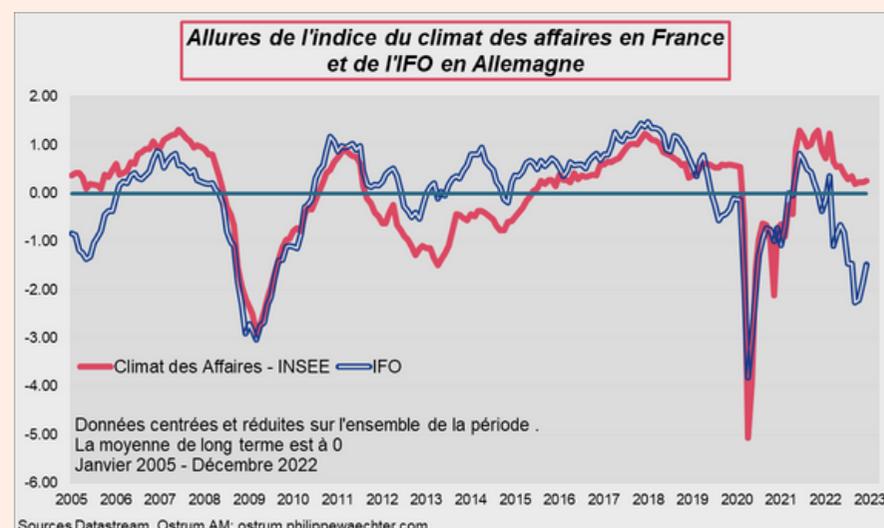




LES CLEFS DE LA SEMAINE



- **Le risque de récession s'éloigne ... mais ... (Page 2, 3)**
- **La question du cycle américain (Page 4)**
- **L'immobilier US: toujours un souci (Page 5)**
- **Le ZEW allemand, le PIB chinois et l'emploi régional en France (Page 6)**
- **Les enjeux européens des finances publiques (Page 7)**
- **La question du plafond de la dette aux USA (Page 8)**
- **La question de l'or trop cher (Page 9)**
- **Cette semaine: Les enquêtes INSEE, IFO et SP Global**

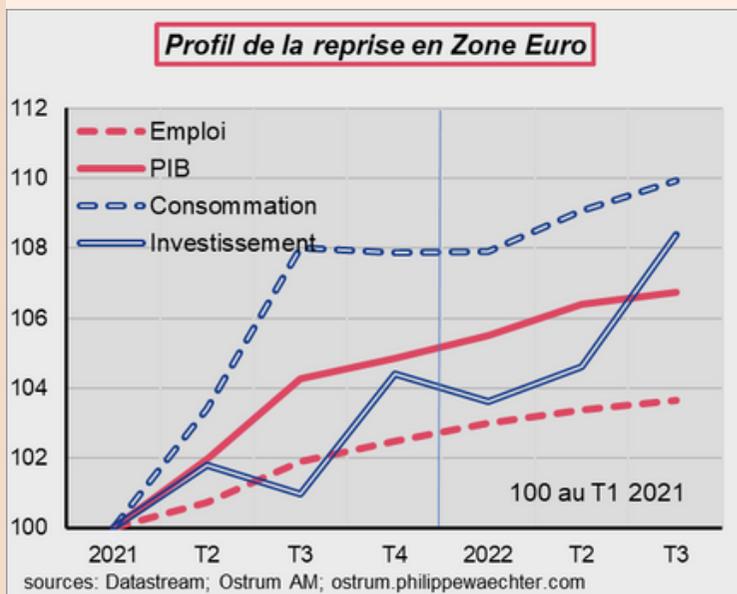


LE RISQUE DE RÉCESSION S'ÉLOIGNE...MAIS...

Le **choc énergétique** a bousculé le cycle économique des pays européens en 2022. La hausse rapide des prix à l'importation ne pouvant être répercutée sur le prix des exportations, il était nécessaire de l'amortir en interne. Les consommateurs et les entreprises étaient en première ligne.

La crainte était de voir **réapparaître les affres des années 1970** lors du premier choc pétrolier. Cette configuration s'était alors traduite par un manque d'agilité dans l'ajustement macroéconomique, les entreprises subissant un choc d'offre, la hausse du prix de l'énergie, un choc inflationniste avec l'indexation des salaires et un choc de demande en raison de l'incertitude de l'époque qui s'était traduite par une hausse du taux d'épargne.

Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la **hausse rapide du prix du gaz** et de l'électricité, la politique économique a été très active pour **mutualiser le choc** dans le temps, faire de telle sorte que ni les ménages ni les entreprises n'aient pas à s'ajuster trop brutalement, pour in fine limiter le risque de récession.



Cette **politique contracyclique** a été de grande ampleur comme ont pu l'indiquer des travaux de la DG Trésor et de la Banque de France. Cela s'est traduit notamment par des transferts importants de l'Etat vers les ménages. Sur le graphe, la consommation est robuste.

L'autre point important est que face au choc énergétique, les **entreprises ont conservé le cap** avec une progression de l'**investissement** et de l'**emploi**. Les entreprises, en moyenne, n'ont pas eu à inverser brutalement leur façon de faire. Le choc d'offre n'a pas eu l'allure qui était crainte. C'est là, la bonne surprise. Les entreprises ont été réactives face au choc.

Le climat a changé aussi parce que **le prix de l'énergie est redescendu** de façon spectaculaire. Le comportement sobre des entreprises et des ménages et la météorologie très favorable ont limité les tensions sur les prix de l'énergie.

Cette situation a permis de ne pas vider les réserves de gaz disponibles alors que dans le même temps, la **France** redevenait **exportatrice d'électricité** limitant aussi la demande de gaz à l'échelle européenne. (La France avait été importatrice nette d'électricité en 2022)

L'incertitude est retombée. La zone Euro allait pouvoir passer l'hiver dans un certain confort.



LE RISQUE DE RÉCESSION S'ÉLOIGNE...MAIS...

C'est cette **triple dimension qui a réduit le risque de récession** en zone Euro. Les Etats ont mutualisé le risque et les entreprises et les ménages ont eu des comportements plutôt proactifs notamment du côté des entreprises.

Est ce que pour autant, les risques d'une récession semblable à celle de 1975 s'éloigne définitivement ?

Lors du **premier choc pétrolier**, le quadruplement du prix a lieu entre **octobre 1973 et mars 1974**. Cependant **c'est en 1975 que la récession s'observe**. L'inscription dans la durée du prix élevé de l'or noir et les conséquences sur les comportements ont eu raison du cycle avec un an de retard par rapport au choc.

C'est ce point que l'on doit conserver à l'esprit. La crise énergétique a été majeure jusqu'au mois de septembre. Sur toute cette période, **chacun a été prudent** dans ses comportements. Les ménages ont perdu du pouvoir d'achat sur leur salaire, ils ont malgré tout épargné. Les entreprises ont eu à faire face à une demande plus limitée, **elles ont stocké beaucoup**. La hausse de l'inflation a forcé la BCE à mettre en place une politique monétaire restrictive.

C'est un peu **comme si l'on avait arrêté de respirer**. Pourtant la situation reste précaire. Sans hausse du pouvoir d'achat, la demande restera réduite et les entreprises **liquideront leurs stocks**. Cela n'est pas très bon pour le cycle. Le durcissement des conditions financières va réduire aussi les capacités d'ajustement. D'autant que la BCE n'a pas prévu et n'alimentent pas les anticipations quant à une baisse rapide de ses taux de référence.

La **politique économique qui a été très active en 2022, le sera moins en 2023** car les crises successives ont coûté cher aux finances publiques. En cas de conjoncture fragile, même sans choc supplémentaire, il paraît **peu probable** que les gouvernements interviennent avec autant d'ampleur qu'en 2022 **pour soutenir la demande**.

Le risque de récession n'a pas disparu mais il a été reporté dans le temps.

L'**optimisme** vient d'un **taux d'inflation qui baisserait beaucoup plus vite** qu'attendu redonnant ainsi du pouvoir d'achat aux ménages.

Il vient aussi d'une **reprise de la Chine**. Sa demande supplémentaire redonnerait des marges de manœuvre à tous, érodant alors par miracle le risque d'une récession.

Voilà les **deux indicateurs à suivre: l'inflation** et le pouvoir d'achat qui y est attaché et la **reprise en Chine**. Pour l'instant, l'inflation ralentit en zone Euro mais à **9.2%** elle ne s'effondre pas et l'**indicateur synthétique de l'activité** en Chine est **toujours en zone de contraction**.



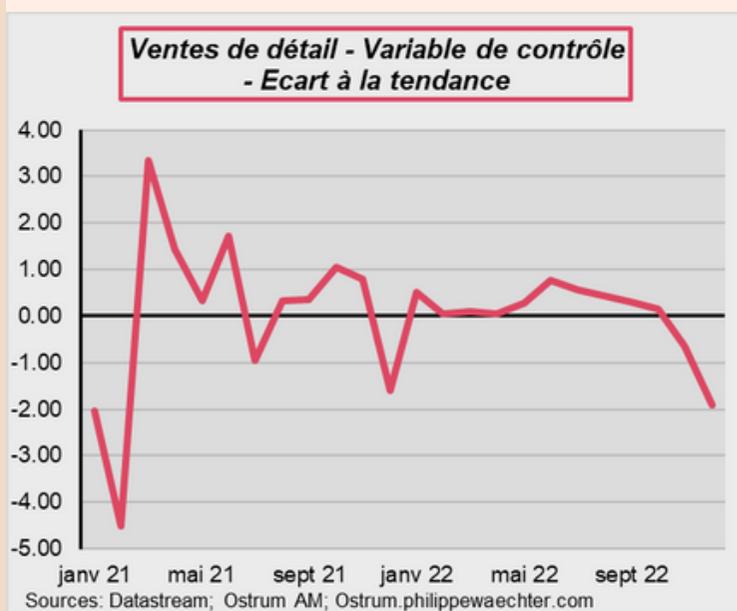
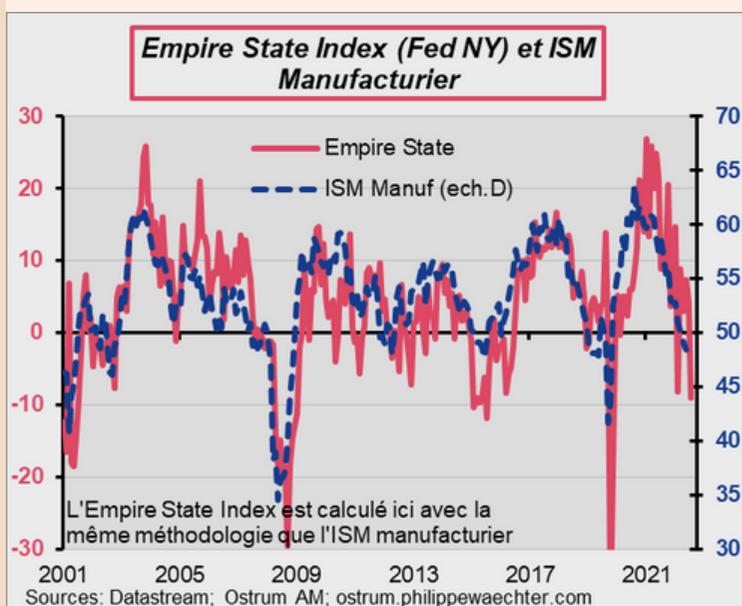
LA QUESTION DU CYCLE AMÉRICAIN

Les données les plus récentes, celles pour le mois de décembre, montrent un **repli parfois rapide de l'activité économique américaine**.

L'indicateur **ISM** pour le secteur manufacturier s'installe sous le seuil de 50 depuis deux mois, la **production industrielle** a reculé en décembre et les **ventes de détail** ont perdu en vigueur. On notera aussi que l'indice de la **Fed de New York** dont l'allure est proche de celle de l'ISM manufacturier a plongé en janvier 2023 suggérant un risque de dégradation supplémentaire de l'ISM.

Néanmoins, le marché du travail reste tendu, c'est ce que suggère la comparaison entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants. Cette tension qui s'était réduite de mai à novembre s'est ravivée en décembre.

L'activité économique est entrée dans une **zone floue** où les **tendances positive sont moins affirmées** qu'il y a encore quelques mois avec des signaux de fragilité comme ceux signalés autour de la fin de l'année.



On note par ailleurs un net ralentissement de l'inflation. Il avait été constaté lors de la publication des prix à la consommation pour décembre, il est confirmé avec le repli des **prix de production**. Ils progressaient de 6.2% en décembre contre 11.2% en juin.

Comme sur les prix à la consommation, il y a une **rupture depuis juin**. Pour les prix à la consommation l'évolution est 0 entre juin et décembre, elle est -1.8% pour les prix de production et de 1.9% seulement pour l'indice sous-jacent.

La tentation est grande d'anticiper un changement de stratégie de la Federal Reserve. Le ralentissement de l'inflation et le début d'un essoufflement de l'activité pourraient effectivement inciter la Fed à changer de ton.

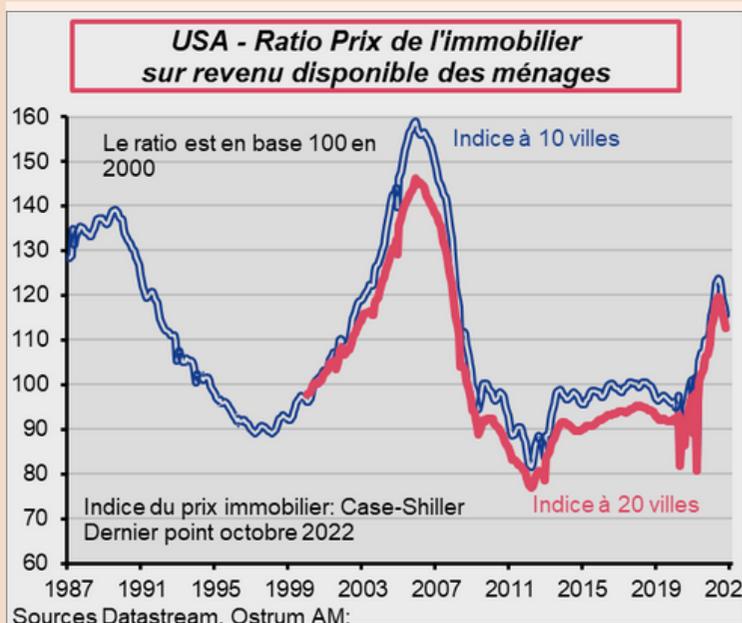
Il est encore **trop tôt pour imaginer une inflexion rapide de la Fed**. On ne peut le faire que si l'on s'attend à un plongeon de l'activité dans les semaines qui viennent. C'est sûrement un peu rapide

Leal Brainard, de la Fed, a clairement indiqué que le temps **n'était pas encore venu** de mettre en œuvre une **telle inflexion**.

La Fed ne baissera pas ses taux en 2023, la question porte donc sur le rythme des hausses à venir. On peut faire l'hypothèse qu'à la fin janvier la probabilité de 50 bp reste forte.



L'IMMOBILIER US: TOUJOURS UN SOUCI



Le **repli du revenu disponible réel** (revenu mesuré hors inflation) et la **hausse très rapide des taux d'intérêt hypothécaires** ont eu raison du **marché immobilier US**.

Ce changement de tendance traduit également **des prix élevés**. Le ratio prix sur revenu était fort (124 en mai 2022) même si le mouvement était moins marqué qu'avant la crise de 2008 où ce ratio était de 145 (base 1000 en 2000).

La combinaison des **trois facteurs** mais aussi le **chamboulement** observé sur le **marché du travail** ont modifié en profondeur les fondamentaux du marché de l'immobilier américain.

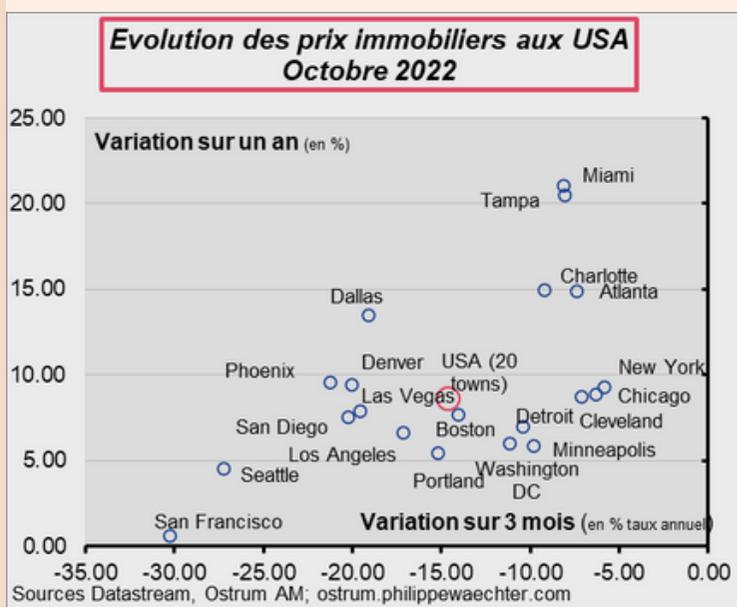


Le changement du cadre, notamment la hausse des taux d'intérêt, a provoqué une **rupture sur les anticipations spécifiques au marché immobilier**. L'ajustement passe d'abord par la baisse du nombre de transactions puis par celle des prix.

Les **transactions** ont franchement reculé.

Cela s'observe sur le marché du **neuf** (les mises en chantier ont baissé de 23% en décembre par rapport au point haut de mai 2022) et sur le marché **secondaire** depuis le point haut de janvier (-38% en décembre par rapport à janvier 2022).

Les **prix ont baissé**. Depuis le mois de mai, le **changement dans la dynamique des prix est radical**. Depuis les prix reculent. Ce n'est pas encore le cas en variation sur un an. Il y a encore des marges d'ajustement.



Deux remarques

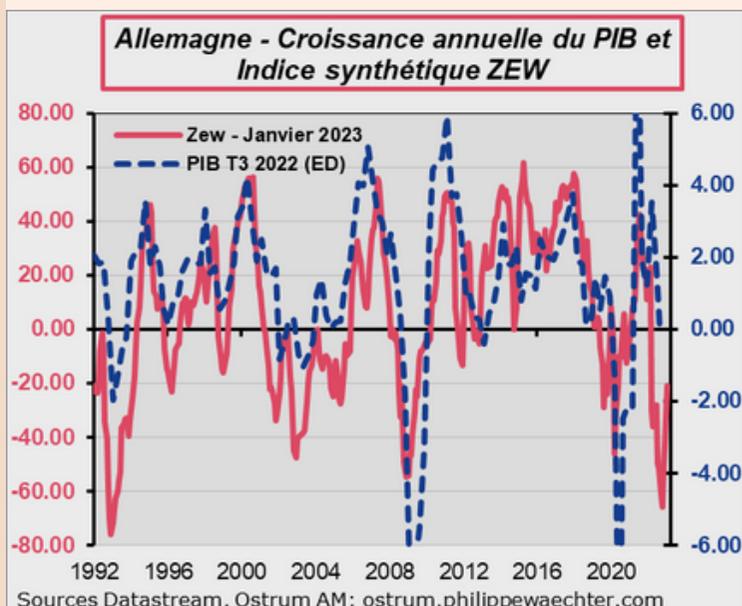
Le marché de l'immobilier a toujours beaucoup d'influence sur le cycle économique.

Le changement de tendance engendre un **effet de richesse à la baisse ce qui pénalisera la consommation**.

La **bonne nouvelle** est que **les stocks de maison à vendre restent réduits**. Les ménages sont confrontés à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés après avoir vendu de l'immobilier financé à taux très bas. Cela change l'allure du marché et limite malgré tout l'ampleur du recul

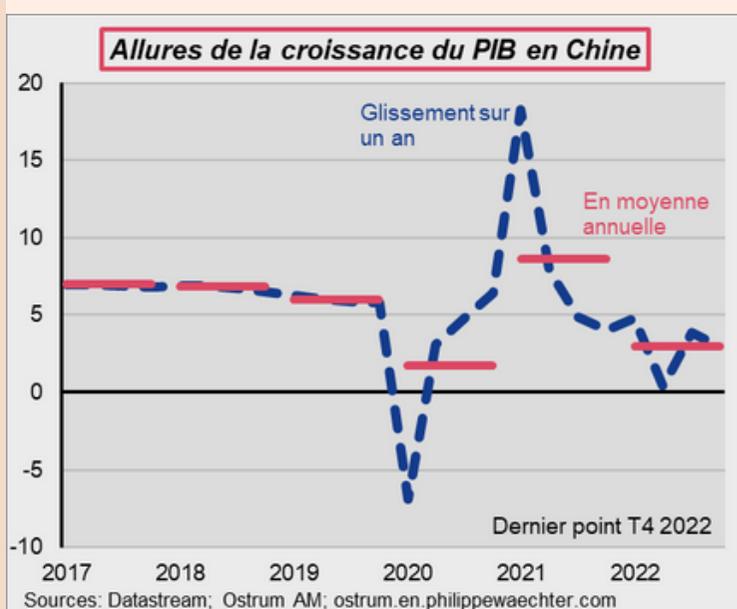


LE ZEW ALLEMAND, LE PIB CHINOIS ET L'EMPLOI RÉGIONAL



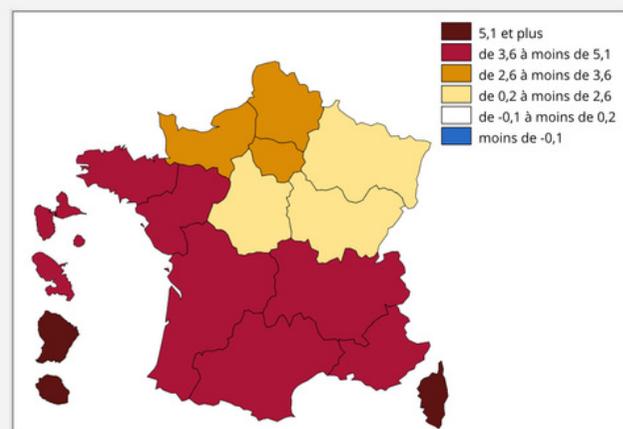
Les anticipations s'améliorent en Allemagne. C'est ce qui explique le rebond de l'indicateur **ZEW** en janvier. Si l'indicateur des conditions courantes reste dégradé, les allemands sont plus optimistes. **L'économie s'est adaptée à un contexte dégradé et l'inflation reflue.**

L'indicateur (moyenne des deux composantes) reste néanmoins dans une zone dégradée et **le risque de récession reste fort en Allemagne.** La publication des enquêtes SP Global et IFO permettront très vite de mieux cerner le cycle allemand.



La **croissance** en **Chine** a été de **3%** en 2022. Les attentes pour 2023 sont entre 4 et 5 % en fonction de la forme et de la vitesse de la reprise chinoise. Le consommateur sera au cœur du dispositif. L'immobilier sera aussi important dans la dynamique du cycle chinois. Pour l'instant, on n'est plus dans l'anticipation que dans la réalisation. Les attentes sur les ventes lors de la nouvelle année sont fortes mais les risques liés à la contamination sont importants.

Évolution de l'emploi salarié régional entre fin décembre 2019 et fin septembre 2022 (en %)



La **dynamique de l'emploi** s'observe partout en France. **L'emploi est plus élevé au troisième trimestre qu'en 2019 dans toutes les régions françaises.**

Cette dynamique est aussi observée à court terme puisque ce mouvement haussier s'observe encore sur le troisième trimestre 2022. L'évolution par département est parfois plus contrastée.

L'allure du **taux de chômage** est comparable. Il **recule partout par rapport à 2019** par grandes régions. L'amélioration territoriale de l'emploi est un signal très positif. Il **réduit l'incertitude** et favorise la **distribution de l'activité** sur le territoire national, ce qui est favorable.



LES ENJEUX EUROPÉENS DES FINANCES PUBLIQUES

L'idée d'un **financement européen** est toujours d'actualité. Ce point avait été au cœur du plan de financement européen pendant la pandémie.

Il ne faut pas que cela reste l'expérience d'une seule fois. En Allemagne, en dépit des réticences d'Olaf Scholz, le SPD demande à ce que cela se mette en place. En France, nombreux sont ceux qui appellent de leur vœux un tel processus.

D'ailleurs la réplique européenne à l'Inflation Reduction Act américain fait la part belle aux fonds européens. Il faut en effet pouvoir définir un plan avec une stratégie européenne et associer à celle-ci un mode de financement qui ne soit pas dépendant des Etats.

Cependant, si l'on rajoute une couche européenne aux financements alors il faudra un **cadre plus rigoureux pour chacun des pays membres**. Il ne faut pas qu'il y ait des divergences de comportement qui pénalisent l'ensemble. Cela veut dire aussi et très vite que la régulation conjoncturelle change aussi de niveau si les gouvernements doivent suivre des règles plus contraignantes. Mais c'est une **étape nécessaire** pour que chaque peuple ait envie de toujours participer à cette belle aventure européenne. Les caprices d'un Etat ne doit pas pouvoir mettre à mal une dynamique commune souhaitée par tous.

L'expérience du Système Monétaire Européen et de l'inflation

Sur cette obligation de cohérence, on peut se rappeler ce qui s'est passé au début des années 1980 sur la question de l'inflation.

En mars 1979, le chancelier allemand Helmut Schmidt et le président français Valéry Giscard d'Estaing ont lancé le Système Monétaire Européen (SME). Chaque monnaie européenne était définie par rapport à l'Ecu, monnaie fictive mais représentative de cette nouvelle étape de l'intégration des pays européens. Chaque monnaie pouvait fluctuer vis à vis de son cours central face à l'Ecu.

Les parités fixées au départ avec le plus grand soin n'ont pas tenues longtemps car les comportements de chaque pays restaient indépendants. La France a continué à faire de l'inflation, tout comme l'Italie face à des allemands et des néerlandais aux tendances peu inflationnistes.

Cela s'est traduit par des dévaluations en cascade. Après l'élection de François Mitterrand, le franc avait été dévalué 3 fois et l'on ne donnait pas cher du SME sans convergence des politiques économiques notamment sur la question de l'inflation.

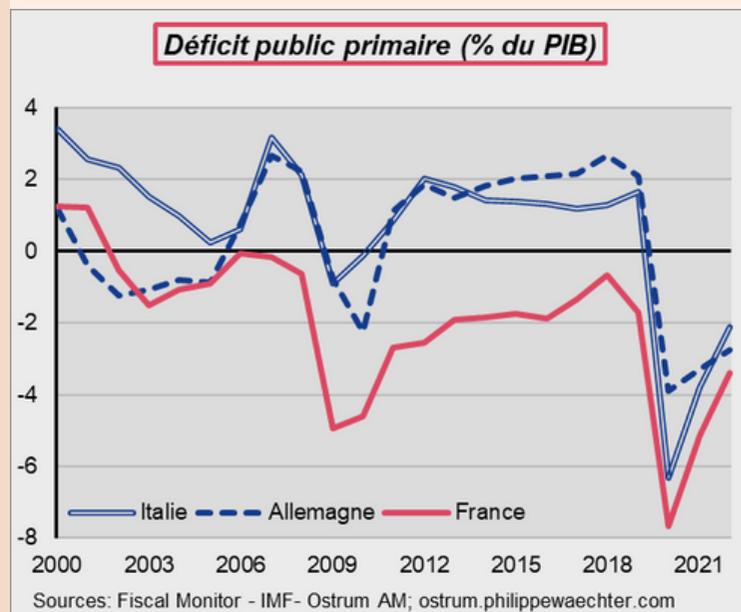
Face à ce dilemme, le président Mitterrand a consulté et a conclu que si l'objectif de la France était de participer et de renforcer la construction européenne il était impensable que la France dévalue à tout bout de champs pour compenser une inflation excessive. Le tournant de la rigueur de mars 1983 reflète ce choix essentiel. La France est devenu un bon élève.

L'autre leçon est qu'il a fallu beaucoup de temps à la France pour être crédible sur l'inflation. Certains travaux date cette crédibilité à 1989. Il est très long de convaincre les investisseurs.



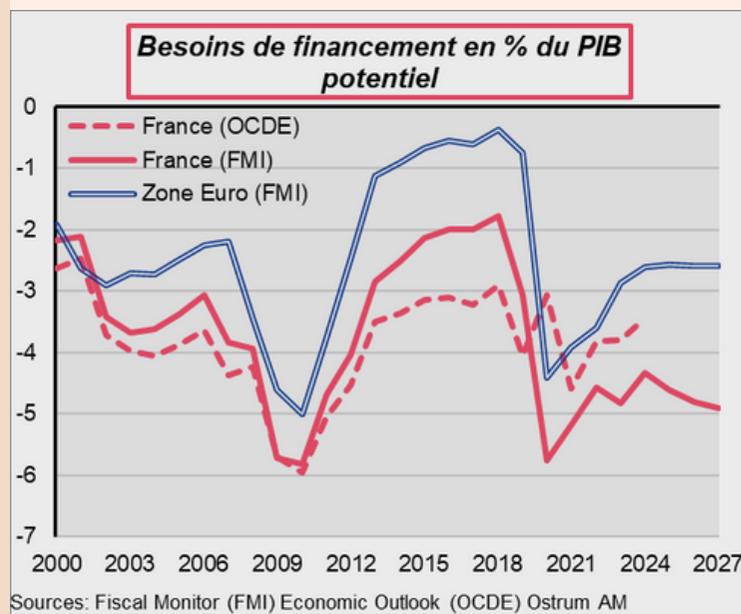
LES ENJEUX EUROPÉENS DES FINANCES PUBLIQUES

La France doit devenir plus rigoureuse et efficace



Pour les finances publiques, la question se posera exactement de la même façon. **Si l'objectif est de disposer de financement européen alors il faut tout faire pour y parvenir et ainsi outrepasser les résistances des autres Etats plus frugaux.**

La France est un pays qui manque de rigueur sur ses finances publiques. Le solde primaire est le plus dégradé des grands pays, la part de ses dépenses publiques dans le PIB est extraordinairement élevée. Pour les français, un changement de tendance passe par une plus grande efficacité de la dépense publique.



Les projections qui sont faites ne plaident pas pour la perception d'un changement de tendance à court et moyen terme.

Si l'on veut un mode de financement européen, il faudra davantage de rigueur dans la gestion des finances publiques et **inscrire cette action dans la durée** puisque, comme le montre l'histoire de l'inflation dans les années 1980, **il faut du temps pour convaincre.**

C'est à mon sens, un cailloux dans la chaussure européenne pour avoir une action concertée, cohérente et coordonnée à l'échelle européenne sous l'impulsion du couple franco-allemand.

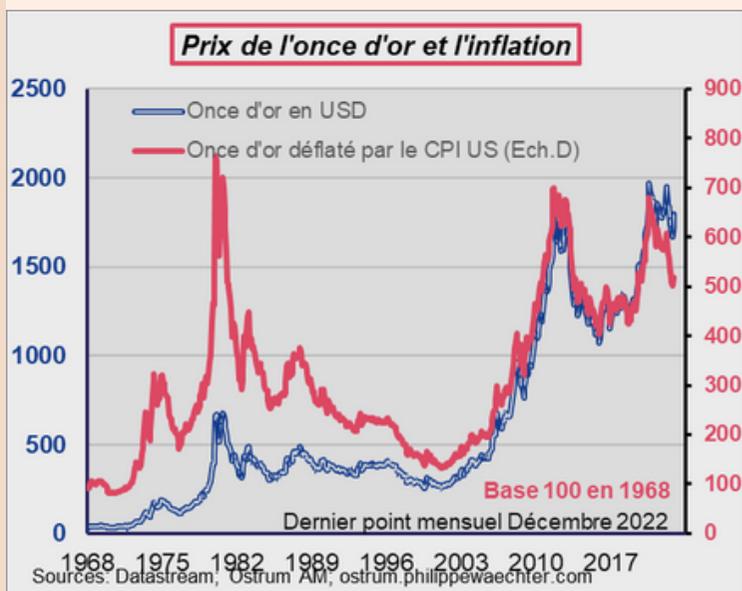
LA QUESTION DU PLAFOND DE LA DETTE AUX USA

L'Etat américain ne peut plus émettre puisqu'il a atteint son **plafond d'émissions** défini par le Congrès. Cette pièce de théâtre est récurrente et permet toutes les tractations entre Républicains et Démocrates pour ne pas arriver in fine à l'arrêt d'une partie de l'activité de l'administration américaine. Cette sorte de comédie n'est cependant pas remise en cause par les partis du Congrès. C'est peut être cela le plus bizarre alors que la **mesure est archaïque.**

Ce qui est nouveau, est la possibilité d'émettre une **pièce en platine d'un trillion de dollars.** C'est un métal qui n'est pas interdit par la loi pour financer le gouvernement. L'impossibilité pourrait être contournée. Une pièce est pressée, elle est revendue à la Fed et le tour est joué. Deux questions outre le seigniorage très élevé. **1 - La Fed jouera-t-elle le jeu de ce nouvel instrument ? Est ce qu'il pourrait y avoir des recours contre ce nouvel instrument alternatif ?** **2- Les investisseurs conserveront ils leur confiance dans le système financier US ?**

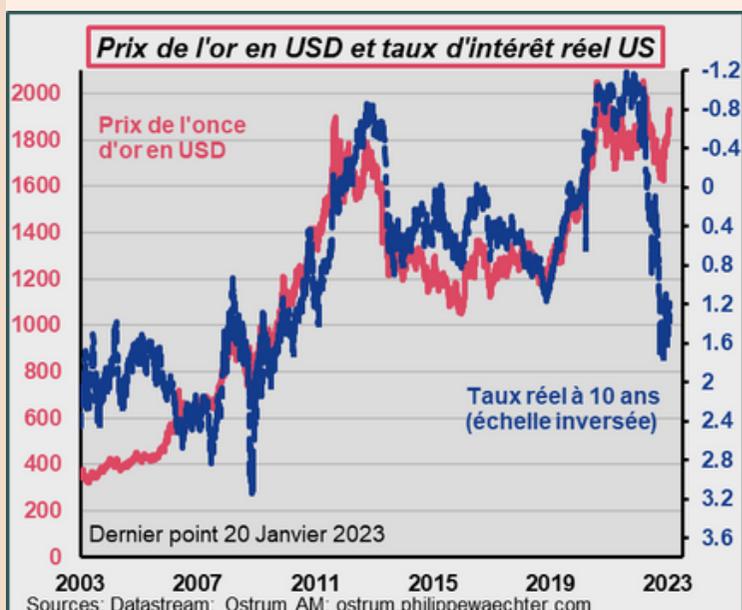


LA QUESTION DE L'OR TROP CHER



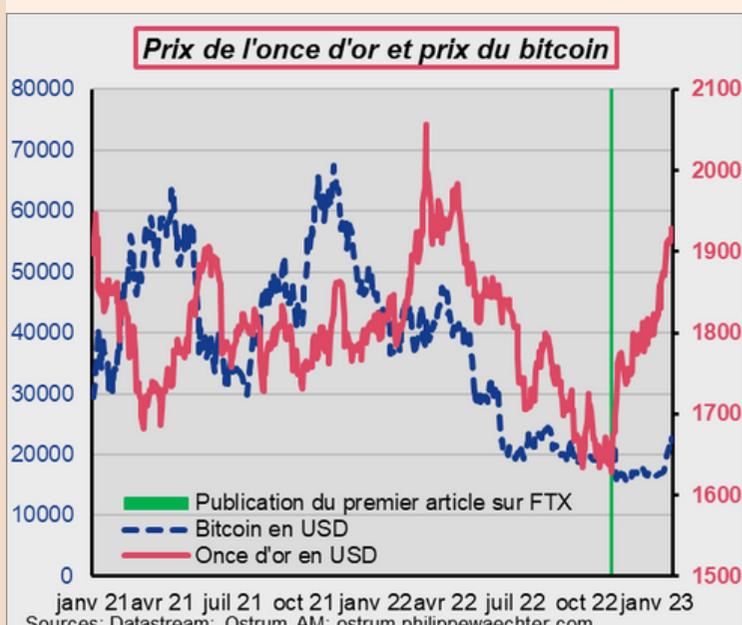
Le **prix de l'or** est aujourd'hui très élevé un peu au-dessus de 1900 dollars l'once. Il est proche des plus hauts de mars 2022, un peu au delà de 2000 dollars. La **résistance du prix de l'or** peut paraître **surprenante** au moment où les **anticipations d'inflation sont moins fortes**. Si le métal précieux est un rempart contre la dépréciation de la monnaie, son attrait devrait se réduire.

Ceci étant, au delà de l'épisode actuel, **l'or est un bien mauvais moyen de se prémunir contre l'inflation**. Si c'était le cas, sa valeur réelle (hors inflation) devrait être plutôt stable. On voit que ce n'est clairement pas le cas. Le prix de l'once d'or déflaté a fluctué de façon très/trop importante et sur des périodes longues pour être un ancrage de référence.



Généralement, **l'attrait du précieux métal s'observe lorsque le taux d'intérêt réel sur les obligations d'Etat US devient négatif** (mesuré sur les obligations indexées sur l'inflation). L'or ne rapporte rien alors que la détention d'obligation à rendement réel négatif est pénalisant et incite donc rationnellement à détenir l'or.

Cependant, sur la **période récente**, cette corrélation ne fonctionne plus. Le **taux d'intérêt réel est franchement reparti à la hausse**, bien au-delà de 1%. **Cela devrait se traduire par une baisse du prix de l'once d'or. Ce n'est pas le cas.**



Pour comprendre, le **bitcoin** est important. A priori pas de corrélation forte entre les deux. Mais le **2 novembre est publié le premier article sur la faillite** du broker de cryptomonnaies **FTX**. Les cryptomonnaies perdent leur intérêt au bénéfice de l'or qui est censé protéger d'une faillite du système bancaire et financier. C'est un épiphénomène et l'or se calera bientôt sur l'arbitrage avec le taux d'intérêt réel. **Le mouvement actuel n'est qu'une chimère.**