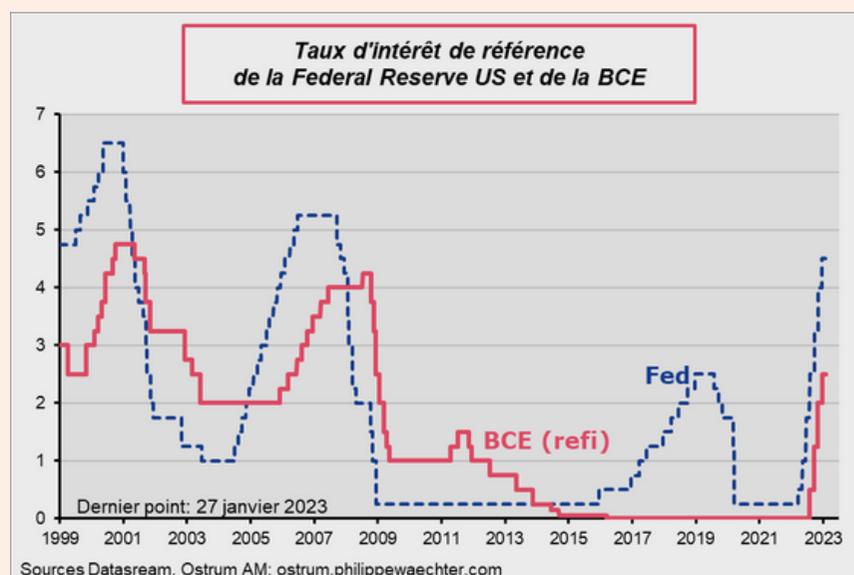




## LES CLEFS DE LA SEMAINE

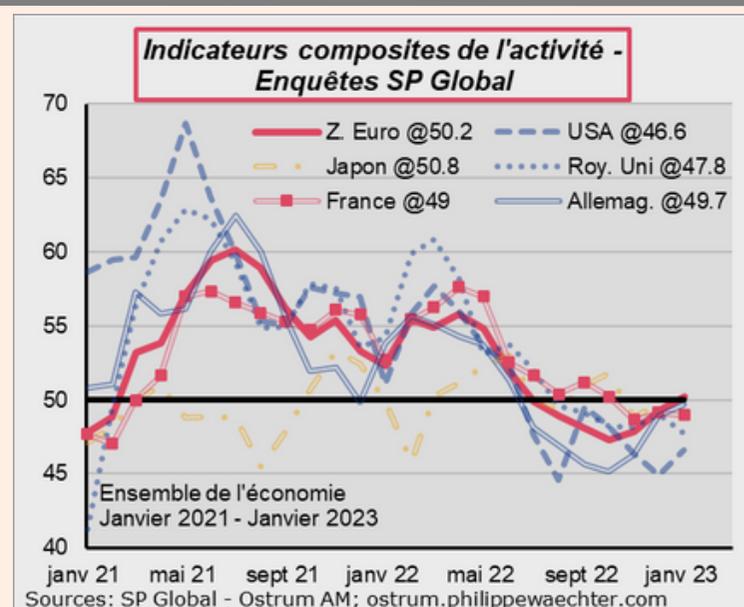


- Profil du cycle en zone Euro (Page 2)
- La dynamique en France - Cycle et Immobilier (Page 3)
- La croissance américaine (Page 4)
- La Fed, l'Espagne et le commerce mondial (Page 5)
- Le marché du travail en France (Page 6)
- Le marché du travail en France - L'adaptation (Page 7)
- Le marché du travail en France - Les conséquences (Page 8)
- **Cette semaine: Réunion de la BCE et de la Fed, PIB Français et zoneEuro**





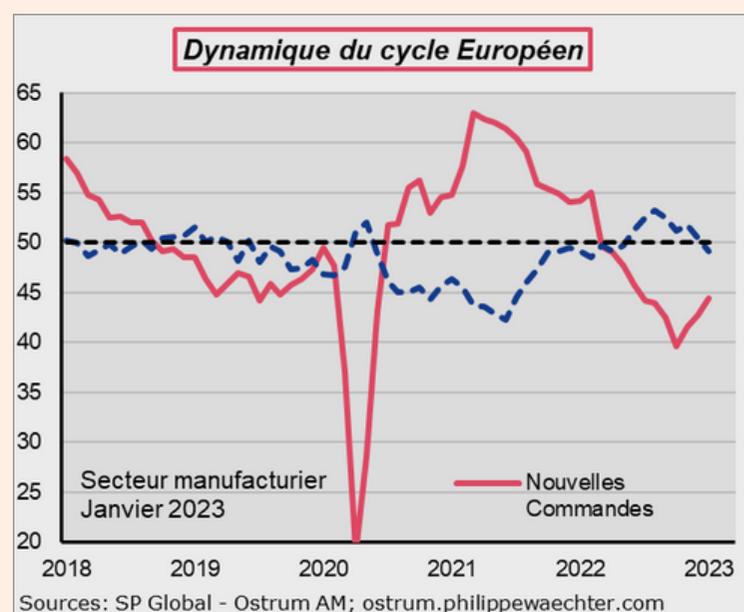
## PROFIL DU CYCLE EN ZONE EURO



Dans l'enquête **SP Global**, l'**indice d'activité** de la **zone Euro** revient dans la zone d'expansion s'inscrivant à **50.2** en janvier 2023. C'est la première fois depuis le mois de juin et les tensions sur le prix de l'énergie que l'indice suggère une amélioration.

La dynamique des **commandes** s'améliore et les **tensions sur les prix se réduisent** encore en ce début d'année.

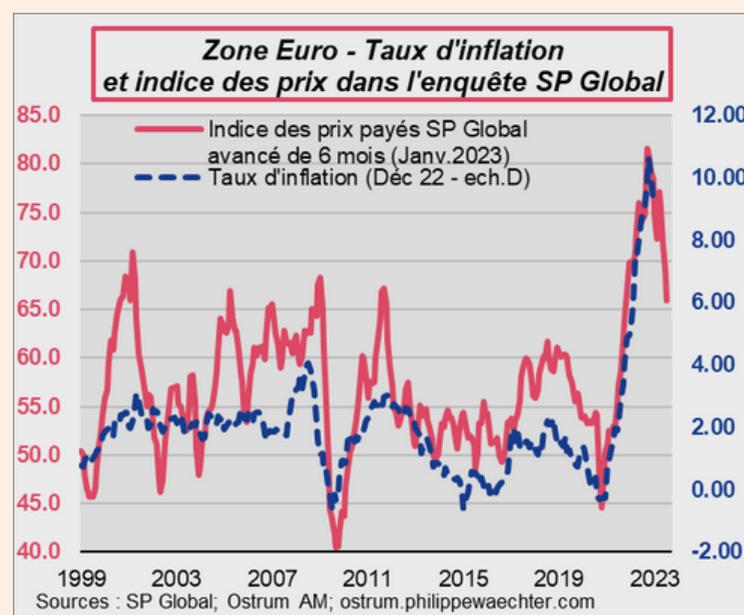
Le **repli des prix de l'énergie** et la **politique économique** expliquent ce mouvement. Le premier en réduisant les besoins immédiats d'ajustements brutaux, le second en alimentant la demande.



La **dynamique** semble plus **forte** dans le secteur **manufacturier** que dans les services. Cela peut traduire l'amélioration de la demande externe.

En **Allemagne**, la situation continue de **s'améliorer** comme le montre aussi l'indice IFO (page suivante). En **France**, l'indicateur est **stable** un peu en-dessous du niveau de stabilisation.

Au **Royaume Uni**, la situation continue de se dégrader. Le risque pour la Grande Bretagne est un cycle un peu déconnecter de la dynamique globale.

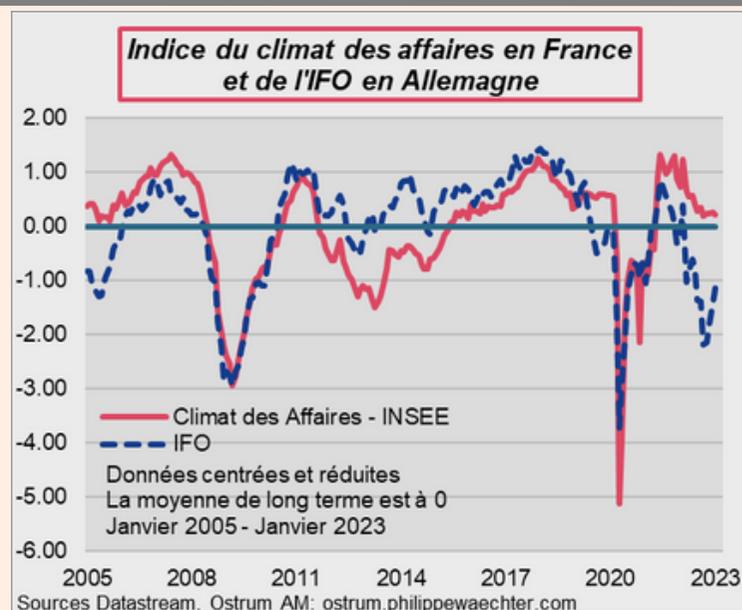


Aux **US**, l'indice SP Global est en territoire de **contraction** depuis juillet 2022. Sur ce pays, c'est plutôt l'indice **ISM** que je regarde. En décembre, l'indicateur global avait plongé sous le seuil de 50 pour la première fois depuis mai 2020.

L'**indice des prix payés** continue de se détendre à l'échelle de l'ensemble de l'économie. Cela devrait se traduire par une **réduction continue du taux d'inflation** au premier semestre.

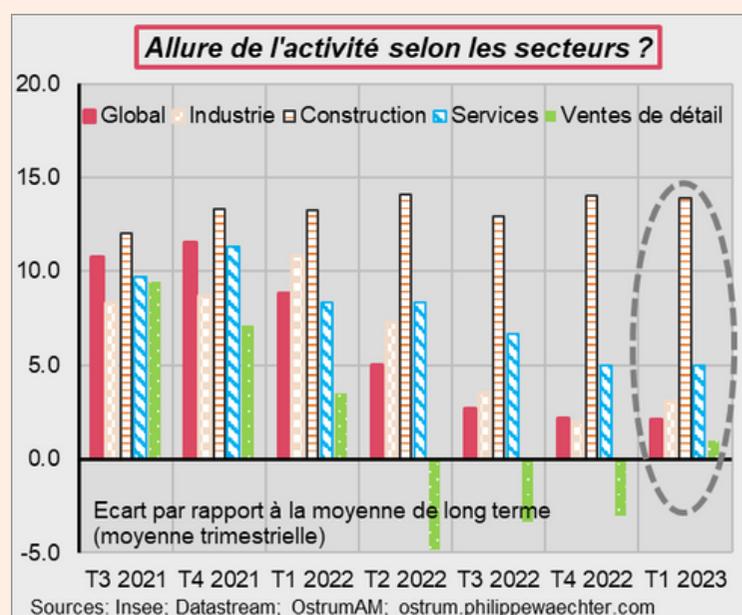
Dans le secteur manufacturier, l'indice est à 55.8 très proche de la moyenne 2013-2019 (53.6). En dépit des tensions sur les matières premières industriels, **les chefs d'entreprises de la zone ne s'alertent pas.**

### LA DYNAMIQUE EN FRANCE - CYCLE ET IMMOBILIER



L'indice du **climat des affaires** en **France** se maintient au-dessus de sa moyenne historique. L'indice est à 102 depuis le mois de septembre. A la fin de l'année 2021, il était au voisinage de 110. La moyenne historique est à 100 pour cet indicateur (0 sur le graphe).

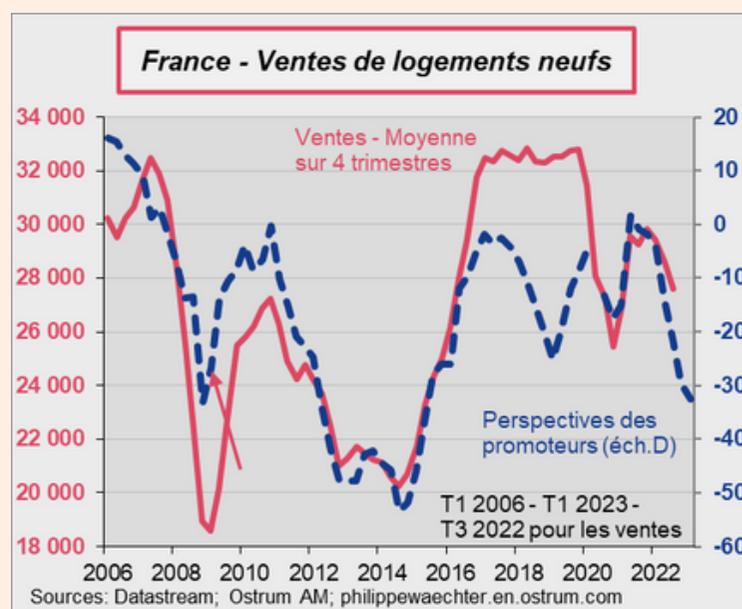
L'**indice IFO** en **Allemagne** remonte depuis le point bas de septembre 2022. L'indice est toujours très en-dessous de sa moyenne de long terme (0 sur le graphe). Cette amélioration résulte d'anticipations plus positives à un horizon de 6 mois. Les conditions courantes restent contraignantes.



L'économie **allemande** est toujours en **risque de récession**. Le rapport des deux composantes de l'enquête est toujours pénalisant car les inquiétudes demeurent dans ces deux parties de l'enquête.

En **France**, au mois de janvier, **les signaux sont bons**. Depuis le printemps 2022, les professionnels de la distribution étaient plus pessimistes que dans les autres secteurs. Les ventes se sont redressées et la demande attendue est perçue comme moins fragile.

On notera aussi la **bonne tenue de l'industrie**. Ce point est commun avec l'enquête SP Global et peut traduire une **demande externe qui s'améliore** après le point bas du mois d'octobre. C'est à l'échelle globale aussi un signal sur la dynamique du commerce mondial. Il pourrait reprendre en début d'année 2023.

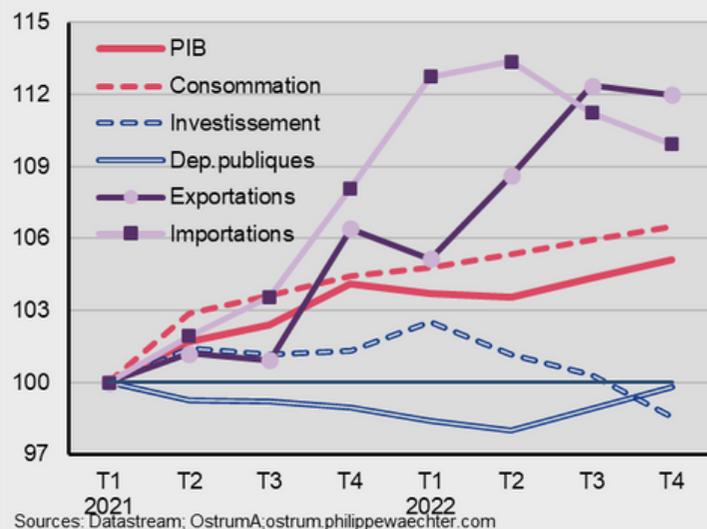


L'enquête en France auprès des **promoteurs immobiliers** reste pessimiste quant à l'évolution des ventes de logements neufs. Les prix de ces logements neufs vont s'infléchir mais rester plutôt élevés. L'incertitude et des questions de financements expliquent ce repli supplémentaire. Il est néanmoins observé que les apports initiaux sont plus importants qu'il y a encore quelques mois. Il y a un rééquilibrage. Les mises en chantier sont attendus comme stables à un bas niveau.



## LA CROISSANCE AMÉRICAINE

Profil de la croissance US



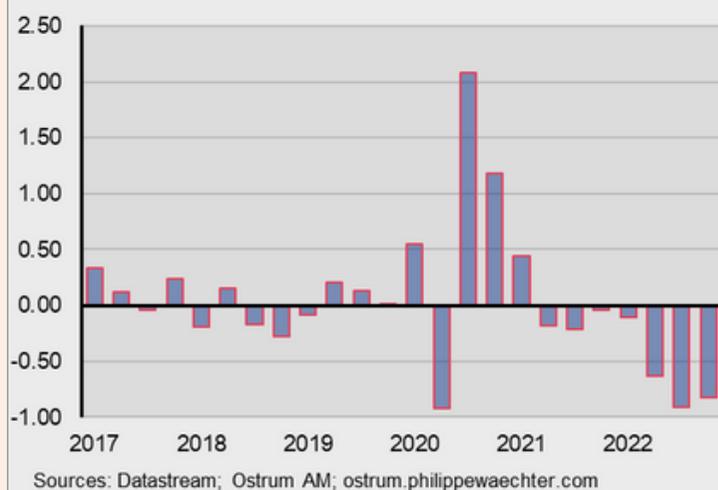
L'activité économique mesurée par le **PIB** s'est accrue au rythme de **2.9%** au dernier trimestre de 2022.

Sur l'ensemble de l'année **2022**, la progression du PIB est de **2.1%** après 5.9% en 2021. L'acquis de croissance à la fin 2022 pour 2023 est de **0.9%**. C'est honorable.

(Le niveau du PIB au T4 est 0.9% au dessus du PIB moyen de 2022. C'est aussi le point de départ de 2023).

La croissance a été tirée par la **consommation** des ménages. La courbe est au-dessus de celle du PIB sur la période démarrant après la pandémie. Les ménages ont été avides de rattraper les dépenses qui n'avaient pas été faites durant le confinement.

Contribution de l'immobilier résidentiel à la croissance trimestrielle du PIB



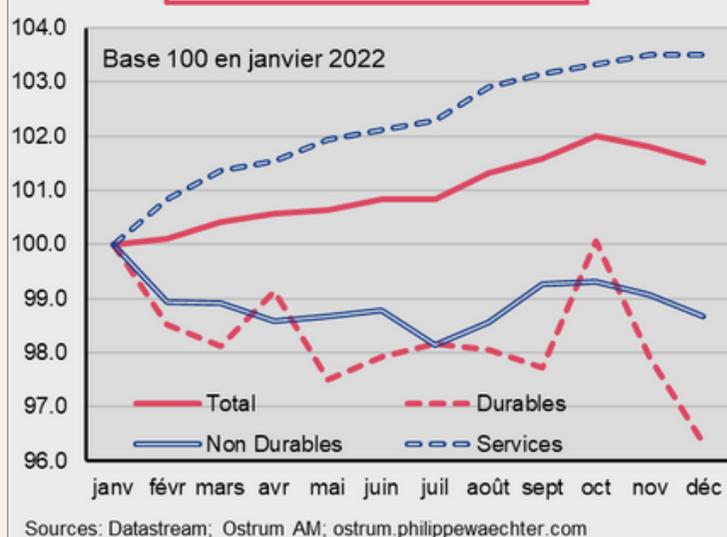
C'est ce que l'on constate généralement lors des périodes qui **succèdent à des pics d'incertitude** associés à des comportements plus prudents. On change alors sa voiture ou n'importe quel autre **bien durable**.

L'économie calée sur une trajectoire plus robuste s'accompagne d'une hausse de la consommation qui progressivement s'appauvrit en biens durables et s'enrichit en services. C'est ce que l'on a vu en 2022. Le mouvement est d'autant plus fort sur les biens durables que les **taux d'intérêt sont plus élevés** contraignant la distribution des crédits.

L'autre point est le **repli de l'investissement**. Cela traduit deux types de comportements différents. L'investissement en **machine** et l'investissement **intellectuel** (brevets par exemple) **progressent vite**. En revanche les investissements de structures (bureaux, centre commerciaux) reculent rapidement. Touchés par la hausse des taux d'intérêt et le changement de l'économie US avec le télétravail et le délaissement des centres commerciaux, les entreprises sont attentistes.

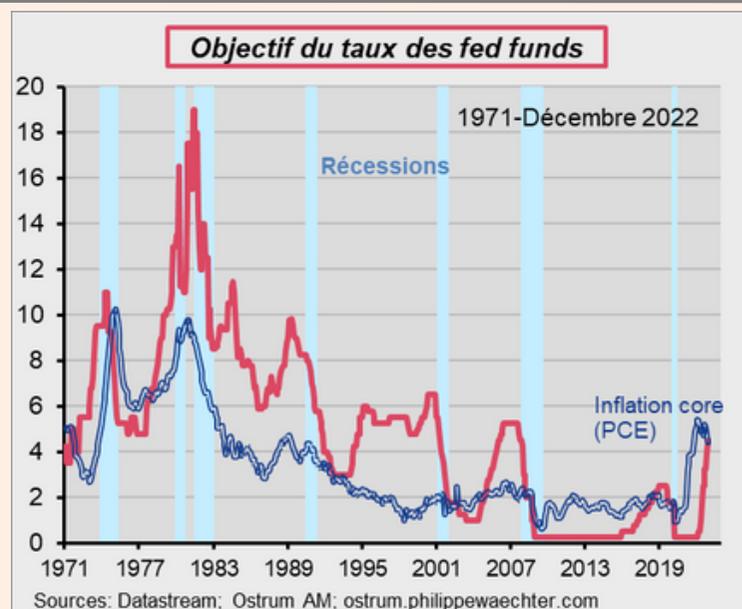
L'investissement résidentiel, contribue négativement. C'est la septième fois consécutive. Cela est cohérent avec le recul des transactions immobilières comme je le signalais la semaine dernière. **C'est avec la consommation le point faible du début d'année.**

Consommation en 2022 aux US

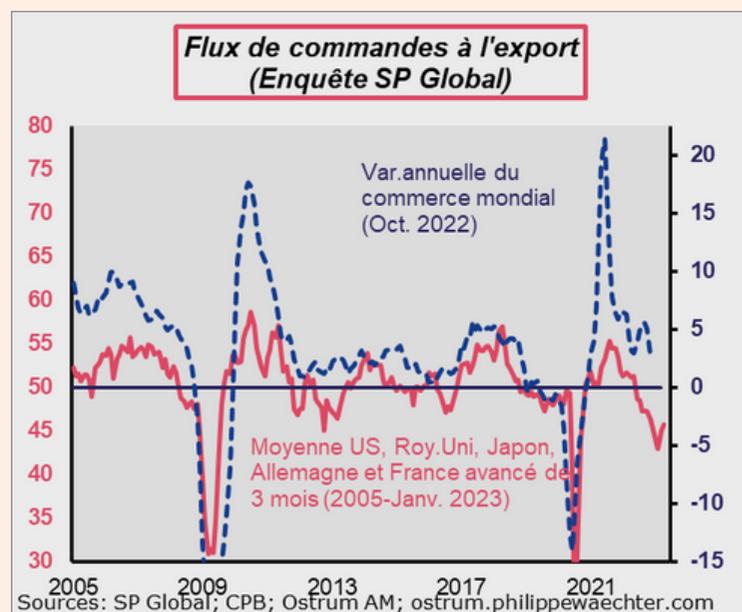




## LA FED, L'ESPAGNE ET LE COMMERCE MONDIAL

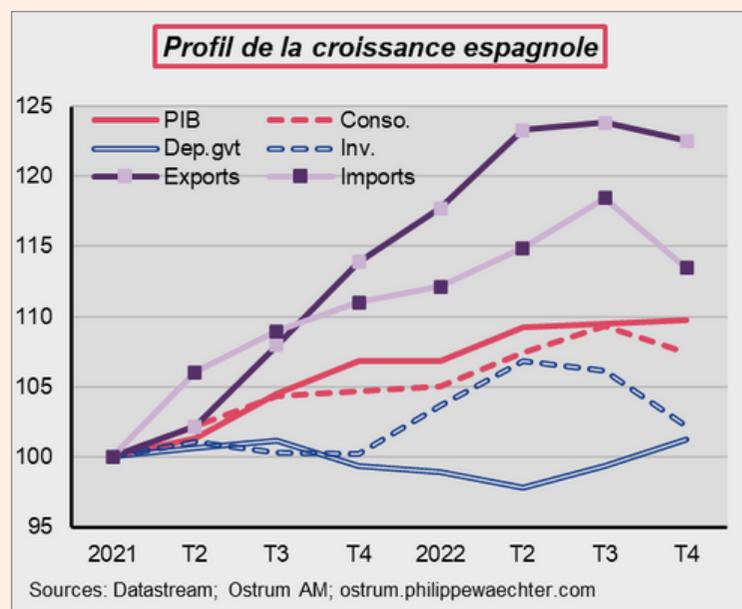


La position de la Fed vis à vis de l'inflation va changer radicalement après sa décision de relever ses taux d'intérêt lors de sa réunion, cette semaine. Le taux des fed funds va dépasser le taux d'inflation sous-jacent de façon significative. Jusqu'à présent, le taux d'inflation sous-jacent était bien plus élevé que l'instrument de la Fed. Avec le chiffre d'inflation de décembre, les deux indicateurs sont déjà comparables: 4.4% pour l'inflation sous-jacente et un intervalle de 4.25-4.5% pour les fed funds. Le taux réel associé deviendra franchement positif mercredi soir (1er février). L'impact de la banque centrale va s'accroître en attendant un repli supplémentaire de l'inflation sous-jacente. De ce point de vue, la Fed et la BCE ne sont pas dans des positions comparables car le taux refi de la BCE, à 2.5%, est encore très loin du taux d'inflation sous-jacent à 5.2%.



\* \* \*

Les signaux sur le commerce mondial sont toujours négatifs mais un rebond dans les commandes à l'exportation est observable depuis le point bas d'octobre. En octobre, justement, les échanges ont reculé et sur un an, sa hausse, en volume, n'est que de 2.6%. Le redressement viendra au cours du premier semestre.



\* \* \*

L'activité en Espagne a progressé de 5.5% au cours de l'année 2022. A la fin de l'année 2022, le niveau du PIB est inférieur de 1% au niveau moyen de 2019. Le rattrapage n'a pas encore eu complètement lieu. L'acquis pour 2023 est de 0.8%. Les deux points négatifs: Les importations qui reculent à la fin de l'année 2022. Cela reflète une légère contraction de la demande interne. L'investissement qui baisse à la fin de l'année 2022. Ces deux éléments traduisent la baisse du pouvoir d'achat en Espagne même si l'inflation ralentit.



## LE MARCHÉ DU TRAVAIL EN FRANCE

La **dynamique du marché du travail en France est étonnante**. Le **niveau d'emploi est très élevé** même retraité des alternants dont le nombre a augmenté fortement depuis la loi de 2018.

Le nombre de chômeurs diminue rapidement, **-9.4%** en catégorie A sur un an à la fin 2022, selon les décomptes de la Dares au ministère du travail.

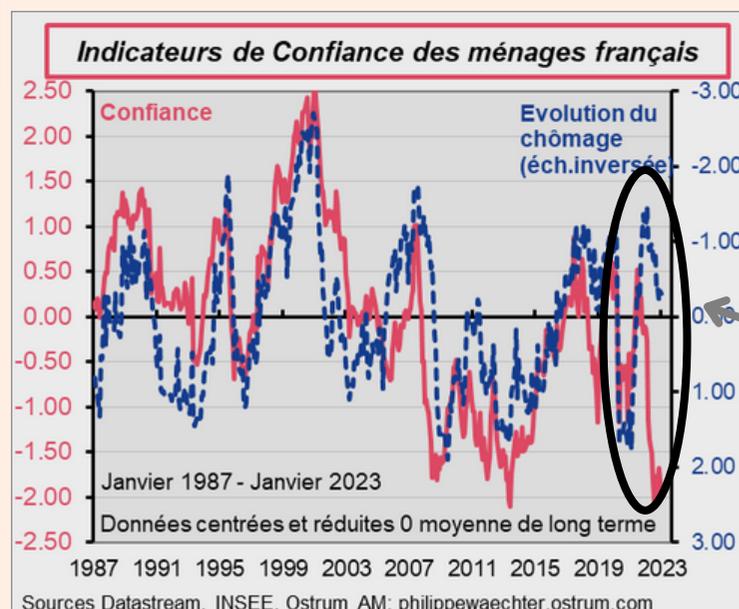
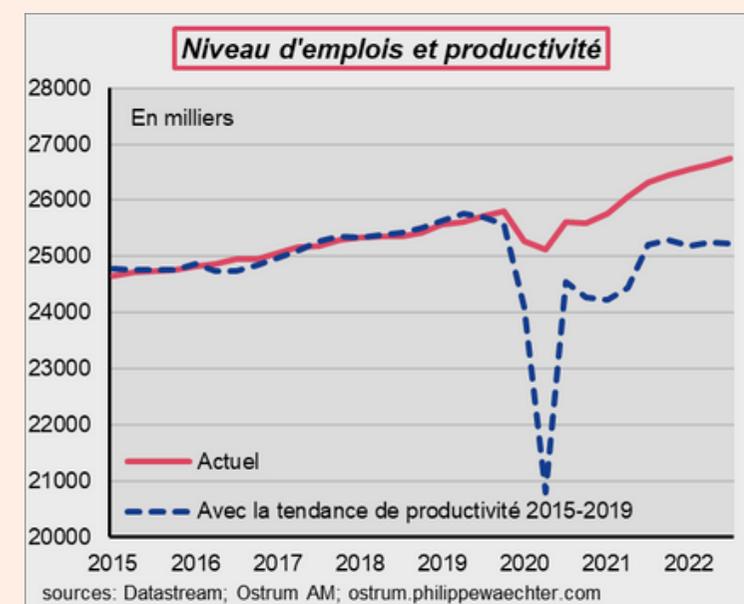
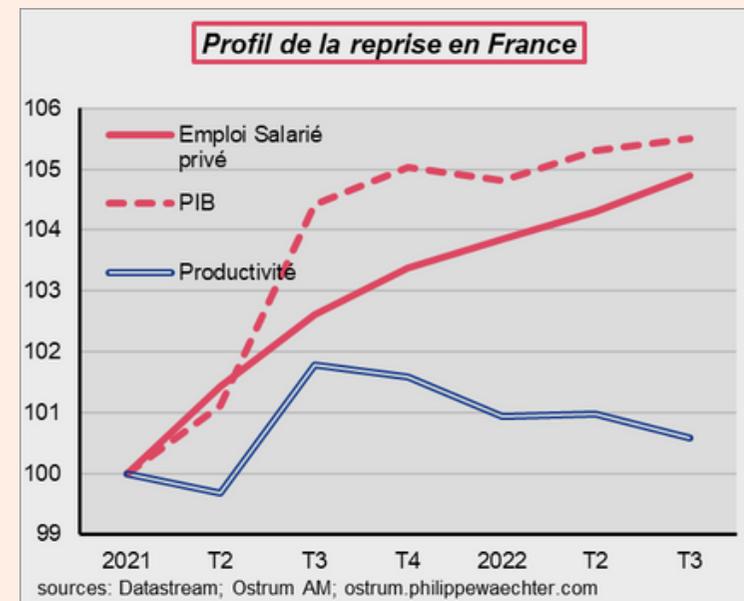
Pour couronner cela, les chefs d'entreprises souhaitent embaucher encore davantage. Les taux d'emplois vacants sont à un niveau historiquement élevé.

### Le puzzle est le suivant:

l'emploi n'a jamais été aussi fort, notamment l'emploi salarié privé, en dépit d'une activité qui progresse lentement et se traduit donc par une **baisse de la productivité** (PIB sur emploi). Malgré cela les chefs d'entreprise veulent **développer encore davantage l'emploi**. (Même retraité des alternants, la productivité se contracte)

En calculant la productivité sur la période 2015-2019 et en la prolongeant jusqu'au troisième trimestre 2022, on peut calculer l'emploi qui aurait été nécessaire dans cette situation "normale" en s'ajustant sur le PIB observé.

Le graphe compare l'emploi associé à cette tendance de la productivité et l'emploi effectivement observé. Au troisième trimestre 2022, pour un niveau de PIB donné, il y a **1.5 millions d'emplois en plus**. C'est cela le puzzle.



Une autre façon de saisir ce changement d'appréhension du marché du travail est la **faible inquiétude des ménages** sur ce thème. La **baisse de confiance des ménages n'est pas liée au risque de chômage** contrairement à ce qui était observé dans l'enquête depuis longtemps.



## LE MARCHÉ DU TRAVAIL EN FRANCE - L'ADAPTATION

Ces phénomènes ne sont **pas spécifiques à la France**. A l'échelle de la zone euro aussi l'emploi est très élevé et les taux d'emplois vacants très élevés.

**L'économie a changé pendant la pandémie et depuis.** Plusieurs explications

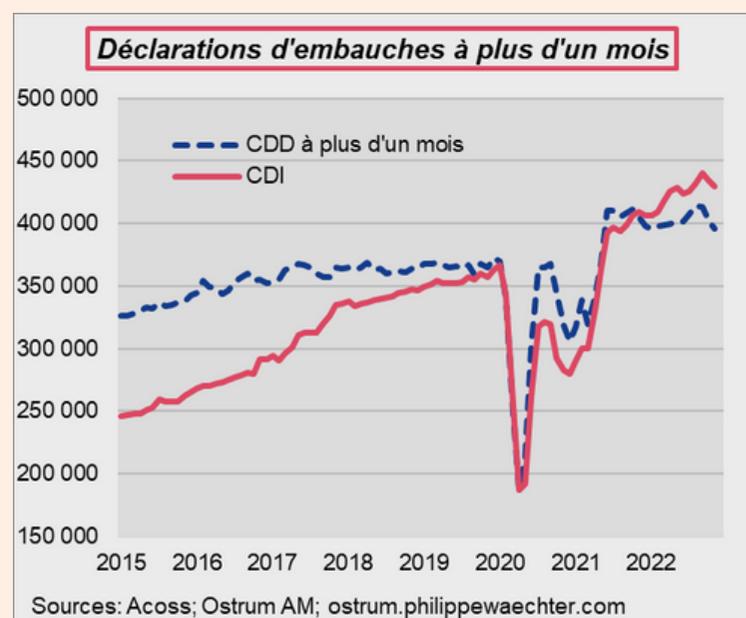
**L'économie change et s'adapte probablement plus rapidement que par le passé. Une illustration est la très forte progression de l'investissement productif et de l'emploi.** Cela peut traduire une nécessité de s'adapter à un monde qui change rapidement.

Pendant une **crise**, et la pandémie en était une, **l'économie évolue fortement**. La forme de l'économie n'est plus la même après parce que **la crise modifie les incitations et les priorités**. Les comportements changent, la hiérarchie des priorités et des objectifs s'altère et **l'économie doit s'adapter**.

Les entreprises dans un environnement concurrentiel doivent être capable de se caler rapidement sur une **nouvelle trajectoire pour garder le cap**. Elles investissent rapidement pour faire face et embauchent pour ajuster l'emploi sur les besoins et sur la qualité souhaitée.

Ce **décalage** a pu être **accentué** par les **politiques suivies pendant la pandémie**. En subventionnant l'emploi, les politiques en France et en Europe ont figé la structure de l'emploi. Ces emplois sont revenus après la sortie du confinement alors que l'économie avait changé. Il y a donc un hiatus entre les emplois existants et les emplois nécessaires pour s'adapter au nouveau cadre de l'économie.

Les mesures prises pour sauvegarder l'**équilibre** du marché du travail étaient **absolument nécessaires**. Un choc similaire à celui observé aux US aurait été désastreux compte tenu des



institutions européennes sur le marché du travail. Le coût est ce hiatus et ce nécessaire processus d'adaptation de l'économie à son environnement.

Ce qui est intéressant également est que **ces créations d'emplois sont principalement en CDI**. Cela peut traduire la hausse des taux d'emplois vacants. **Les entreprises veulent s'assurer la présence durable des salariés**.

C'est sûrement ce cadre nouveau dans les entreprises qui limite la perception par les salariés du risque sur le marché du travail.



## LE MARCHÉ DU TRAVAIL EN FRANCE - LES CONSÉQUENCES

Cette rupture sur le marché du travail en France et en Europe a des effets positifs pour l'ensemble de l'économie.

1- Il traduit une **volonté** et une **capacité** à s'adapter face à un monde qui change.

2- Les **entreprises** ont, pour beaucoup d'entre elles, **bénéficié de l'intensification des échanges internationaux** et de la **globalisation** et elles se rendent compte que la concurrence reste forte mais que le cadre de cette mondialisation change.

Les grands blocs économiques ne fonctionnent plus de façon aussi coordonnée et coopérative qu'avant. Les tensions entre la Chine et les US en sont un témoignage, l'impact politique de la guerre en Ukraine en est un autre et le positionnement complexe de l'Europe sur la Chine en est encore une autre dimension.

Les entreprises doivent **repenser leur stratégie** dans ce nouveau cadre pour continuer de prospérer les obligeant à **s'adapter en permanence**.

3- La crise énergétique n'a pas rompu ce mouvement favorable à l'emploi. Au-delà des points cités, les **politiques économiques** ont eu un rôle. Elles s'adaptent et facilitent la prise en compte d'un prix de l'énergie plus cher.

4- Ce contexte de **créations d'emplois** et de **mutualisation du risque** par la politique économique **réduisent l'inquiétude des ménages**. En dépit des pertes de pouvoir d'achat la consommation est restée solide.

5- L'année 2023 sera probablement un peu plus compliquée. Les prix de l'énergie sont installés à un haut niveau et vont y rester. La **perception du choc énergétique qui pouvait être temporaire devient permanente**. Les comportements doivent s'adapter à ce nouvel environnement, ce nouvel équilibre dans la durée. C'est pour cela que l'on surveillera particulièrement l'emploi et l'investissement des entreprises. Ces deux thèmes seront clés pour se projeter au-delà de 2023.