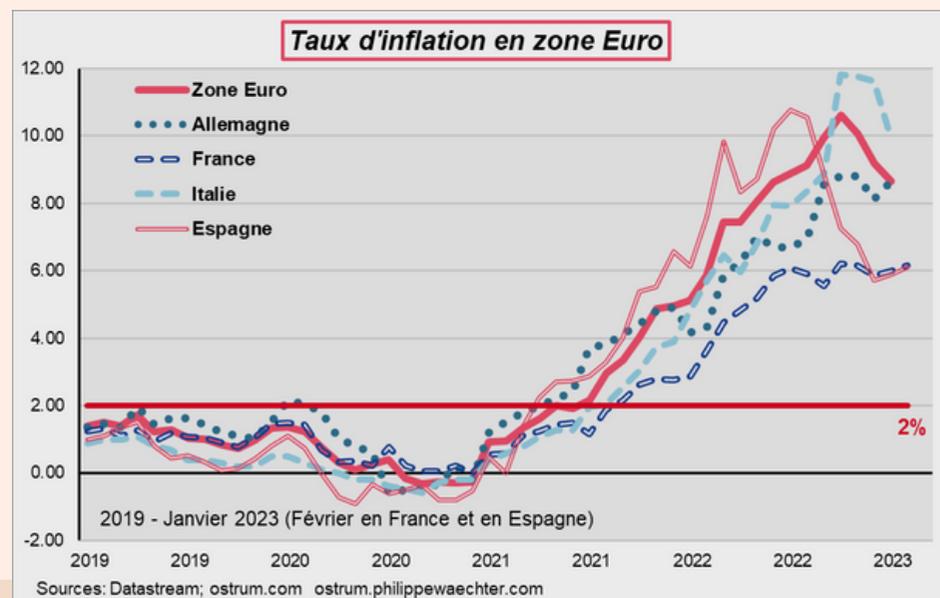




LES CLEFS DE LA SEMAINE



- **Les 10 points à retenir (Page 2)**
 - **Reprise cyclique en Février (Page 3)**
 - **Les prix en Zone Euro - le profil du commerce mondial (Page 4)**
 - **La France et l'Allemagne (Page 5)**
 - **L'inflation américaine encore (Page 6)**
-
- **Cette semaine: Enquête ISM aux US et inflation en zone Euro pour le mois de février**



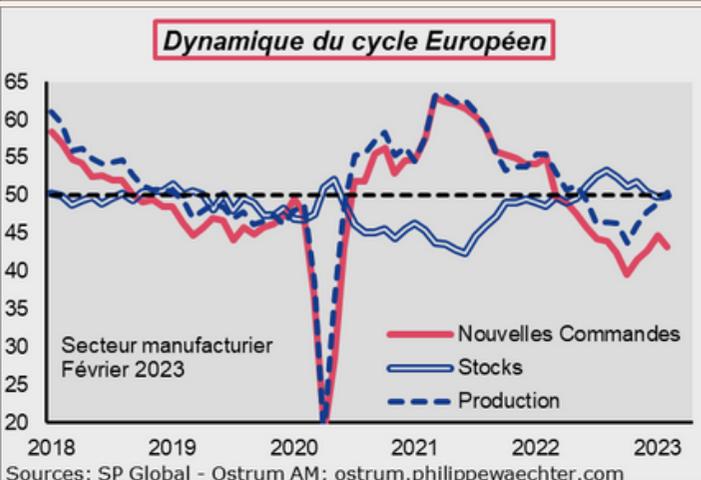
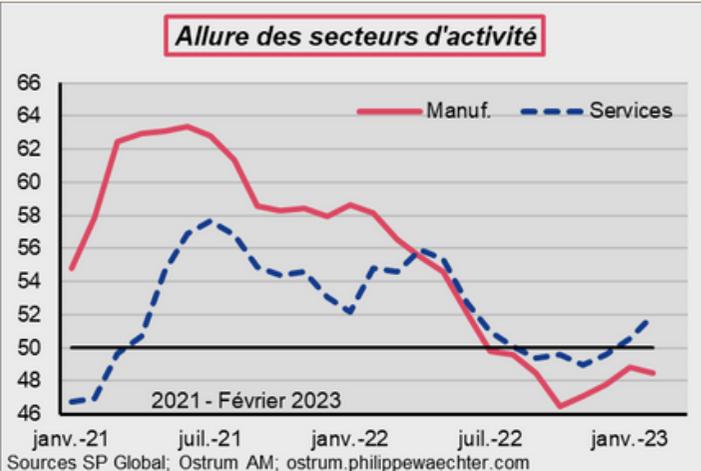
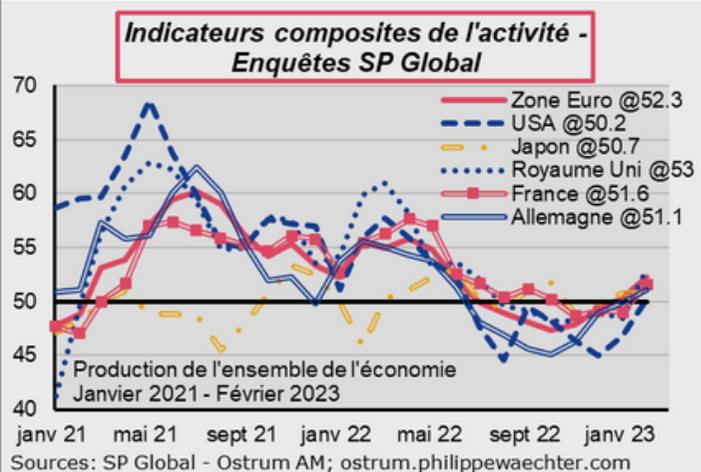


LES 10 POINTS À RETENIR

- 1-** Le **cycle économique** mesuré par les enquêtes menées auprès des entreprises se reprend en février. Dans les enquêtes SP Global déjà publiées pour février, les indices d'activité sont tous au-dessus du seuil de 50 indiquant une **amélioration des perspectives**.
- 2-** Celle-ci reflète principalement la **hausse de l'activité dans les services** alors que dans le secteur **manufacturier** les indices synthétiques sont toujours en zone de **contraction**. Ce mouvement baissier s'est accentué en Europe par rapport aux chiffres de la fin d'année.
- 3-** En zone Euro, la dynamique de la **demande** dans le secteur **manufacturier** se contracte davantage dans l'enquête SP Global. Ce n'est **pas un bon signal pour le cycle**. Cependant, la **hausse de l'activité des services** se traduira par une **hausse de l'emploi** ce qui est rassurant pour les ménages. De ce point de vue, c'est un **signal positif**.
- 4-** En **France**, l'**enquête de l'Insee** est plus **positive** que celle de SP Global. L'indice de **Climat des Affaires** est toujours resté au-dessus de sa moyenne en 2022 et il **s'améliore en février**. Le secteur industriel a une meilleure allure que dans l'enquête SP Global. Les **perspectives** sont toujours **très positives sur l'emploi**.
- 5-** En dépit des améliorations récentes dans les enquêtes, le **risque de récession ne s'éloigne pas rapidement en Allemagne**. La demande interne (consommation et investissement) s'est contractée très rapidement en fin d'année. Le repli de l'inflation, plus tard, aura un effet bénéfique mais entretemps l'économie pourrait se replier encore surtout si la BCE continue d'accentuer son biais restrictif.
- 6-** Dans l'enquête SP Global, les flux de nouvelles **commandes à l'export se contractent** davantage en février. C'est un signal qui généralement est cohérent avec une **contraction des échanges internationaux** (en volume).
- 7-** Le **recul des échanges** se constate dans **toutes les régions**. L'Asie hors Chine qui avait un rôle moteur en début d'année ne l'a plus. En Chine, la contribution à la hausse des échanges a été négative en 2022. La fin de la politique OCovid pourra-t-elle inverser la tendance?
- 8-** L'**inflation américaine** n'est pas dans une phase de désinflation comme le suggérait Jay Powell récemment. La **politique monétaire n'a pas eu l'impact espéré**.
- 9-** Dans une recherche de la Fed de San Francisco, la hausse de l'inflation est liée à un choc d'offre. Cela suggère que la hausse des taux d'intérêt de la **Fed** doit **infléchir l'activité** pour **réduire le taux d'inflation**.
- 10-** La question d'un **risque de récession** revient aux US via le durcissement de la politique monétaire. Dans "Les clefs de la semaine" du 6 février, j'évoquais la même chose pour l'Europe.



REPRISE CYCLIQUE EN FÉVRIER



Les **indicateurs d'activité** publiés en avance par **SP Global** sont tous revenus en **territoire positif**.

En **zone Euro**, à 52.3, et au **Royaume Uni**, à 53, le **rebond** est **significatif** en février. Les inquiétudes qui avaient pénalisées l'activité à l'automne et au début de l'hiver semblent désormais plus réduites.

Aux **US**, aussi l'indice s'améliore significativement. Il était en territoire négatif depuis le mois de juillet et **revient à l'équilibre** en février à 50.2.

La **France** et l'**Allemagne** progressent rapidement mais pas aussi vite que la zone Euro. Il faudra regarder avec attention l'Italie et l'Espagne lors des publications définitives.

Cependant, **l'amélioration est partout tirée par les services** alors que **l'activité manufacturière se dégrade**. Ce qui est observé sur la zone Euro (graphe 2) se constate aussi ailleurs.

La **dynamique des commandes** qui s'était améliorée depuis le point bas d'octobre **change à nouveau d'allure**. La demande interne s'essouffle et celle des exportations aussi.

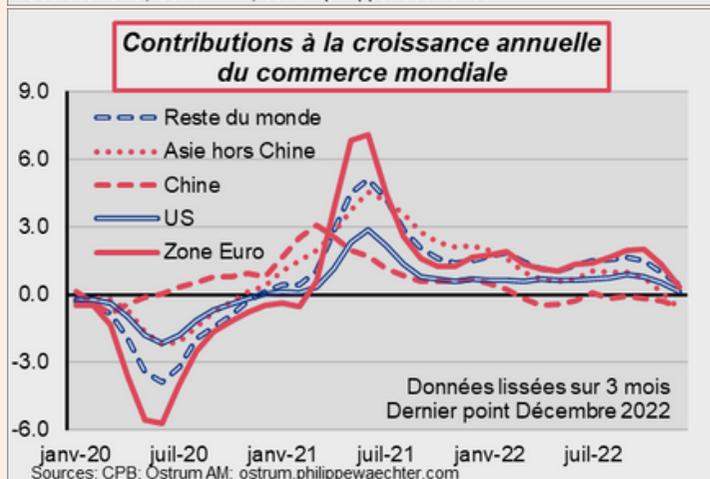
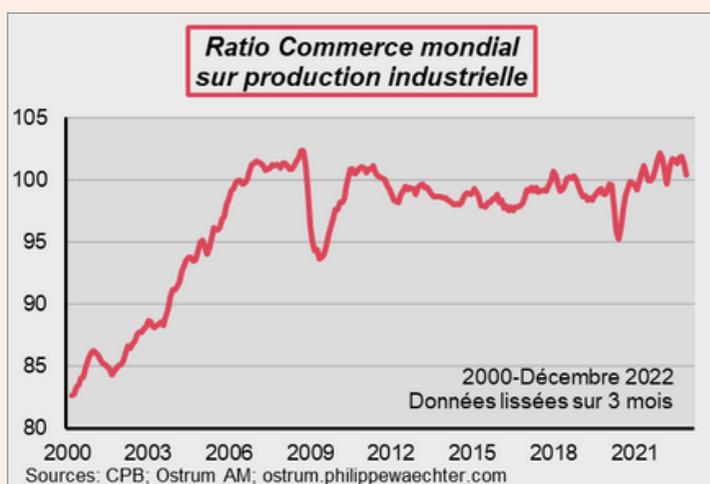
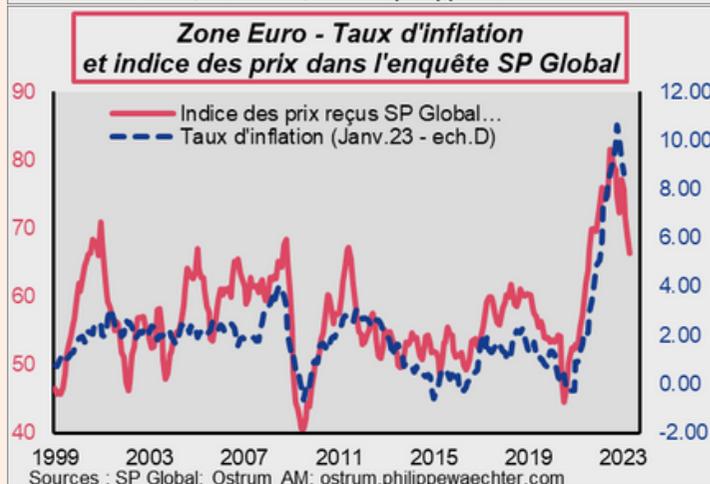
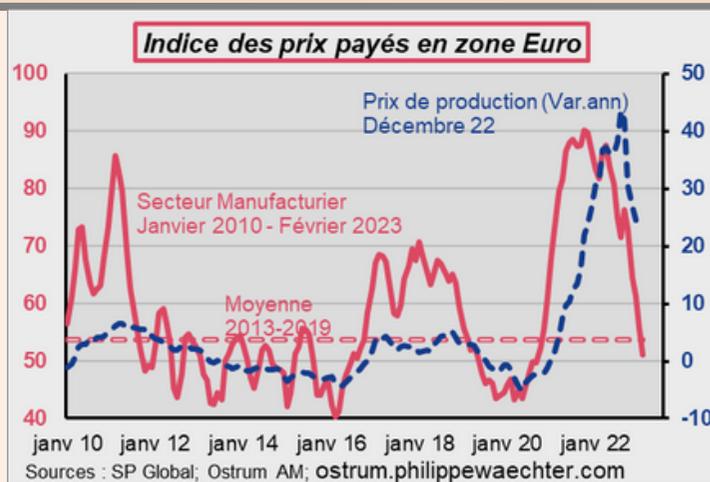
En zone Euro, la **production** néanmoins se stabilise et la divergence est significative avec l'allure des commandes alors que les stocks sont stables.

En phase avec la **contraction des commandes à l'exportation**, le **commerce mondial** a **reculé** sur un an en décembre. C'est la première fois depuis novembre 2020.

La **contraction** de l'activité **manufacturière** n'est pas un bon signal sur la dynamique du cycle car c'est un **facteur** qui **guide l'allure des services**. Elle reflète l'**impact** de la baisse du **pouvoir d'achat** sur le comportement des ménages. (baisse des ventes de détail en fin d'année)
Ce sera le **point à surveiller** pour imaginer ou pas, une première partie d'année plus difficile qu'attendue.
Le **rebond des services** est cependant important car il conditionne la bonne tenue du **marché du travail**, facteur majeur pour les **ménages**.



LES PRIX EN ZONE EURO - LE PROFIL DU COMMERCE MONDIAL



Les **indicateurs de prix** contenus dans l'enquête **SP Global** continuent de se **normaliser en zone Euro**.

En **Février**, l'indice des prix payés dans le secteur **manufacturier** est désormais **sous la moyenne** observée avant la crise sanitaire. Le **prix du pétrole** se stabilise entre 75 et 80 euros depuis le début de l'année (94 en moyenne en 2022) et le **prix du gaz** est voisin de 50€ le MWheure (par rapport à un prix moyen de 132 € en 2022)..

Les **comparaisons avec 2022** vont être très longtemps **favorables** sur les prix de l'énergie. C'est ce qui fera **tomber l'inflation globale** très rapidement. La contribution de l'énergie au taux d'inflation va rapidement devenir négative.

La **courbe en pointillé bleu** va **rapidement baisser** pour cette raison.

Pour la **BCE**, la question porte davantage sur l'**inflation sous-jacente** qui à 5.3% en janvier est au plus haut, "digérant" les chocs énergétiques de 2022. L'inflation globale et la sous-jacente ont **2 trajectoires distinctes**.

* * *

Depuis la **crise financière**, le **commerce mondial** n'a plus le **rôle moteur** qui était le sien par le passé. Entre 2000 et 2007, les échanges progressent beaucoup plus vite que la production industrielle. Ce n'est plus le cas.

C'est une **phase de normalisation** après le rattrapage notamment de la Chine puis de la délocalisation des productions des pays industrialisés (**désindustrialisation**)

A **court terme**, le **commerce mondial ralentit**. En décembre 2022, pour la première fois depuis novembre 2020, les échanges en volume se sont contractés.

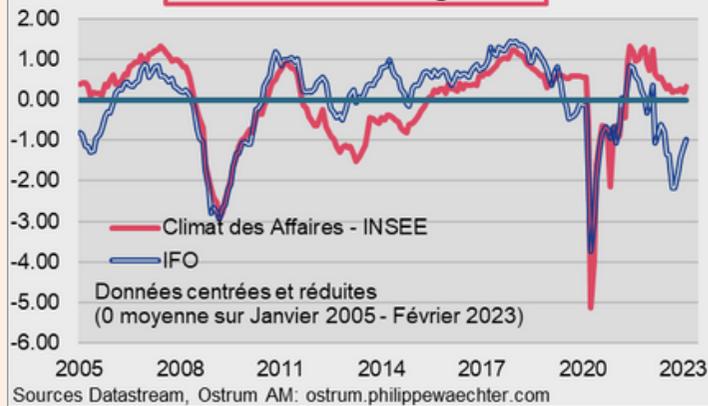
Aucune région du monde ne tire son épingle du jeu, les échanges ralentissent dans toutes les régions du monde.

La **Chine** a une **contribution négative** tout au long de 2022. La levée de la politique OCovid pourra t elle inverser la tendance ?

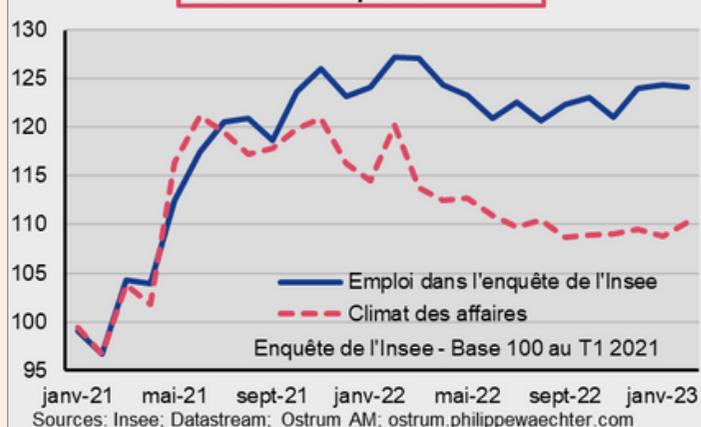


LA FRANCE ET L'ALLEMAGNE

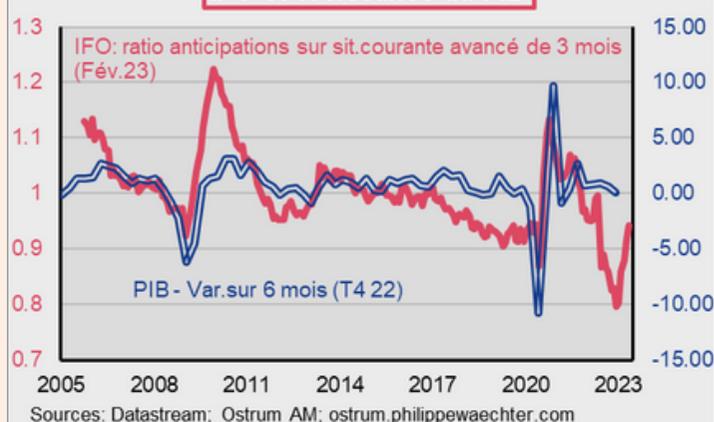
Climat des affaires en France et IFO en Allemagne



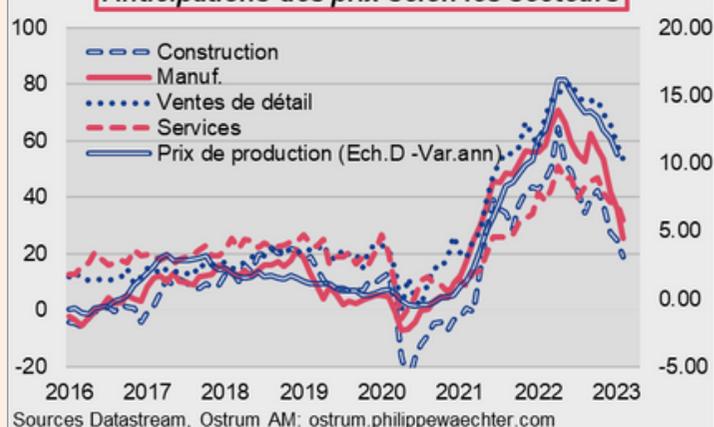
Activité et emploi en France



IFO et Croissance du PIB



Anticipations des prix selon les secteurs



La **situation conjoncturelle** continue de s'améliorer en France à la lecture de l'enquête sur le **climat des affaires** de l'Insee. Après avoir stagné à 102 de septembre à janvier, l'indice est au-dessus de **103 en février**. La dynamique de l'activité est plus forte que la normale mesurée à 100 par l'Insee (0 sur le graphe).

Dans cette enquête de l'Insee, les perspectives sur le **secteur manufacturier** sont plus **positives** que dans l'enquête SP Global. La demande est robuste, plus forte que la valeur historique, y compris sur les commandes étrangères.

Dans cette enquête de l'Insee, les **perspectives d'emplois restent très fortes**. Les ménages ne sont pas inquiets sur l'emploi.

L'**indice d'emploi** est en février, presque 25% au dessus de son niveau du premier trimestre 2021 alors que l'activité n'est que 10% au-dessus.

C'est le paradoxe sur le marché du travail. **L'activité est peu dynamique mais l'emploi est au plus haut.**

* * *

En **Allemagne**, le **PIB** a été révisé en baisse pour le dernier trimestre de 2022 à -0.4%. Pour l'ensemble de 2022, le taux de croissance moyen est de 1.9% mais de seulement 0.9% entre le T4 2021 et le T4 2022.

L'**acquis** pour 2023 à la fin 2022 est de **-0.1%**.

La **demande interne** (consommation et investissement) s'est effondrée durant les 3 derniers mois de 2022. Sa **contribution** est de **-0.9%**. Le commerce extérieur contribue à +0.14% parce que les importations se sont contractées plus vite que les exportations.

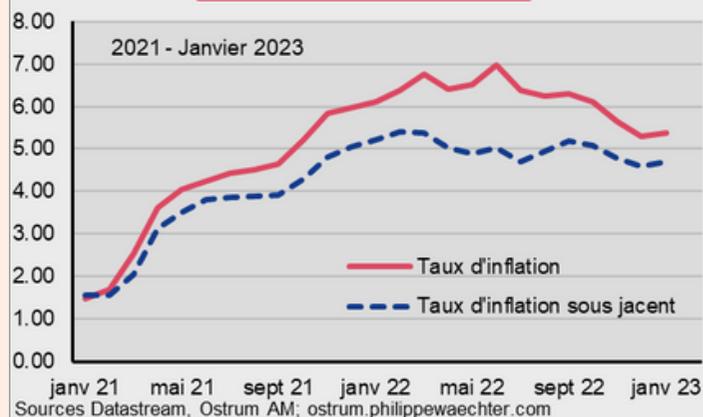
Tout cela n'est pas très glorieux. Et si les indicateurs de court terme se redressent, (IFO,...), les données sont toujours préoccupantes et le **risque de récession ne peut être écarté**.

Le point positif est la **baisse des attentes sur les prix**. Cela devrait permettre de **réduire les pertes sur le pouvoir d'achat** et donc de **rassurer les ménages**.

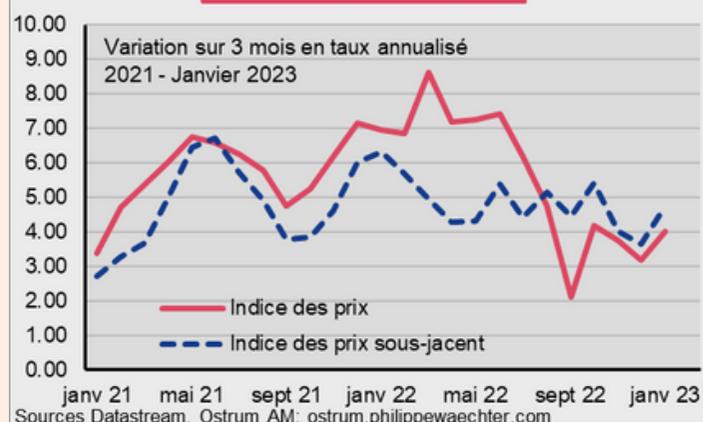


L'INFLATION AMÉRICAINE ENCORE

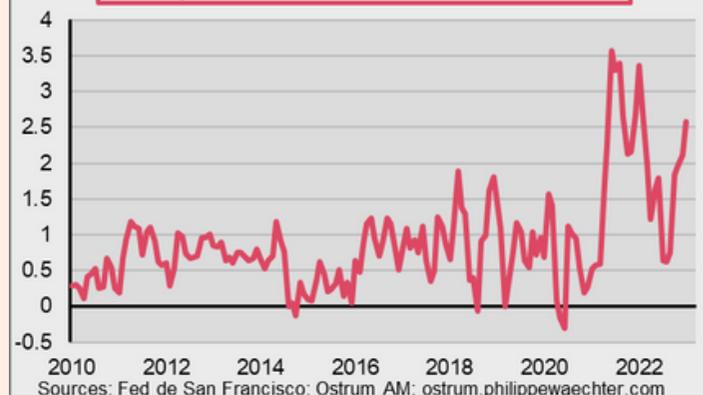
Taux d'inflation US (PCE)



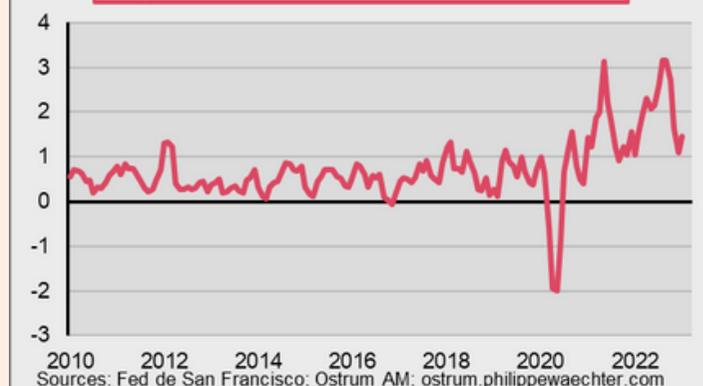
Indice des prix US (PCE)



Contribution sur 3 mois à l'inflation sous-jacente liée à un choc d'offre



Contribution sur 3 mois à l'inflation sous-jacente liée à un choc de demande



Les données sur **l'inflation américaine** de janvier ont **perturbé les marchés financiers**.

L'indice des prix préféré de la Fed n'a pas validé la dynamique de désinflation évoquée par Jay Powell à plusieurs reprises.

Il y a deux indices des prix aux US. Les sources, les champs et les méthodes ne sont pas similaires. La mesure préférée de la Fed (celle basée sur les dépenses des ménages, PCE) est sur un champ plus large à la fois dans les produits et dans la géographie (le CPI privilégie les ménages urbains par exemples alors que le PCE prend les urbains et les ruraux)

Sur le premier graphique, on observe que le **recul de l'inflation s'est arrêté** en janvier et que le **taux d'inflation sous-jacent** est quasiment **identique** depuis le **printemps 2022**.

On constate aussi dans les indices en variation sur 3 mois qu'il n'y a pas de tendance baissière.

La **Fed de San Francisco** souhaite déterminer l'origine de l'inflation selon qu'elle résulte d'un **choc de demande** (la demande plus forte met une pression à la hausse des prix), ou d'un **choc d'offre** (les entreprises augmentent leurs prix soit parce qu'elles font face à des pénuries sur leur approvisionnement soit parce qu'il y a des tensions sur le marché du travail)

En ce début d'année, le **regain de tensions** sur les prix viendrait d'un **choc sur l'offre**, notamment en raison des difficultés de trouver les bonnes personnes pour satisfaire aux besoins de l'activité.

Ce **contrepied** de l'inflation interroge forcément sur **l'efficacité de la politique monétaire** restrictive.

La banque centrale a monté son taux d'intérêt de référence de [0; 0.25%] à [4.5; 4.75%] en moins d'un an et **l'impact sur l'inflation serait peu visible!!!!**

Si l'inflation est liée à un choc d'offre, alors la Fed a peu d'impact sauf à **pousser l'économie en récession** pour réduire les tensions sur l'appareil productif.

C'est d'ailleurs la question posée après la publication de ce chiffre. **Faudra-t-il aller plus haut qu'attendu sur le taux des fed funds et pousser l'économie en récession pour être certain d'anéantir l'inflation ?**