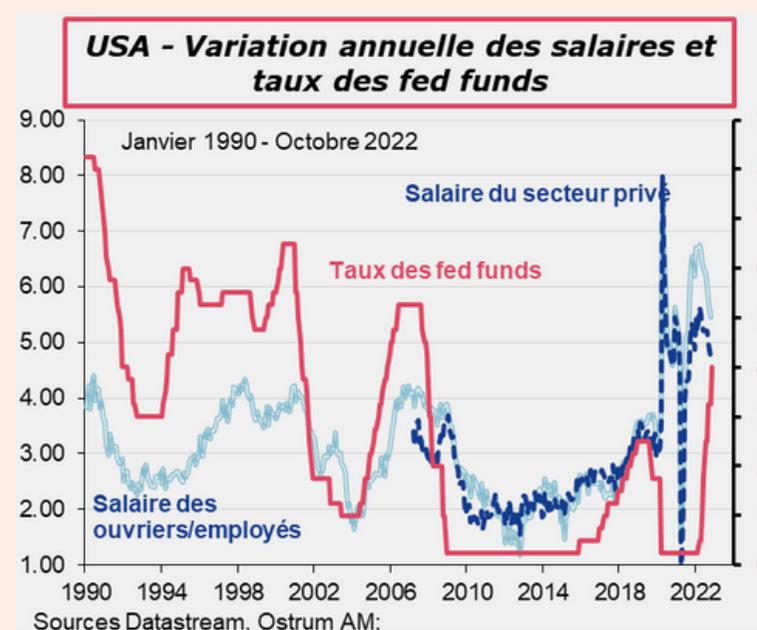
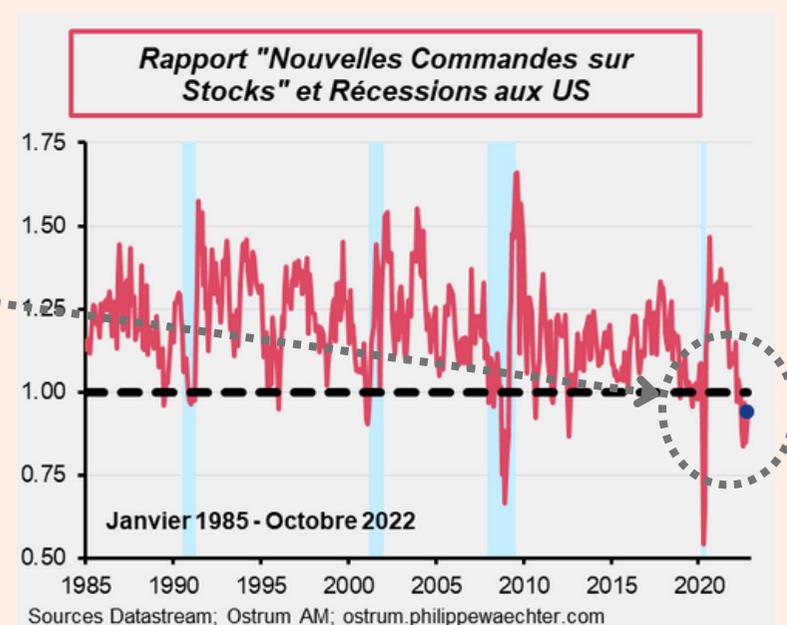
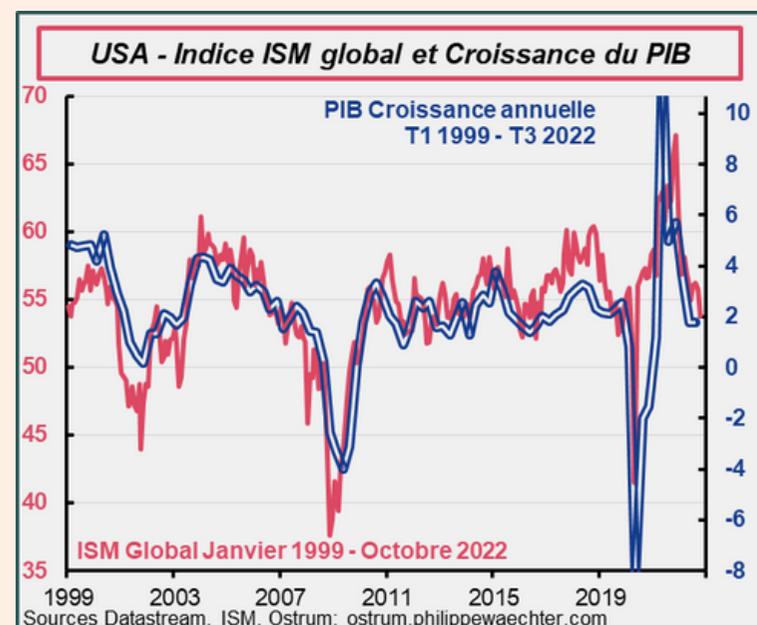
- Après la période enthousiasmante de sortie de pandémie et de relance spectaculaire par Joe Biden, **l'économie américaine s'essouffle.**
- L'indicateur **ISM global** (moyenne pondérée des indices des secteurs manufacturier et non manufacturier) **s'étirole.** En octobre, il s'est inscrit à **53.7** soit son **plus bas niveau depuis mai 2020.**
- Cet indicateur est intéressant car il a le **même profil que le PIB.** Il nous renseignera sur la vitesse à laquelle l'économie US tombera en récession.
- Le secteur **manufacturier** ralentit déjà. L'indice est à juste **50.2** et ses composantes sont dégradées. Le ratio des nouvelles commandes sur stocks est passé sous le seuil de 1 depuis la fin du printemps et s'y maintient. Un tel niveau est souvent un **signal avancé de récession.**
- La demande est moins vive, résultat d'une demande plus réduite liée à la **baisse du pouvoir d'achat**, au risque sur **l'immobilier** et au très fort **durcissement des conditions financières.** Comme on l'a vu, la Fed va accentuer son étreinte et peser encore davantage sur l'économie.

* * *

Les **créations d'emplois** ont encore rapidement augmenté en octobre. Si le chiffre est élevé (261 000) c'est le chiffre le plus faible depuis la reprise post pandémie.

Le marché du travail change, la **hausse des salaires ralentit.**

On voit sur le graphe que la **Fed a été surprise** par les tensions au sein de l'économie américaine. **Elle se rattrape depuis** et va continuer jusqu'à ce que le taux de salaire ait le bon profil.





LES USA ET LA ZONE EURO VIVENT DIFFÉREMMENT L'INFLATION

Les enquêtes menées auprès des entreprises renseignent beaucoup sur les tensions constatées sur les **prix**.

Le premier indicateur à regarder est celui des **prix payés par les entrepreneurs du secteur manufacturier**. Il traduit l'évolution des prix payés notamment sur les matières premières.

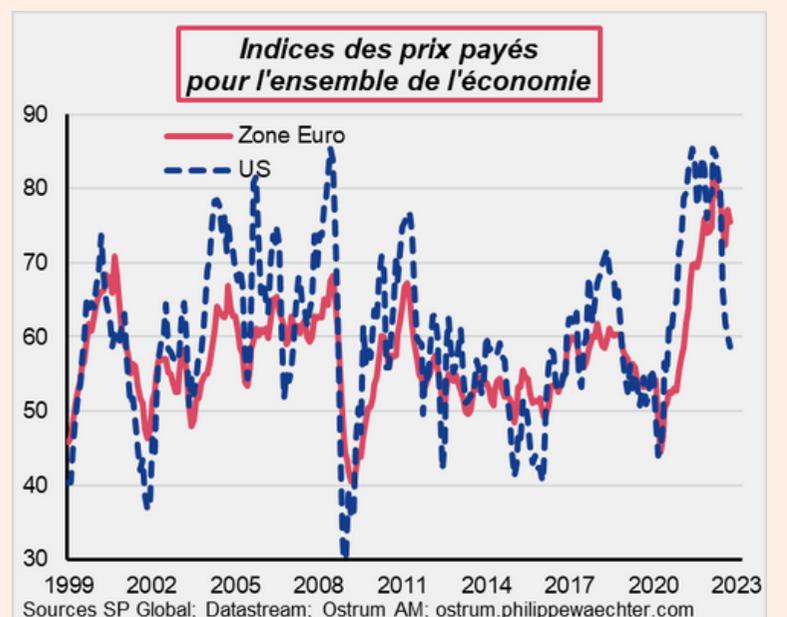
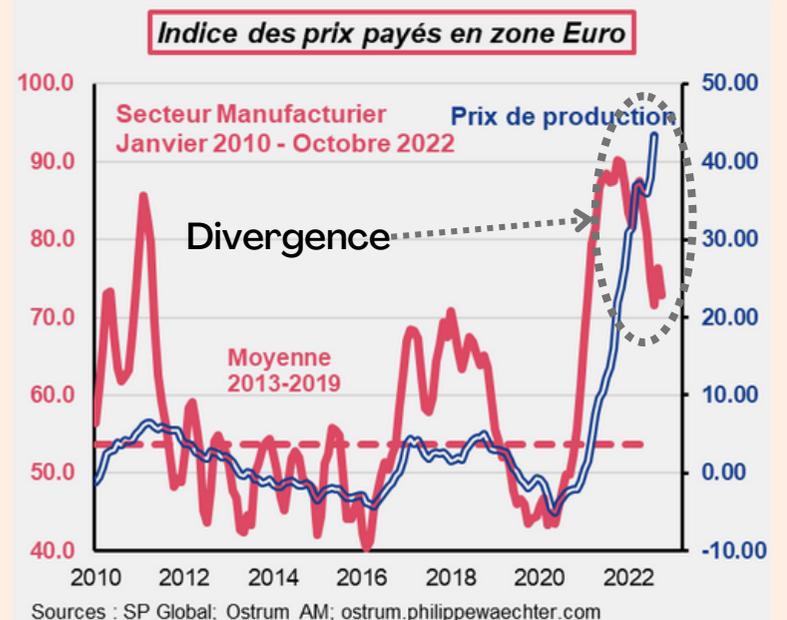
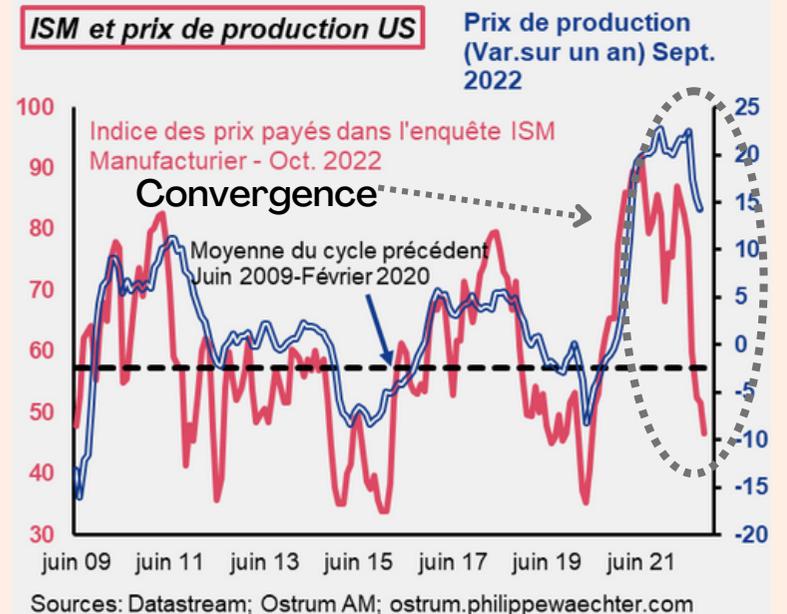
Aux **Etats-Unis**, cet **indicateur s'effondre** depuis la fin du printemps. Il est très nettement en-dessous de la moyenne observée durant le cycle économique allant de juin 2009 à février 2020. Les tensions nominales s'estompent vite et cela se transformera rapidement en **inflexion à la baisse des prix de production**.

Rien de tel n'est observable en **zone Euro**. L'indice reste haut perché. C'est une traduction de la **crise énergétique** traversée par la zone Euro. Les prix de production sont toujours orientés à la hausse.

En zone Euro, les **chocs nominaux** résultant de la crise énergétique **se prolongent et se propagent** dans l'ensemble des secteurs de l'économie. Ce n'est pas le cas aux US.

Quand on prend ce même **indicateur mais pour l'ensemble de l'économie**, on constate la divergence entre la zone Euro et les US. **L'indice américain s'effondre alors que l'indice de la zone Euro est toujours très élevé.**

La **crise de la zone Euro est structurelle et persistante** liée à la crise énergétique. Aux **US**, les **tensions retombent et seuls les salaires préoccupent la Fed**. C'est une situation plus simple à gérer.





L'OBJECTIF DE 1.5°C EST IL ATTEIGNABLE ?

L'accord sur la transition énergétique traduit nécessairement la mise en œuvre d'une stratégie collective basée sur la coopération et la coordination. Les politiques mises en place convergent toutes vers le même but. C'était le sens de l'accord de Paris en novembre 1995.

Certes les moyens déployés ne pouvait pas définir une dynamique commune puisque chaque pays, individuellement, définissait la route qu'il prendrait pour converger vers la neutralité carbone. Il n'y avait pas de contrainte définie ni de capacité à créer un cadre cohérent entre les pays. Mais c'était le premier pas nécessaire pour viser la neutralité carbone.

Ces objectifs ont été revus lors de la COP26 de Glasgow l'an dernier mais sans pour autant donner satisfaction puisque, pour la COP27 de cette année, les pays signataires de l'accord de Paris avaient la possibilité de redéfinir leurs objectifs. Les pays ambitieux manquent à l'appel puisque seulement 23 pays ont modifié leur stratégie. En d'autres termes, la trajectoire, pour la fin du siècle, converge toujours vers une température autour de 2.5°C au-dessus de la moyenne préindustrielle.

Cette question incite d'ailleurs l'hebdomadaire britannique "The Economist" à considéré que l'objectif de 1.5°C ne sera pas atteint et ne pourra être atteint.

Dans son éditorial, il considère que les moyens sont insuffisants pour doper l'importance des énergies renouvelables dans la production d'énergie. Même si toutes les capacités nouvelles sont le fait des énergies renouvelables, c'est encore très insuffisant pour donner à celle ci un poids significatif pour infléchir les tendances.

L'hebdomadaire signale aussi la difficulté à sortir du pétrole et des énergies fossiles. La réduction des approvisionnements russes en gaz se traduisent ainsi, en Europe, par la mise en place d'infrastructures pour recevoir le gaz liquéfié et un recours marqué au charbon.

Si cela se comprend à court terme pour éviter les ruptures, les infrastructures sont inscrites pour longtemps dans le paysage européen réduisant sa capacité à tendre vers la neutralité carbone.

En effet, les infrastructures s'inscrivent forcément dans la durée et donc l'utilisation du gaz s'inscrira dans la durée. L'autre remarque que l'on peut faire est que le bilan carbone d'un tel changement est dramatique. Le gaz liquéfié a un bilan carbone bien supérieur à celui du gaz arrivant par gazoduc.



LE JEU EST NON COOPÉRATIF ET C'EST TOUT LE PROBLEME

Ces éléments reportent le moment où, effectivement, le poids des énergies fossiles dans la consommation primaire chutera fortement. Or c'est une condition pour la réduction de l'émission des gaz à effet de serre.

L'argument d'une convergence qui ne se fera pas tient à la fois aux manques de moyens (The Economist pense qu'il faudrait tripler les moyens actuels 1 000 Mds) et à l'impossibilité de sortir rapidement des énergies fossiles.

Or on sait que les effets du carbone se renforcent dans le temps. Les émissions actuelles n'auront un effet maximum que dans une dizaine ou une vingtaine d'années et que ses effets ne s'effacent pas dans le temps.

La combinaison de ces deux éléments (moyens et énergies fossiles) reportent le moment où les émissions se réduiront à l'échelle globale, condition nécessaire pour converger vers la neutralité carbone et la cible de 1.5°C.

Au regard de ces éléments, la mise en place d'une stratégie coordonnée et coopérative est essentielle. Chacun doit conditionner sa politique à la sauvegarde de la planète.

Ce n'est clairement pas le cas. Parmi les grands pays émetteurs de gaz à effet de serre, aucun n'est prêt à sacrifier sa propre économie et sa propre sécurité sur l'autel de la transition énergétique.

Xi, lors du congrès du parti communiste chinois, l'a indiqué sans ambiguïté. La sécurité de la Chine ne sera pas conditionnée par les questions globales sur le climat.

L'absence de Xi à Charm el-Cheikh montre bien que la situation globale n'est pas sa priorité. L'absence de Modi, le premier ministre indien est importante aussi. Les raisons similaires à celles de Xi avec les contraintes de développement que provoque la lutte contre le réchauffement climatique. Biden ne sera là qu'après les élections de mi-term qui se tiendront le 8 avril. Il met aussi comme élément premier de sa politique industrielle la sécurité des Etats-Unis. Cela passe avant la question du climat.

En d'autres termes, les grandes puissances ne jouent pas le jeu coopératif qui serait nécessaire.

L'Europe voudrait le jouer mais elle est en train de vivre une crise énergétique qui l'oblige à redéfinir ses priorités tant en interne que sur le plan diplomatique. Le pacte vert doit être le fer de lance de la diplomatie européenne. Cela sera l'enjeu des européens à Charm el-Cheikh.