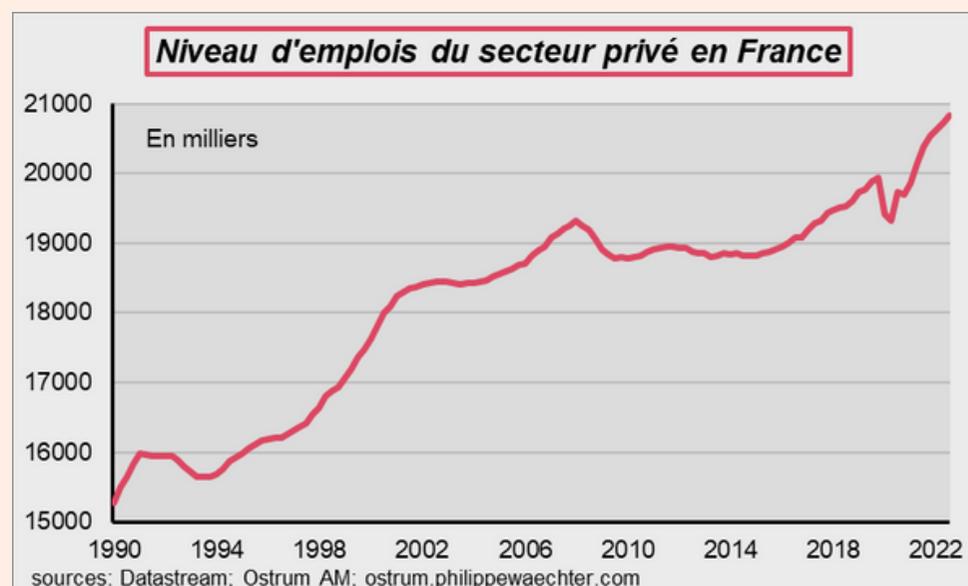




## LES CLEFS DE LA SEMAINE



- **Les 10 points à retenir (Page 2)**
- **L'inflation en zone Euro reste forte (Page 3)**
- **Banques centrales - tendance toujours restrictive (Page 4)**
- **Les conditions de crédit se resserrent en Europe (Page 5)**
- **BCE: La politique monétaire en question ? (Page 6)**
- **Croissance française: peu vigoureuse en 2022 (Page 7)**
- **Croissance en zone Euro, Conjoncture et Emplois US (Page 8)**
- **Cette semaine: Inflation en Chine, PIB anglais et Emploi en France**





## LES 10 POINTS À RETENIR

1- Le **message de la BCE** peut apparaître complexe à interpréter. Elle devient plus restrictive alors que la principale source de l'inflation est la diffusion du choc énergétique dans l'ensemble de l'économie, notamment dans le secteur industriel.

2- Les **entreprises en France** indiquent que leur **facture d'électricité** augmentera en moyenne de **84% en 2023** par rapport à 2022. Elles en répercuteront au moins une partie en hausse de prix alimentant le taux d'inflation sous-jacent.

3- Que peut faire un durcissement de la politique monétaire si ce n'est de réduire la demande de crédit et de pénaliser l'investissement. Le risque est de **pénaliser la conjoncture en 2023**.

4- Cette stratégie est mise en œuvre au moment où la **Commission Européenne** veut définir une **politique industrielle plus stratégique**.

5- Le **ralentissement de l'inflation** en zone Euro est lié au repli de la contribution du prix de l'**énergie** alors que le taux d'**inflation sous-jacent**, celui qui reflète les tensions nominales au sein de l'économie de la zone Euro, est à son **plus haut niveau historique**.

6- La **Fed** va maintenir une orientation restrictive mais **Jay Powell parle déjà de désinflation**. Cela se traduit par une baisse significative des taux hypothécaires et une demande de crédit immobilier qui repart.

7- Le **casse-tête de la politique monétaire US** n'est pas terminé cependant après la forte progression du nombre d'emplois en janvier. Le paradoxe est que les tensions salariales se réduisent, reflet probablement d'un changement de rapport de force entre les entreprises et les salariés.

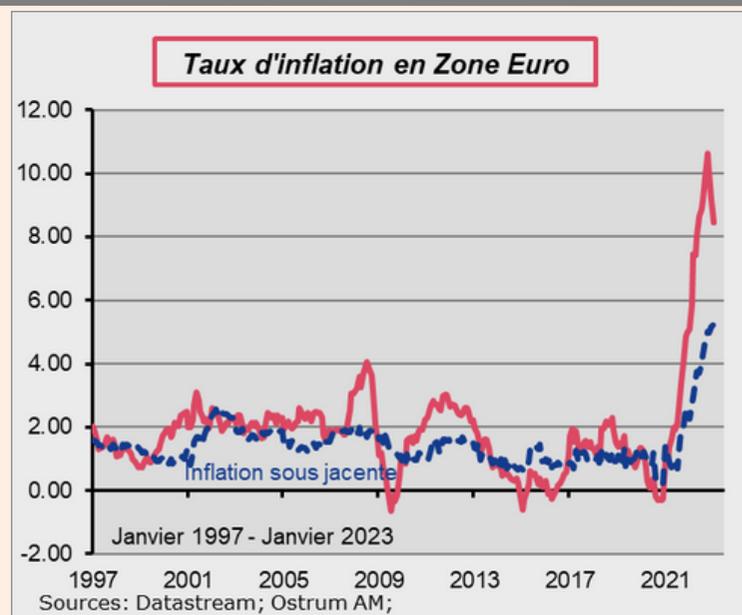
8- La situation de l'**économie française** est **hésitante** en fin d'année 2022. Sa croissance de 0.1% sur le trimestre reflète principalement le repli rapide des importations alors que la consommation recule.

9- La **consommation de biens en France**, dont on dispose mensuellement, est en décembre, **6% au-dessous** du niveau constaté au début de l'année 2021 soit avant la levée des contraintes sanitaires. Heureusement que le gouvernement a mutualisé une bonne partie du choc énergétique.

10- La **conjoncture globale est plus robuste**. L'indice SP Global pour le monde est presque à l'équilibre, l'ISM est revenu en territoire de croissance et l'**indice de la zone Euro reflète une légère croissance**. L'indice chinois rebondit de façon limitée à l'exception des services dans l'enquête officielle (rien d'aussi marqué pour l'enquête dans le secteur privé)



## L'INFLATION EN ZONE EURO RESTE FORTE

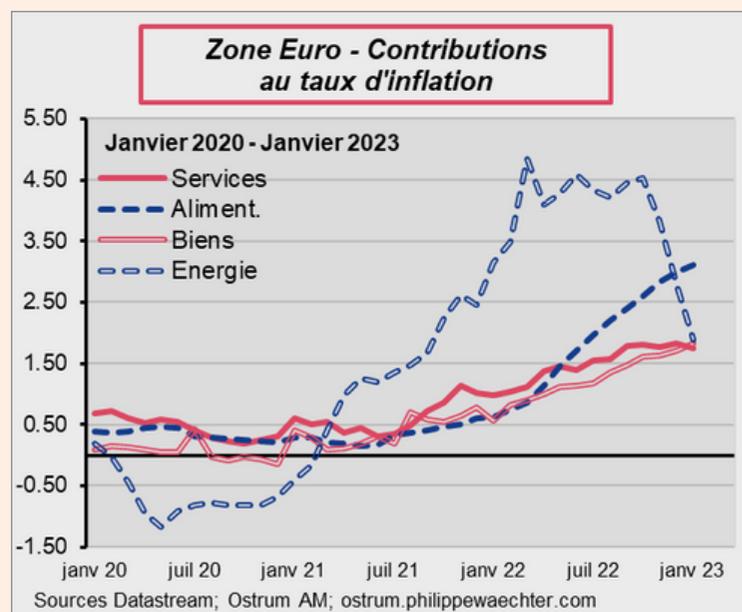


Le **taux d'inflation** en zone Euro s'est inscrit à **8.5%** en janvier, après 9.2% en décembre. Ce chiffre est à comparer avec le pic d'octobre à 10.6%.

Sur **le mois**, l'indice des prix recule de **-0.4%**. Cela reflète la contribution négative de l'énergie (-0.09%), du prix des biens (-0.47%) et du prix des services (-0.1%), chiffres compensés par la hausse des prix alimentaires (+0.28%).

A 5.25%, le taux d'inflation sous-jacent est au plus haut. Son profil ne suit pas celle du taux d'inflation totale.

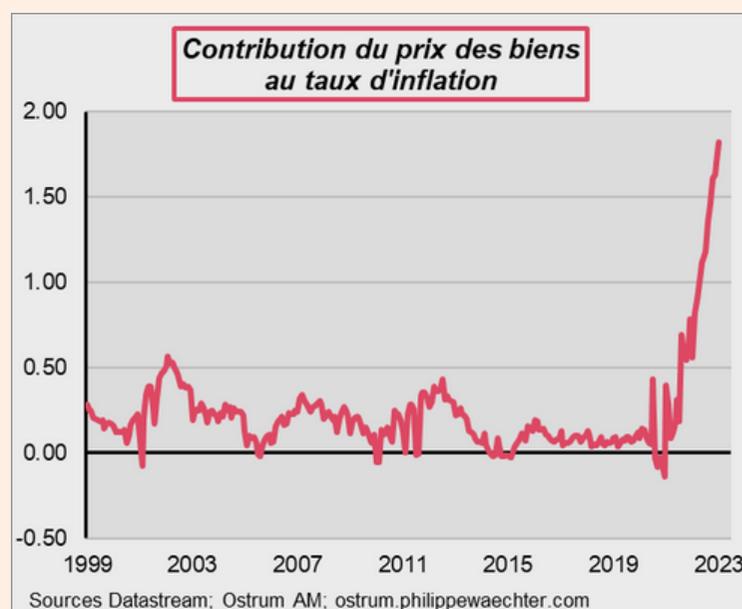
Les contributions au taux d'inflation permettent de mieux articuler les changements dans l'allure du taux d'inflation (la somme des 4 contributions est le taux d'inflation)



Le **changement de tendance** observé sur le prix de l'**énergie** depuis octobre est spectaculaire. Sa contribution est passée de 4.5% à **1.9%**. Le prix du pétrole est en janvier au prix de janvier 2022. Les baisses du prix du **gaz** et de l'électricité complètent le tableau.

Le **prix des services** a une contribution qui se stabilise. Soit les marges se compriment soit les pressions salariales ne sont pas trop fortes dans le secteur. Au regard des enquêtes publiées par Indeed sur les salaires européens, la dynamique des salaires s'essouffle.

La contribution des **prix alimentaires** continue de s'accroître. Le repli du prix des engrais devrait infléchir ce mouvement à un horizon de 6 mois.

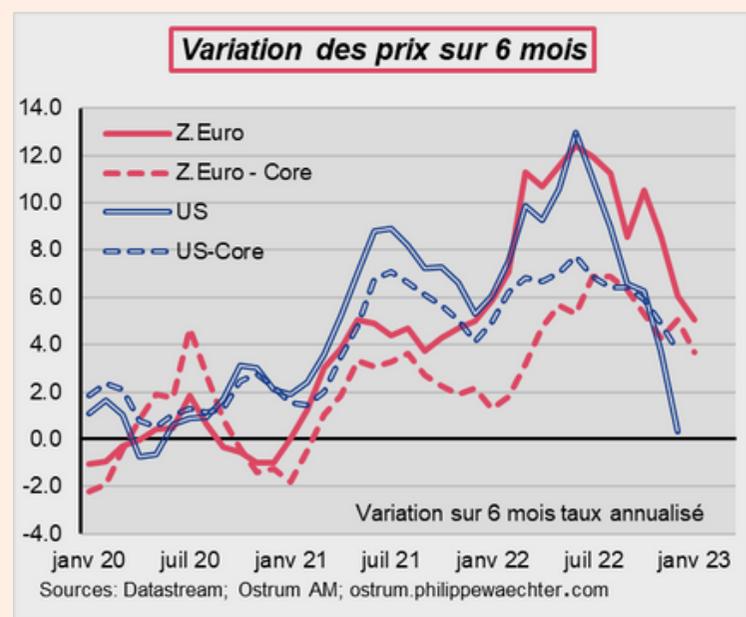
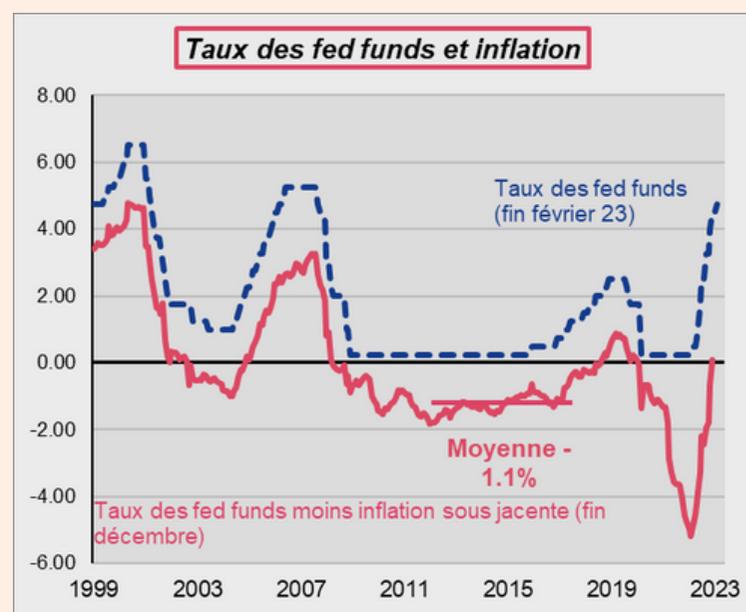
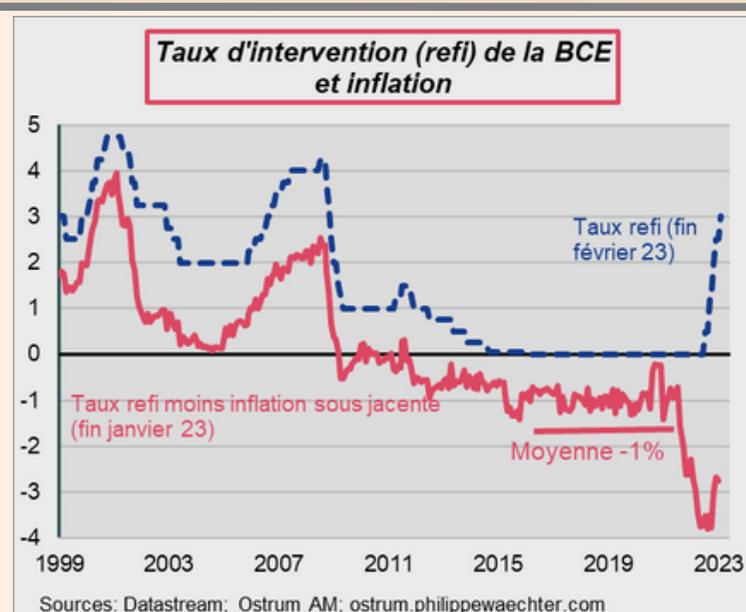


La **vraie rupture** s'observe sur le **prix des biens** dont la contribution est au plus haut. Cela traduit les effets de **diffusion** du choc énergétique, des tensions et des retards de livraison sur les processus de production. Le temps de l'**adaptation** aux nouvelles conditions sera **long** et empêchera un retour à la "normale" rapidement.

L'**inflation à venir** reste conditionnée par le prix de l'**énergie**, le gaz notamment. A la fois sur le prix de l'énergie mais aussi via sa contagion sur le prix des biens.



## BANQUES CENTRALES – TENDANCE TOUJOURS RESTRICTIVE



La **BCE**, la **Federal Reserve** et la **Banque d'Angleterre** ont remonté leurs **taux d'intérêt** de référence de **0.5%**. Le **taux refi** de la **BCE** s'inscrit à **3%** (2.5% pour le taux de dépôt), le taux des **fed funds** évoluera dans une fourchette [**4.5 - 4.75%**] et le taux de la **Banque d'Angleterre** est désormais à **4%**. La BCE a clairement indiqué une remontée supplémentaire en mars.

Les banques centrales sont toujours confrontées à des taux d'inflation élevés. Et si la Fed a pu paraître plus optimiste, on note que la **dynamique de court terme** du taux d'inflation sous jacent (calculé sur le PCE) est **similaire à celui de la zone Euro** (dernier graphe)

L'avantage spécifique des US passe par le prix de l'énergie qui a baissé très vite, un prix que la Fed ne contrôle pas.

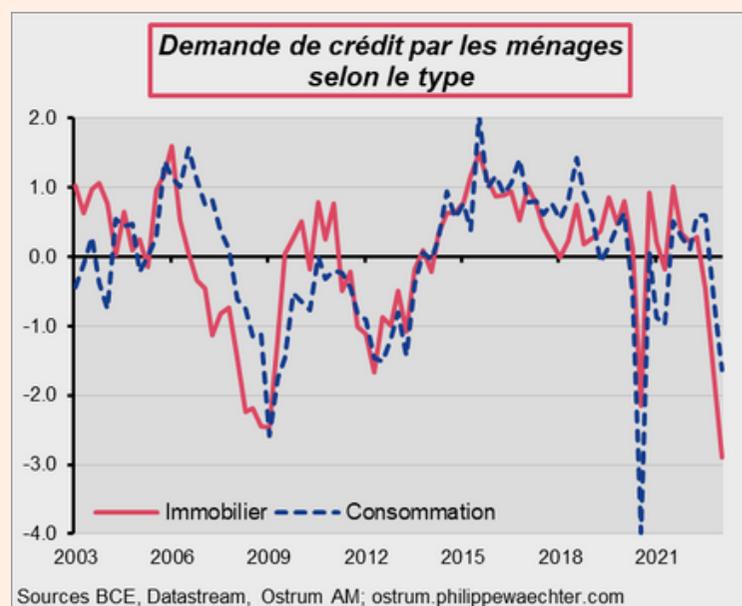
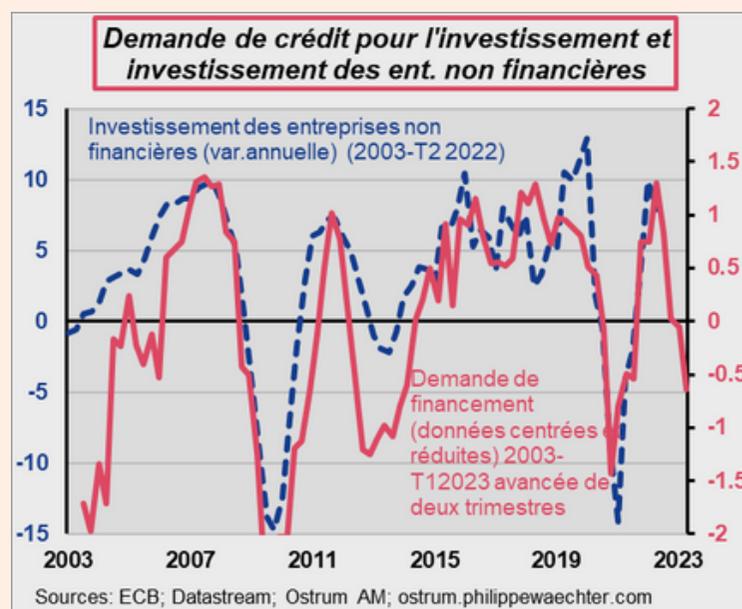
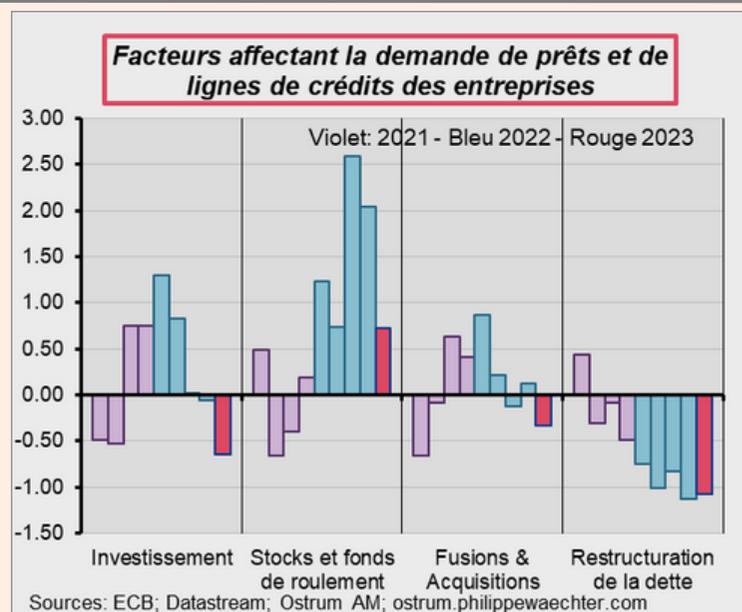
La **Fed** et la **BCE** ne sont **pas** pour autant **dans** des **situations similaires**. Le **taux d'intérêt réel US** redevient positif au mois de décembre 2022 et va probablement l'être davantage en janvier. La politique de la Fed commence à peser sur l'activité.

En **zone Euro**, le **taux réel** est encore **très négatif**. La BCE a davantage de marge à la hausse que n'en a la Federal Reserve. La **contrainte de la BCE** va être **accentuée** par les mesures de **réduction du bilan**.

La baisse de la taille du bilan est une mesure de politique monétaire **restrictive**. La BCE continuera tant que l'inflation restera élevée. Pour l'instant, elle pilote l'opération de réduction du bilan de **mars à juin** pour un montant de **15 Mds** mais ne doutons pas que cela se prolongera. Le montant est plus réduit que celui des revenus et tombées du portefeuille de la BCE.

Les **banques centrales ne sont pas devenues accommodantes**, elles **n'ont** simplement **pas accentué** le **caractère contraignant** qui définissait les réunions de décembre. Elles vont être **plus restrictives** et **ne baisseront pas leur taux en 2023**, surtout après la hausse de l'emploi spectaculaire aux US.

### LES CONDITIONS DE CRÉDIT SE RESSERRENT EN EUROPE



L'enquête menée par la **BCE** auprès des **banques sur le crédit** est très instructive.

A la fin 2022 et au début 2023, les **banques ont eu tendance à resserrer les conditions d'octroi de crédit** sans pour autant revenir sur les niveaux contraignants observés lors de la grande crise financière ou de la récession de 2011 notamment pour les entreprises. Pour les ménages, les contraintes ont été plus marquées dans les derniers mois de 2022 qu'en ce début d'année.

Pour les entreprises, les **PME** sont **plus contraintes** que les **grandes entreprises** mais dans les deux cas la demande de crédit se contracte et cela l'est toujours un peu plus pour les PME. Enfin, la demande de crédit de long terme ralentit plus vite que les besoins de liquidités de court terme.

Sur le premier graphe, la **demande de crédit des entreprises change de signe** pour l'investissement et les fusions acquisitions. Le moment est trop incertain pour se projeter dans le futur. En revanche, les besoins immédiats restent importants. Les entreprises constatent **une activité** qui est **bonne** mais dans un **environnement plus incertain** qui **limite la prise de risque**.

Une question concernant les entreprises est celle de **l'investissement**. En **2022**, l'accumulation du capital avait été un **facteur de soutien majeur à l'activité**. Les entreprises avaient alors fait face pour reconstituer leur capital après la pandémie.

La **demande de crédit s'épuise** et devrait se traduire par un **ralentissement de l'investissement**. C'est un **risque** pour la **conjoncture immédiate**.

La demande de crédit des **ménages** a chuté notamment sur **l'immobilier**. Cela est cohérent avec la hausse des taux d'intérêt et au durcissement des conditions de financement. Le secteur immobilier qui est déjà fragile va encore souffrir.



## BCE: LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN QUESTION ?

Le **message de la BCE** peut apparaître complexe à interpréter.

Dans son introduction, **Christine Lagarde** évoque dans le **même paragraphe**, l'**augmentation presque sûre de 50 points** de base des taux de la BCE tout en indiquant que les **mesures** qui seront **prises dans le futur**, donc en mars, **dépendront** de l'évolution **des données**.

Qui a raison ? L'annonce de la hausse du 50 points de base est du "forward guidance" pour orienter les anticipations des investisseurs, mais être dépendant des données suggère que la décision qui sera prise dépendra des évolutions constatées en mars.

L'autre point d'interrogation porte sur l'**efficacité de la politique monétaire**. En janvier 2023, le **taux d'inflation recule** mais le **taux d'inflation sous-jacent est à son plus haut niveau** historique alors que la BCE a un langage fort depuis juillet. La baisse du prix de l'énergie qui tire l'inflation vers le bas n'est pas du ressort de la BCE.

Ce qui est constaté est que la **hausse des prix de l'énergie se propage à l'ensemble de l'économie**. C'est ce que l'on peut lire dans la contribution plus élevée du prix des biens par exemple. Et **ce phénomène n'est pas terminé**. Dans une note publiée le 1er février, l'Insee indique que le **prix moyen des contrats** d'électricité aux professionnels **augmentera de 84%** en 2023 par rapport à 2022. Comme le suggérait déjà en décembre la note de conjoncture de l'Insee, une partie de ces hausses passeront en hausse des prix des entreprises à leurs clients.

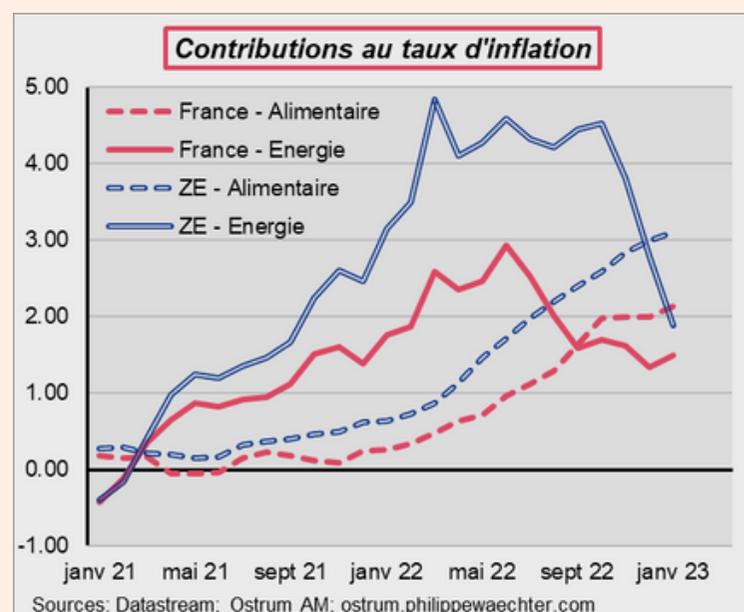
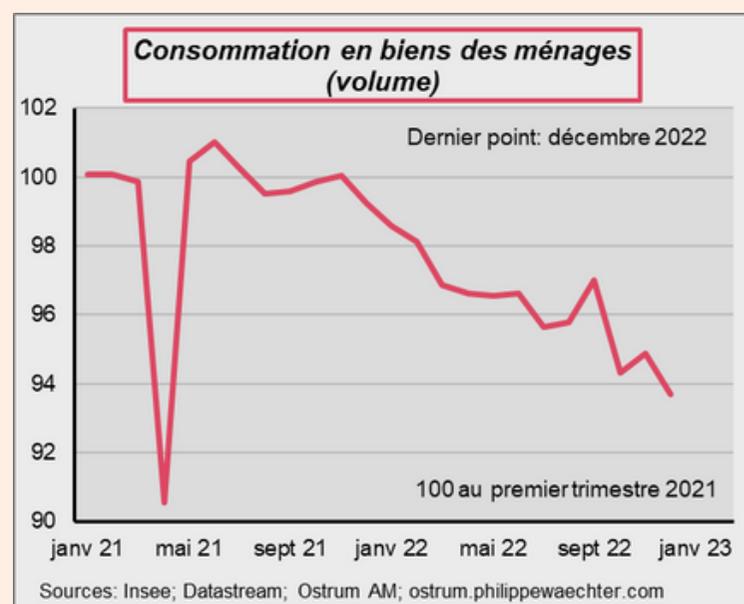
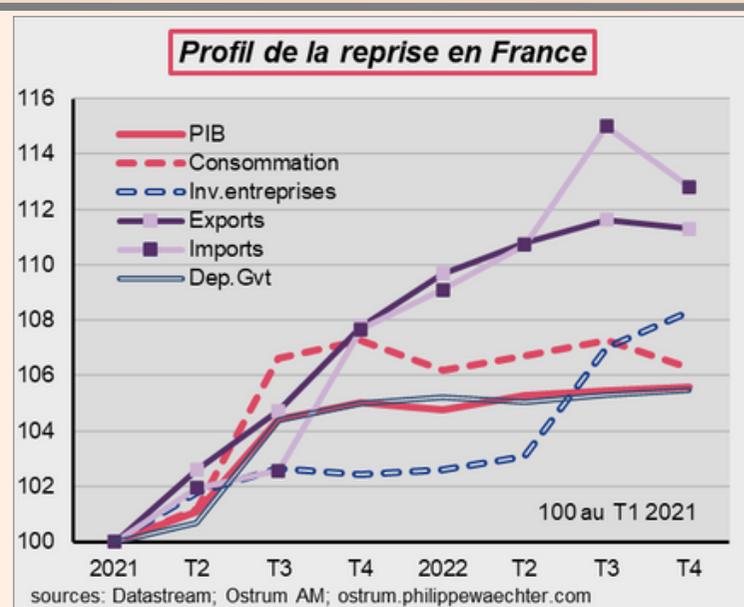
Ce **mécanisme alimentera** forcément **l'inflation sous-jacente**. Mais dans ce cas, si la propagation du prix de l'énergie dans la formation des prix des entreprises est le vecteur principal de hausse de l'inflation sous-jacente, alors **quelle est l'utilité du durcissement de la politique monétaire** puisqu'elle ne contrôle pas cet effet de contagion ?

L'idée alors est de ne pas laisser se propager de façon excessive des mécanismes créant de la persistance dans l'inflation. L'indexation des salaires a été écartée presque partout, pas la Belgique, et la BCE doit éviter les éléments de persistance dans la formation du prix des entreprises.

Mais **jusqu'où faudra-t-il aller ?** Les banques deviennent plus restrictives et la **demande de crédit baisse** et avec elle l'investissement des entreprises et l'immobilier des particuliers. A quoi faut-il s'attendre ? A une récession marquée mais avec des prix de l'énergie toujours très élevés ? C'est le chemin que prend la BCE d'autant que si les prix de l'énergie restent chers mais sans chocs, les gouvernements seront moins généreux et ne soutiendront plus la demande comme cela avait été fait en 2022.

Définitivement, sur le plan conjoncturel, **l'année 2023** risque d'être **plus compliquée que 2022**. Les conditions financières sont plus restrictives pour tous, le prix de l'énergie sera élevé et répercuté par les entreprises alors que les gouvernements seront plus modérés dans leurs interventions.

### CROISSANCE FRANÇAISE: PEU VIGOUREUSE EN 2022



En **France**, le **PIB** a progressé de **0.1%** au cours des trois derniers mois de 2022. Sur **un an**, la hausse de l'activité n'est que de **0.5%** alors que la **croissance en moyenne** annuelle est de **2.6%**. L'acquis en début d'année 2022 était de **2.3%**.

En début d'année **2023**, l'acquis à la fin 2022 n'est **que de 0.3%**. Si le PIB reste au même niveau qu'en T4 2022, la croissance moyenne serait de **0.3%** en 2023.

Le premier graphe permet de **comprendre la source du 0.1%** du dernier trimestre. La consommation recule, les exportations reculent mais surtout les importations reculent vivement. La hausse de l'investissement et les dépenses publiques compensent à peine les replis constatés. La **contribution** de la **demande interne** est de **-0.2%** au T4, celle des **stocks** de **-0.2%** et celle du **commerce extérieur** de **+0.5%** (dont **+0.6%** pour les importations).

Cette fragilité conjoncturelle se lit de façon brutale dans l'allure de la **consommation de biens** des ménages. Cet indicateur a **reculé de plus de 6%**, en volume, depuis le premier trimestre de 2021.

La phase de reprise et d'euphorie n'a pas été longue et cela se constate aussi sur le premier graphe.

L'allure hors dépenses d'énergie est la même.

Le bouclier énergétique a limité les pertes de pouvoir d'achat en transférant des montants considérables vers les ménages, réduisant la chute des dépenses.

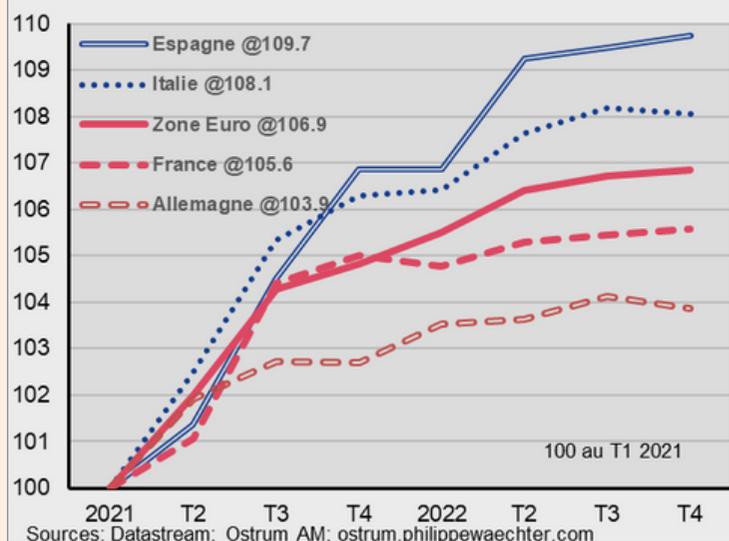
Le **taux d'inflation** est légèrement remonté à **6%** en janvier contre **5.9%** en décembre. Dans le même temps, l'inflation de la zone Euro ralentissait.

La principale source de **divergence** est l'orientation de la **contribution de l'énergie**. Elle a franchement reculé en zone Euro (**-0.9%**) alors qu'elle progresse légèrement en France (**+0.15%**). Sur les produits alimentaires, la hausse est équivalente. **La politique économique** sort partiellement du bouclier et provoque des **fluctuations spécifiques** à la inflation en France.



### CROISSANCE EN ZONE EURO, CONJONCTURE ET EMPLOIS US

Profil du PIB en zone Euro

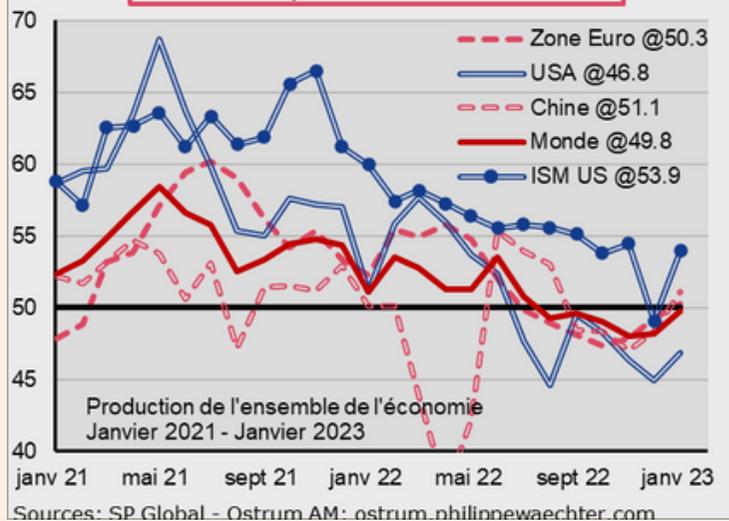


Le taux de croissance du **PIB** en **zone Euro** a été très faible au dernier trimestre de 2022. En conséquence, la croissance sur un an au dernier trimestre est beaucoup plus réduite que la croissance moyenne sur l'année. Une autre conséquence est l'**acquis de croissance** réduit à la fin 2022 pour 2023. Cela limite le chiffre de croissance attendu pour l'année qui s'ouvre (à comparer avec l'acquis fin 2021 pour 2022).

	Zone Euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	US
Croissance 2022	3.5	2.0	2.5	3.9	5.5	2.1
Var. Q4 22/Q4 21	1.9	1.1	0.5	1.7	2.7	1.0
Var Q4/Q3 22	0.1	-0.2	0.1	-0.1	0.2	0.7
Acquis fin 22 pour 23	0.5	0.0	0.3	0.4	0.8	0.9
Acquis fin 21 pour 22	2.0	0.8	2.3	2.7	3.6	2.0
Croissance 2021	5.3	2.6	6.8	6.7	5.5	5.9
Croissance 2020	-6.3	-4.1	-7.9	-9.1	-11.3	-2.8

Sources: Datastream; Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com

Indicateurs composites de l'activité - Enquêtes SP Global



La **conjoncture**, vue au travers des enquêtes menées auprès des entreprises, se **redresse** très sensiblement. L'**indicateur mondial** est presque à l'**équilibre** et l'**ISM** américain a **nettement rebondi** effaçant le mauvais chiffre du mois de décembre. La **surprise** vient de la **reprise limitée** constatée en **Chine** après la levée des contraintes sanitaires. Le **rebond** est observé dans les **services de l'enquête officielle**. Celle du secteur privé n'est pas aussi optimiste. Dans le secteur **manufacturier**, les **commandes se contractent** dans l'enquête privée et se **stabilisent** dans l'enquête officielle. Attendons février.

USA - Variation annuelle des salaires



Paradoxe de l'**économie US**. Les **emplois** rebondissent vivement en janvier (+517 000), le **taux de chômage** est au plus bas depuis 50 ans (3.4%) mais les **tensions salariales** se réduisent.

Le **rapport de force change** entre les entreprises et les salariés. Les entreprises étaient prêtes à payer cher pour embaucher, ce n'est plus le cas. Désormais, parce que la forme d'incertitude a changé pour les salariés, les tensions salariales sont moins marquées.