



LES CLEFS DE LA SEMAINE

IRA - LA FIN DE LA GLOBALISATION ?



- La main ferme des banques centrales
- De la diffusion des prix de l'énergie
- Dynamique du cycle en décembre
- L'inflation US ralentit pour le 5ème mois consécutif
- Comprendre l'inflation Reduction Act
- Production d'électricité en France
- Cette semaine: Marché de l'immobilier américain



LA MAIN FERME DES BANQUES CENTRALES

La BCE a remonté ses taux de référence de 0.5%.

Le taux de refinancement des banques auprès de la BCE passé ainsi de 2% à 2.5%. Le taux des facultés de dépôts passe de 1.5% à 2%. La BCE a indiqué lors de la conférence de presse que lors de la réunion de février une nouvelle hausse de 0.5% pouvait être anticipée et que des hausses supplémentaires étaient probables sans plus de précision.

La banque centrale a également annoncé qu'à partir du mois de mars elle mettrait en œuvre une stratégie de réduction de son bilan. Celui-ci baissera de 15 mds par mois. Ce montant correspond à peu près aux revenus et aux remboursements des titres arrivés à échéances dans son portefeuille. Depuis toujours et jusqu'en février 2023, ces montants étaient systématiquement réinvestis. A partir de mars ils ne le seront plus. Les montants de cette réduction de la taille de son bilan seront révisés régulièrement.

La BCE pense que l'inflation va repartir à la hausse en début d'année 2023 en raison des tensions probables sur le prix de l'énergie. C'est pour cela que le taux d'inflation moyen pour 2023 a été révisé à la hausse.

Cela a deux conséquences qui incitent la BCE à la prudence. L'institution de Francfort est attentive aux effets de diffusion. Des chocs énergétiques sur le reste de l'économie. Si effectivement il y a des tensions sur le prix de l'énergie, ce risque va se renforcer créant les conditions d'une plus grande persistance de l'inflation. L'autre point est que les prix alimentaires dont on a vu qu'ils étaient conditionnés par le prix de l'énergie vont encore être orientés à la hausse.

Deux remarques

La réduction du bilan est aussi une mesure restrictive accentuant le caractère contraignant de la politique monétaire. Ce n'est pas une simple mesure technique.

Aux US, la Fed a surpris en indiquant qu'en 2023 elle continuerait de remonter son taux de référence. Pourtant les indicateurs de tensions nominales sont plus réduites. Les banquiers centraux ne peuvent dévoiler une stratégie plus accommodante tant que l'inflation reste élevée. La politique monétaire et le discours associé ne seront accommodants que lorsque l'inflation sera proche de la cible. Avant annoncer un changement de politique alors que l'inflation est encore forte serait contre-productif.

Sources Datasream, Ostrum AM: ostrum.philippewaechter.com



DE LA DIFFUSION DES PRIX DE L'ÉNERGIE

La BCE craint les effets de contagion du prix de l'énergie sur le reste de l'économie. C'est une des raisons pour lesquelles elle ne peut relâcher son étreinte. La banque centrale s'inquiète des éventuelles tensions qui pourraient apparaître sur le prix du gaz au début de l'année 2023, le marché étant toujours déséquilibré et les stocks de gaz diminuant rapidement en Allemagne.

Un moyen de comprendre cet effet de contagion est de regarder l'évolution des contrats énergétiques des entreprises. L'Insee dans sa dernière note de conjoncture s'est attelé à cela. L'institut a demandé aux entreprises leur situation vis à vis des contrats énergétiques sur le gaz et l'électricité.

Dans l'industrie, 56% des entreprises ont soit des contrats arrivant à échéance fin 2022, en 2023 ou sont soumises aux prix de marché. Le renouvellement des contrats se fera à un prix beaucoup plus élevé qu'au début de 2022.

Pour le gaz, les 2/3 des entreprises industrielles devront renouveler leur contrat. Dans les services, l'exposition au gaz est limitée aux services immobiliers et à la restauration/hébergement. Mais pour l'électricité, 27% des entreprises sont directement exposées à la hausse du prix.

Dans l'industrie, les anticipations moyennes sur le prix de l'électricité est de 132% pour 2023 après déjà 75% en 2022. Les chiffres médians sont de 90% en 2023 après 40% en 2022.

Les entreprises envisagent de répercuter une partie de ces hausses dans leurs prix. Ce sera le cas notamment dans l'industrie où 65% d'entre elles veulent rehausser leurs prix. Cela pourrait se traduire par une hausse supplémentaire des prix de production de 4% dans l'industrie.

L'ajustement passera aussi, souvent, par une baisse de marge. Les entreprises prenant à leur charge la hausse des prix.

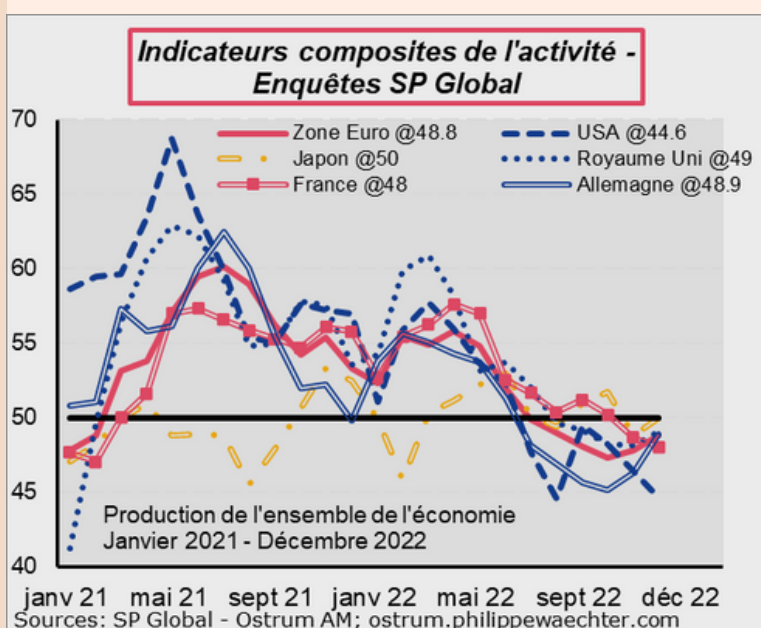
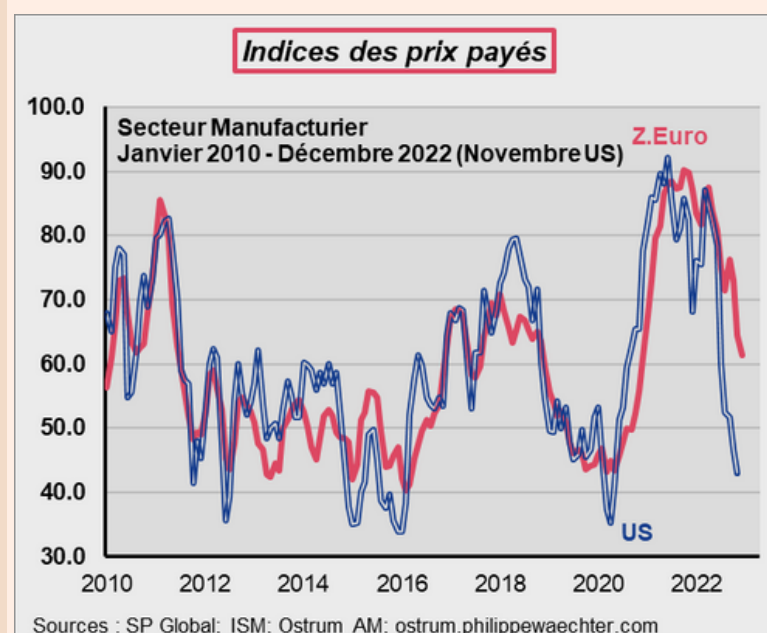
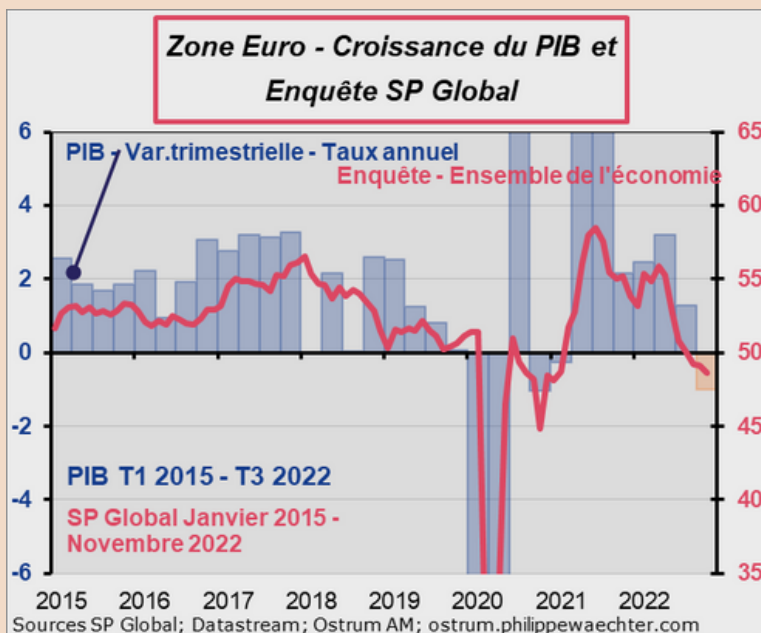
Une minorité envisage un arrêt de l'activité.

L'effet de contagion est majeur et aura forcément des incidences sur la dynamique du cycle économique puisque pour certaines entreprises, les hausses évoquées représentent un mur du prix de l'énergie.

Le bouclier énergétique mis en place de façon efficace à court terme pour les ménages doit être étendu aux entreprises.



DYNAMIQUE DU CYCLE EN DÉCEMBRE



La publication de l'enquête SP Global pour la zone euro en décembre fait ressortir 3 points.
1- l'indicateur synthétique reste dans la zone de contraction de l'économie. Cela est compatible avec une légère contraction de l'activité du dernier trimestre de 2022.

Je table sur un repli de 0.2/0.3%. L'Insee pour la France s'attend à une contraction de 0.2% du PIB sur la même période.

2- La demande adressée aux entreprises continue de se contracter. Cela traduit une fragilité interne à la demande de la zone euro que l'on a vu via une contraction des dépenses des ménages en octobre en France et en Allemagne.

Cette dynamique interne n'est pas compensée par une amélioration des commandes à l'exportation. L'indice des commandes à l'export continue de se contracter.

3- les indicateurs de tensions nominales se détendent en décembre. Le chemin parcouru n'est pas encore celui observé aux US mais c'est une première étape.

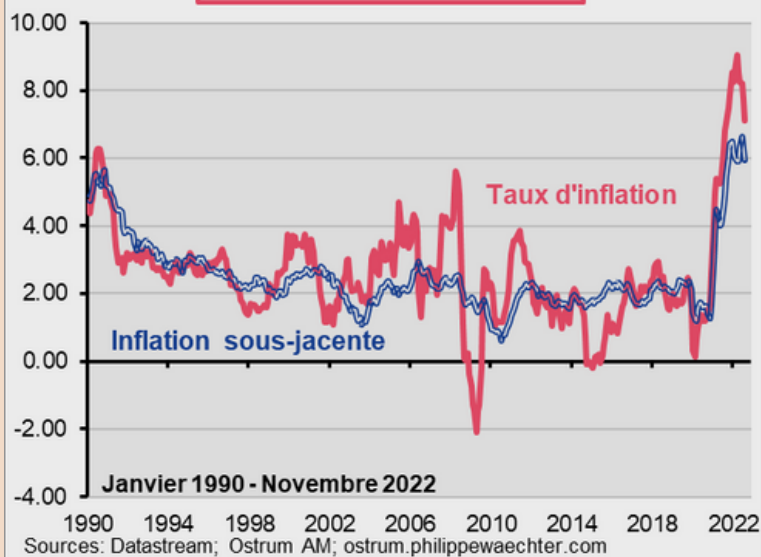
Méfions nous néanmoins car ce repli pourrait être un faux ami puisque de nouvelles tensions sur le prix du gaz sont attendues en début d'année 2023. Les réserves de gaz se réduisent plus vite qu'attendu en Allemagne

A l'échelle des pays pour lesquels on dispose de l'enquête de décembre, les perspectives sont toujours plutôt pessimistes même si l'on note l'absence de repli supplémentaire en zone euro.



L'INFLATION US RALENTIT POUR LE 5ÈME MOIS CONSÉCUTIF

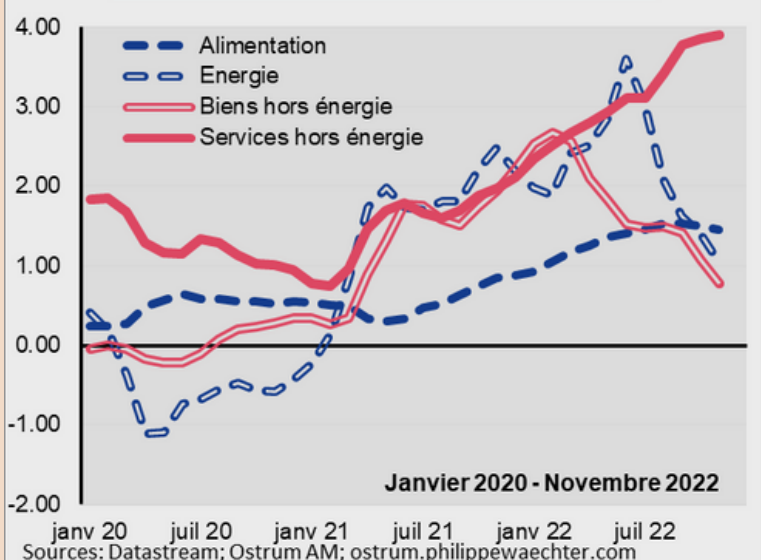
Taux d'inflation aux USA



Le **taux d'inflation** s'est à nouveau replié en novembre. C'est le 5ème mois consécutif de repli. Elle s'est inscrite à **7.1%** contre **9.1% au pic** en juin. Pour l'ensemble de l'année 2022, jusqu'en novembre, le taux d'inflation moyen est de 8%. Il était de 4.7% en 2021 et de 1.2% en 2020.

Le **taux d'inflation sous-jacent** est en repli aussi à **6%** contre un point haut de 6.6% en septembre. Pour l'ensemble de l'année, ce taux qui traduit les tensions internes de l'économie est à 6.1% en moyenne contre 3.6% en 2021 et 1.7% en 2010.

Contributions au taux d'inflation US

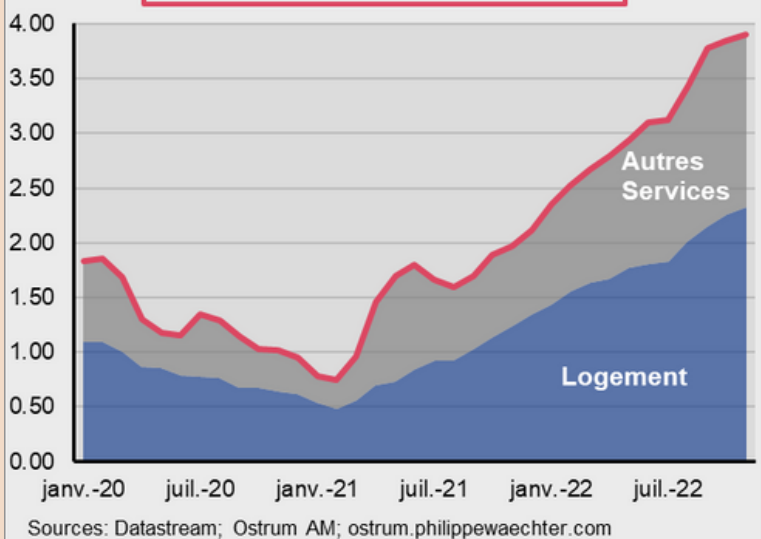


Les contributions

L'**énergie** et les **biens** ont des **contributions qui reculent rapidement** depuis le point haut de juin pour l'énergie et de février pour les biens. Le premier suit l'allure du prix du pétrole, le second le ralentissement de la demande après l'excès de demande après la relance Biden du printemps 2021.

Les **prix alimentaires** ont une contribution **stable**. C'est une vraie différence avec la zone Euro où ces prix progressent vivement. Elle résulte du prix de l'énergie, du gaz notamment, composante essentielle des **engrais**.

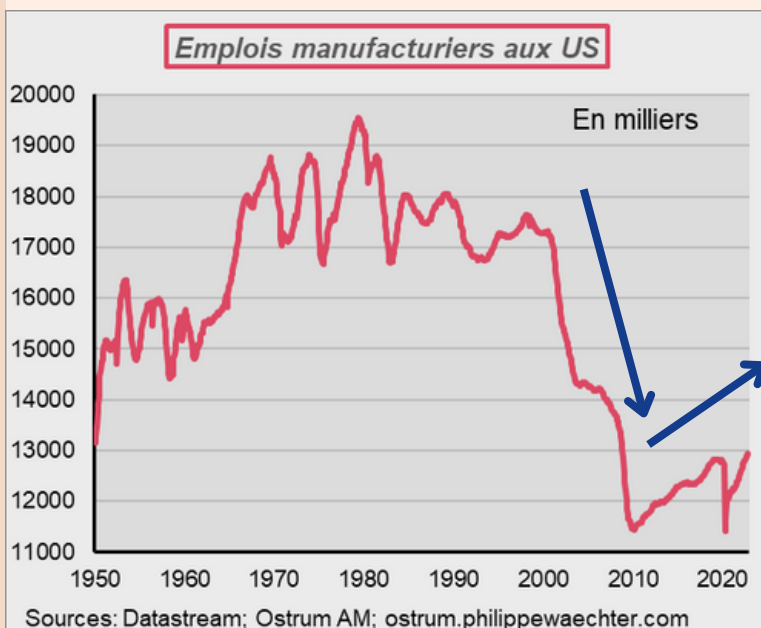
Contributions du prix des services au taux d'inflation



Dans les services, la **contribution du logement** continue de progresser. Cela sera encore le cas dans les mois qui viennent compte tenu de l'inertie des données immobilières qui composent cet indice. Le prix des autres services continue d'être fort (partie grisée). Cela témoigne de la **forte hausse des salaires**. Celle-ci se retrouve vite dans l'inflation. Ce sont ces deux points qui incitent la **Fed** à maintenir une **option plus restrictive** d'une réunion à l'autre. C'est le point à suivre.



COMPRENDRE L'INFLATION REDUCTION ACT



Le thème a fait la Une de l'actu lorsqu'Emmanuel Macron s'est rendu aux US pour rencontrer Joe Biden. Pourquoi ? Parce que les US semblent adopter des mesures protectionnistes pour développer leur économie au détriment du reste du monde et de l'Europe en particulier.

Une double logique américaine:

Accroître l'emploi dans l'industrie afin de dynamiser la productivité de l'économie. L'objectif est d'accentuer la reprise de l'emploi observé depuis 2010.

Rendre l'économie US plus autonome vis à vis du reste du monde et de la Chine en particulier.

L'Inflation Reduction Act (IRA)

D'un montant de 400 Mds sur 10 ans, il doit permettre à l'économie américaine de converger plus rapidement vers la neutralité carbone.

Subventionner les productions pour lesquels l'assemblage est local. L'exemple typique est l'automobile électrique. L'acheteur bénéficiera d'une prime de 7500\$ si le véhicule est assemblé aux USA.

Les énergies renouvelables (éolien, photovoltaïque, stockage) vont bénéficier d'avantages fiscaux si l'assemblage est opéré sur le territoire américain.

Les moyens de la politique industrielle

D'importants capitaux publics vont être mobilisés dans les secteurs stratégiques, les aides pour des produits provenant de l'étranger seront conditionnées, négativement, par les relations du pays étranger avec la Chine. L'énergie américaine, peu chère, est attractive pour les entreprises du monde entier. Le secteur de la Tech bénéficiant de capacités financières et technologiques importantes peuvent faciliter la réalisation des objectifs définis par l'administration Biden.

Les moyens politiques de réalisation de l'IRA

Les mesures conditionnant les avantages à la production de biens sur le territoire américain ne respecte pas les règles d'équité de l'Organisation Mondiale du Commerce. Ces mesures non tarifaires favorisent nettement les entreprises américaines et installées aux USA au détriment de celles du reste du monde.

Les Etats-Unis sortent du cadre de concurrence défini par l'OMC.



LES CONSÉQUENCES DE L'INFLATION REDUCTION ACT

Comment justifier cette politique ?

L'idée générale est donc de favoriser la production faite sur le territoire américain afin de localiser les emplois à l'intérieur des Etats-Unis. C'est ainsi considérer que la dynamique locale sera supérieure à celle associée à l'échange avec le reste du monde.

Deux justificatifs à cela: la baisse très nette des emplois du secteur manufacturier qui a pénalisé des régions entières. La dégradation des revenus des américains peu ou mal qualifiés dont les emplois ont été détruits pour être remis en œuvre dans les pays émergents et en Chine en particulier. C'est un argument qui avait été développé par Trump durant sa campagne pour l'élection de 2016.

Les revenus doivent revenir aux américains et ne plus être délocalisés.

Est ce une remise en cause de la globalisation ?

En favorisant les productions locales, l'IRA modifie en profondeur les processus qui étaient à l'œuvre depuis une trentaine d'années et qui ont abouti à la mondialisation des systèmes de production et qui ont amélioré le niveau de vie de millions de personnes sur la planète. .

Dans les années 1980/1990, l'efficacité dans la fabrication d'un produit passait par l'assemblage de pièces provenant d'entreprises différentes. Chacun étant leader sur son produit, le bien, une fois assemblé, devait être le meilleur disponible sur le marché. L'analyse avait été attachée, par exemple, au système informatique. Apple ne réussissait pas car la marque à la pomme voulait fabriquer toutes les pièces de ses ordinateurs, de la puce à l'imprimante en passant par le logiciel. Dans ce type de process, il y a toujours un point faible qui pénalise l'ensemble et Apple était alors en difficulté pour cette raison.

On opposait à cette construction, celle des micro-ordinateurs intégrant une architecture Compaq, une puce Intel, un logiciel Microsoft et une imprimante HP. Chaque entreprise étant la plus efficace dans son domaine, l'ensemble permettait de disposer d'ordinateurs fiables et efficaces.

Le système s'est ensuite internationalisé et Apple a pris sa revanche. Ses téléphones étaient fabriqués pour partie aux US, pour partie en Allemagne, mais aussi au Japon et en Corée pour finir en étant assemblés en Chine. Cette construction permettait ainsi de disposer d'un produit international, donnant alors à ce produit une dimension mondiale. Il y avait un véritable changement d'échelle.



IRA - UN CHANGEMENT RADICAL DANS LA GLOBALISATION

L'IRA casse cette logique.

La mondialisation reposait sur la capacité à capter des opportunités là ou cela était possible.

Dès lors qu'un pays de grande taille souhaite recentrer sa production sur son territoire, le cadre de la mondialisation se déconstruit.

Un autre monde se dessine-t-il ?

Il y a une quinzaine d'années, Thomas Friedman, éditorialiste au NY Times, publiait « The world is flat » dans lequel il discutait de la réduction des obstacles aux échanges de biens, de capitaux et à la liberté de circuler pour les personnes. Ce cadre a été celui depuis le début des années 1990. Il dessine un monde plutôt coordonné et coopératif. Chacun a alors intérêt à travailler et à échanger avec les autres.

Ce cadre change. Les tensions internationales entre les Etats-Unis et la Chine ont créé une faille. Celle ci ne s'est pas réduite avec l'arrivée de Joe Biden à la Maison Blanche. Les relations avec la Chine reste très tendues puisqu'il y a à la fois concurrence politique et concurrence sur la technologie. Ainsi Joe Biden a-t-il interdit les transferts de technologies vers la Chine sur les microprocesseurs.

L'économie qui était plutôt coopérative et coordonnée évolue désormais vers des choix qui portent davantage sur l'autonomie locale de la croissance.

Le monde n'est plus plat, comme le suggérait Thomas Friedman, **il se verticalise**.

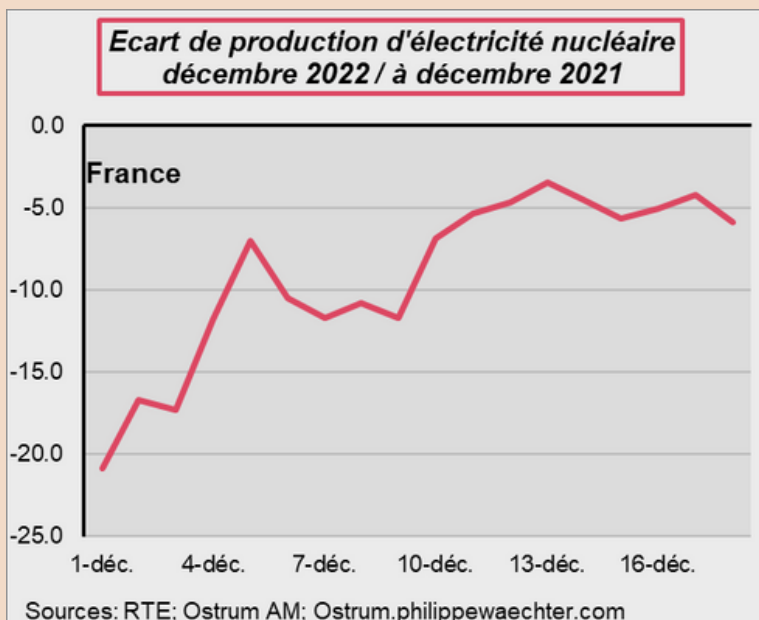
En favorisant le repli sur soi de l'Amérique, l'Inflation Reduction Act oblige à penser autrement sur deux points.

1 - Quelle réponse les européens doivent ils donner à cette offensive ? Faut il aller dans le même sens alors que la théorie économique a des doutes importants sur l'efficacité des mesures protectionnistes ? Les européens doivent réagir à la fois pour rendre leur économie plus autonome. Ils doivent aussi protéger leurs entreprises pour éviter la tentation de partir vers le nouveau monde pour bénéficier des avantages de l'IRA et d'un prix bas de l'énergie.

2 - Sur de nombreux sujets, le monde doit être coopératif. C'est le cas notamment sur le climat. Tous les pays doivent utiliser des règles communes. L'IRA sauvegarde la situation dans le reste du monde mais interdit à ce reste du monde la possibilité de disposer des mêmes outils que les américains. Ceux ci n'échapperont pas au réchauffement de la planète même s'ils sont très vertueux chez eux.



PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ EN FRANCE



L'écart de production d'électricité par les centrales nucléaires en France s'est nettement réduit en décembre.

De 20% au début du mois, il est désormais voisin de 5%. Cela traduit la remise en route d'un grand nombre de centrales.

Au 19 matin, 40 centrales fonctionnaient et 16 étaient encore à l'arrêt.

Le point à retenir est qu'en dépit de choc météorologique important durant la semaine du 12 décembre, il n'y a eu ni coupure, ni délestage. La France s'est même permise d'exporter de l'électricité par moment dans la journée (et à en importer à d'autres moments).

C'est un signal positif sur la robustesse de l'installation électrique en France.

* * *

Je reviendra rapidement sur l'accord trouvé à la COP15 de Montréal sur la biodiversité. L'objectif de préservation de 30% des terres et 30% des mers a été validé. C'est une première étape. Je reviens très vite sur ce point.