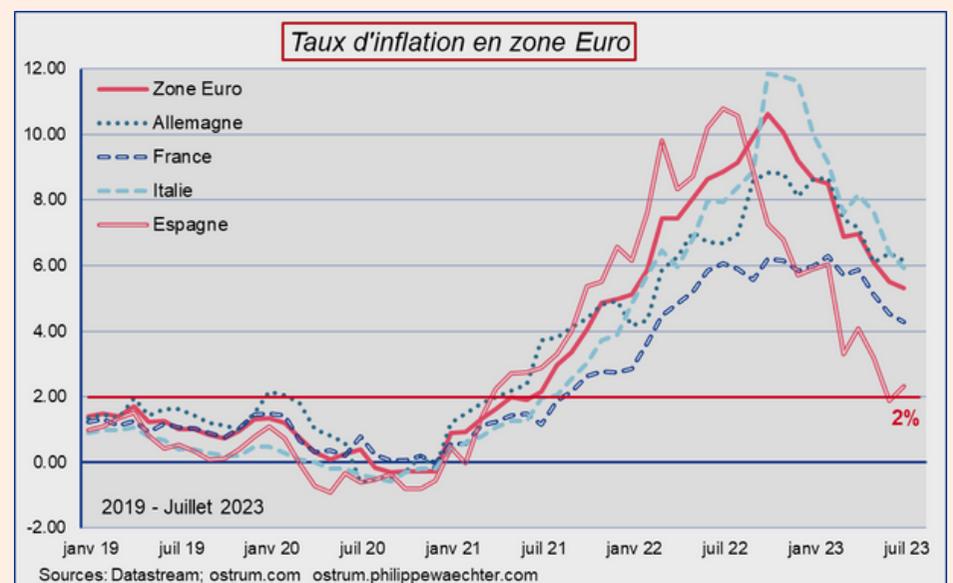


LES CLEFS DE LA SEMAINE

Les Brics à 11 ou la définition d'un nouvel équilibre mondial



- **Synthèse en 4 points (Page 2)**
- **Les Brics à 11 ou la définition d'un nouvel équilibre mondial (page 3 à 7)**
- **La conjoncture est moins porteuse pour la France cet été (Page 8)**
- **Activité en zone Euro, le risque de récession s'accroît (Page 9-10)**
- **La dynamique des salaires ralentit en Zone Euro (Page 11)**
- **Dynamique de l'Allemagne - Prix du Gaz (Page 12)**
- **Cette semaine: Inflation en zone Euro pour le mois d'août**





SYNTHÈSE EN 4 POINTS

1- Le nombre de pays s'accroît dans le groupe des Brics. Ils étaient 5 (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud). Ils **seront 11 à partir du 1er janvier prochain**. L'Arabie saoudite, l'Argentine, l'Égypte, les Emirats Arabes Unis, l'Éthiopie et l'Iran seront désormais dans le **groupe largement dominé par la Chine**. Hors Chine, le poids économique des 10 autres pays a peu évolué depuis le début des années 1990 alors que l'ensemble des Brics à 11 a gagné 15 points dans le PIB mondial. **Xi ne s'est pas caché de vouloir faire du groupe un levier économique et politique.**

C'est un regroupement qui **change l'équilibre global** notamment sur **l'énergie**, élément clé de la transition énergétique. J'évoque ce point notamment dans l'édito de cette publication.

2- Jackson Hole Les **interrogations sur l'allure des taux d'intérêt reflètent celles associées à la politique monétaire** menée notamment aux US par la Federal Reserve. Les tergiversations de Jay Powell et du FOMC (comité de politique monétaire) sur l'allure de l'inflation ont créé de l'incertitude. **Powell à Jackson Hole n'a pas franchement permis d'y voir plus clair**. Il a indiqué durcir le ton mais sans donner un cadre qui aurait renouvelé la crédibilité de la banque centrale US. C'est une occasion manquée de savoir et de comprendre le modèle que la Fed a en tête pour mieux comprendre et réduire l'incertitude associée à la politique menée.

3- Jackson Hole Christine Lagarde a davantage répondu aux attentes constatant que **l'effet de la politique monétaire restrictive n'est pas cohérent avec ce qui était observé par le passé**. Elle indique **trois ruptures majeures**, sur le marché du travail, sur la transition énergétique et sur l'équilibre global qui font que le cadre a changé.

Habituellement, le **cycle** économique fluctuait autour d'une tendance et était **conditionné** par la **demande**. La politique monétaire pouvait être efficace en contraignant la demande si nécessaire. Elle indique que **désormais la dynamique** est probablement davantage **conditionnée** par les **chocs d'offre**. On l'a vu avec les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement, dans les tendances plus protectionnistes et leurs conséquences inflationnistes. **Dans un monde globalisé, agir sur la demande locale peut manquer d'efficacité.**

Christine Lagarde s'interroge donc sur ces changements et les **conséquences sur la politique monétaire et son efficacité**. Plus qu'auparavant, la politique monétaire doit être calibrée à partir d'approches plus variées que par le passé. La complexité accrue du monde complique les décisions à prendre par les banques centrales et elles doivent désormais disposer d'une approche plus large et plus diversifiée que par le passé.

4- La conjoncture globale est moins porteuse en Europe. Les inquiétudes s'accroissent sur la situation en zone euro. La demande interne est réduite, le consommateur subit des pertes de pouvoir d'achat et des taux d'intérêt plus élevés. Dans le même temps, les impulsions externes sont réduites et les gouvernements sont moins dépensiers. Cela pourrait se traduire par un **retournement sur le marché du travail** au second semestre créant des risques sociaux plus marqués. Ce sera l'enjeu des prochains mois.



Les Brics à 11 ou la définition d'un nouvel équilibre mondial

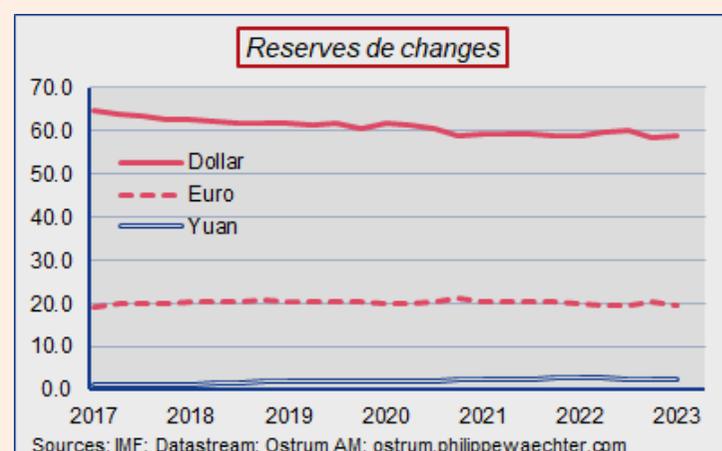
L'élargissement des Brics pour passer de 5 à 11 pays n'a rien d'anecdotique, c'est un changement radical de l'équilibre global.

Jusqu'à présent le groupe des Brics (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) n'était qu'une construction intellectuelle d'un brillant économiste d'une banque d'affaire américaine. Ces 5 pays pouvaient partager des intérêts communs mais le poids total du groupe n'était que la somme du poids de chacun des pays. Ce n'était en aucun cas, une construction capable de rivaliser avec les pays développés.

Les Brics tiraient principalement leur poids géopolitique de l'essor de la Chine depuis une vingtaine d'années, de l'espoir longtemps déçu que représente l'Inde ou encore de la crainte belliciste qu'entretenait la Russie avant l'invasion de l'Ukraine.

Récemment, les Brics avaient enclenché des discussions sur la dédollarisation des échanges internationaux. Ce mouvement, largement relayé par la presse, manque de crédibilité en raison de l'emprise encore considérable du billet vert sur toutes les transactions qu'elles soient commerciales ou financières.

Pour qu'un éventuel basculement ait un sens il aurait fallu mettre en face du billet vert une monnaie faisant l'unanimité. Pour l'instant ce n'est pas le cas. En finance internationale s'applique l'anti-loi de Gresham qui dit que la bonne monnaie chasse la mauvaise. Qu'elle aurait la bonne monnaie susceptible de chasser la mauvaise, le dollar dans le cas présent ?



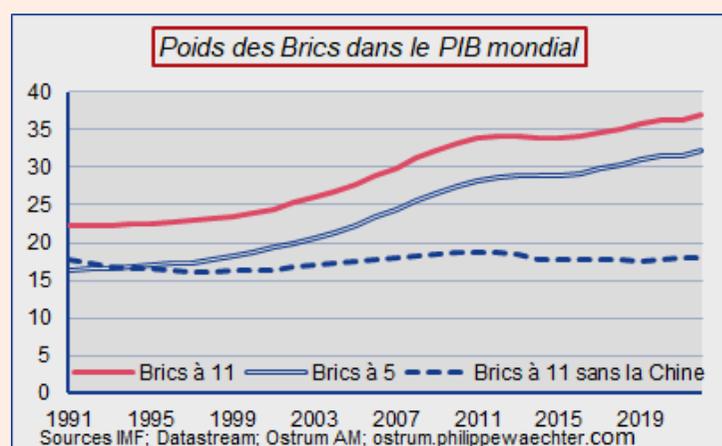
Le yuan chinois n'est en aucun cas suffisamment important dans les réserves des banques centrales pour tenir ce rôle (un graphique du Financial Times a circulé la semaine dernière en reprenant les données sur le dollar et le yuan et en mettant la part du yuan sur l'échelle de droite donnant le sentiment que la monnaie chinoise concurrençait le billet vert.)



En outre, en raison du temps nécessaire pour modifier en profondeur les dynamiques financières, cette opération aurait pris un temps fou. D'autant plus long que l'on ne connaît pas la monnaie de substitution (le passage du sterling au dollar a occupé la période de l'entre-deux guerres mondiales). Ce ne peut donc pas être un facteur rapide de basculement du monde.

* * *

L'élargissement du groupe des Brics est un changement radical. L'équilibre du monde peut en être altéré de façon durable obligeant les pays développés à mettre en œuvre des stratégies internationales d'une nature nouvelle.



Mesuré en pourcentage du PIB mondial et en parité de pouvoir d'achat, le nouveau groupe représente 36% du PIB mondial en 2023 contre 32 % lorsque 5 pays seulement y participaient. Le point le plus important est de noter que sans la Chine, le poids des Brics à 10 dans le PIB mondial est stable depuis 1992.

Deux remarques:

Dans son **discours à Johannesburg** lors du sommet des Brics la semaine dernière, le président chinois Xi considère que les Brics sont l'avenir mais surtout que le groupement est un relai de la politique chinoise. La gouvernance mondiale doit être redéfini par Pékin accentuant ainsi le rapport de force avec l'Occident. L'élargissement des Brics a donc un fondement politique majeur.

La seconde remarque est que si le poids économique du nouveau groupe évolue peu par rapport à l'ancien, la **structure de ses ressources est bouleversée**. Le poids des énergies fossiles détenues par les Brics nouvelle version devient très important et compte tenu du rôle de celles ci dans la dynamique macroéconomique globale, c'est un **moyen de pression considérable pour la Chine de Xi**.



Trois points sur lesquels l'équilibre actuel est bouleversé

- Le premier porte sur l'**équilibre des ressources**. Le nouveau groupe associera deux des trois plus gros producteurs de pétrole (Arabie saoudite et Russie), un producteur majeur qu'est l'Iran. On pourrait dire des choses similaires sur le gaz.

La période est celle de la transition énergétique, celle où la consommation d'énergies fossiles devra diminuer. Ce regroupement des intérêts change résolument la donne.

Les **objectifs du nouveau regroupement ne seront pas nécessairement compatibles avec ceux des pays développés** au risque de marginaliser la production américaine tout en faisant revenir l'Iran dans le concert des nations

En outre, en s'inscrivant dans le groupe des Brics, l'Arabie saoudite qui était l'ami des US au Moyen Orient accentue une politique de défiance vis à vis de Washington. Sur la question énergétique cela sera important car les Brics ont une production qui représente désormais plus de 2 fois celle des Etats-Unis.

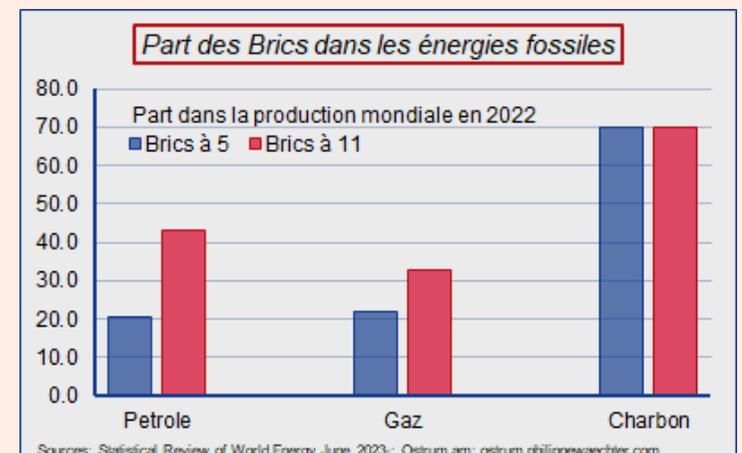
- Le **second point est celui de la lutte contre le changement climatique**.

En 2009 au **sommet de Copenhague (COP15)**, le point d'achoppement a porté sur les contributions très déséquilibrées au carbone dans l'atmosphère des pays développés par rapport aux pays émergents. Les premiers émettent moins mais le stock de carbone dans l'atmosphère leur incombe. Alors que pour les seconds, les stocks accumulés sont réduits mais les émissions actuelles sont très importantes. Il y a un effet rattrapage marqué du sud par rapport au nord.

En conséquence, **les pays du sud considèrent qu'ils ne peuvent être soumis aux mêmes contraintes que les pays du nord**.

L'histoire n'est pas la même entre les types de pays et les émergents souhaitent pouvoir se développer sans contraintes excessives résultant de la transition énergétique. C'est sur ce point qu'avait achoppé la COP15.

Cette **question va ressurgir** car le rapport de force ne sera plus le même. On peut imaginer que le nouveau groupe va se structurer davantage créant ainsi des organes de négociation et de pression. Le contexte change.





Les discussions de la COP28 à Dubaï risquent d'être bouleversées par ce nouvel équilibre en devenir

De façon connexe, ce changement d'équilibre dans la négociation sur le changement climatique va dans le sens des tenants de la décroissance qui considèrent que la question des émissions doit obliger les pays développés à réduire les inégalités en étant ceux qui feront l'effort le plus important pour réduire les émissions. **Pour les pays développés cela peut être une source de perturbation sociale, notamment en Europe.**

- **Le troisième point de changement est technologique.** Depuis près d'une dizaine d'années, les tensions entre les Etats-Unis et la Chine se sont accentuées portant principalement sur les questions technologiques.

La Chine au début de son rattrapage économique a bénéficié d'importants transferts de technologies lui donnant les moyens de disposer, à terme, d'un avantage face aux américains sur certaines innovations comme la 5G ou l'intelligence artificielle.

Le coup de frein de Trump sur des entreprises spécifiques a été suivi d'un coup d'arrêt américain lorsque Biden arrivant à la Maison Blanche a bloqué les contrats sur les semi-conducteurs. Cela n'a cependant pas empêché la Chine de continuer à investir. Huawei reste une entreprise redoutable en dépit de l'arrêt des transferts américains.

J'évoque ce point au moment où l'Inde vient d'envoyer un engin sur la Lune sur une face non explorée jusqu'alors. Le nouveau groupe s'il se structure disposera d'une puissance technologique majeure

Là aussi **si le nouveau groupe se structure**, il pourrait disposer d'une **technologie de premier ordre** étant alors à même de **définir un standard technologique différent** de celui des pays développés.



Ces trois points suggèrent un équilibre géopolitique d'une autre nature avec une dimension politique sur plusieurs aspects.

Le **premier** est d'une certaine manière la **normalisation de la Russie**. Elle est intégrée désormais dans un groupe qui rassemble la moitié de la population mondiale et plus d'un tiers du PIB global.

Le **second** est aussi la **réhabilitation de l'Iran** condamné par les Etats-Unis sur la question nucléaire et soumis à des sanctions très contraignantes. C'est un choix politique fort de la Chine.

Le **troisième point** est que la structuration du **nouveau groupe avec des institutions**, au delà de la Nouvelle Banque de Développement dont le siège est à Pékin, va **modifier en profondeur le rapport de force international**. Le monde globalisé et coopératif a vécu.

Pour les **pays occidentaux, la situation évolue rapidement**.

D'abord sur le plan énergétique. La **dépendance aux Brics s'accroît notamment sur les énergies fossiles mais aussi sur nombre de matières premières**. La question de la transition énergétique se pose d'une façon différente. On sait que la transition doit passer par moins de consommation d'énergies fossiles mais cela peut passer par une **plus grande volatilité du prix** ce qui pourrait avoir un caractère déstabilisant.

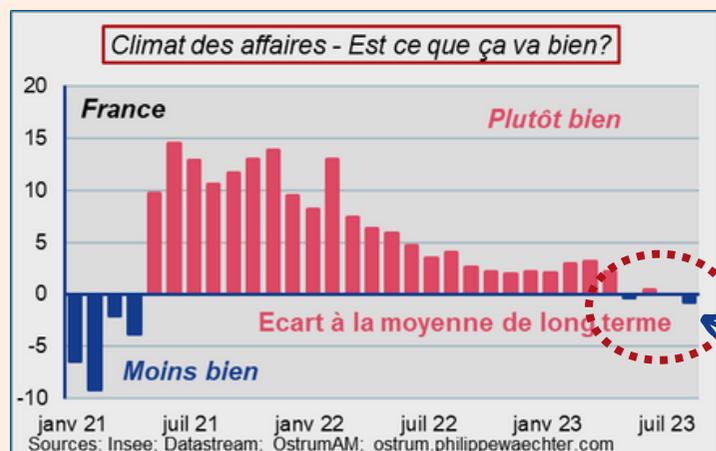
L'**autre point politique** est que les tensions observées depuis quelques années portent sur les **relations entre la Chine et les Etats-Unis**.

A la lecture du discours de Xi, la **Chine trouve de nouveaux alliés comprenant notamment l'Iran et renforçant l'intérêt de la Russie**. Ne doutons pas que **les Etats-Unis vont devoir trouver avec l'Europe un allié majeur dans cette nouvelle confrontation**, ce nouveau rapport de force.

Mais est ce l'intérêt de l'Europe ?

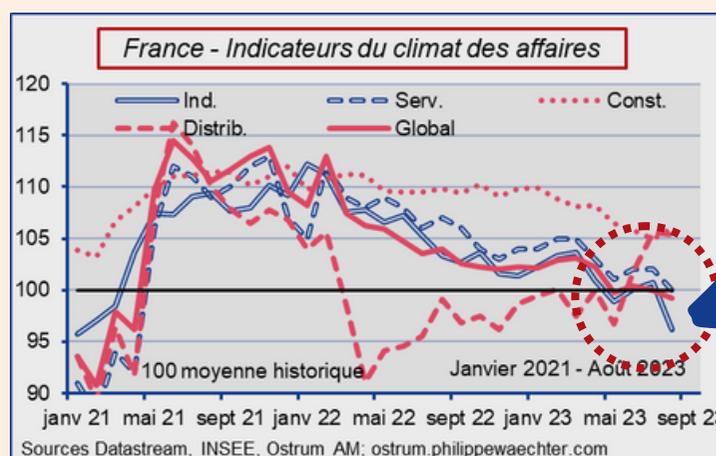
LA CONJONCTURE EST MOINS PORTEUSE POUR LA FRANCE CET ÉTÉ

A surveiller: l'allure du marché du travail. Ce n'était pas un point de préoccupation pour les français, cela pourrait le devenir



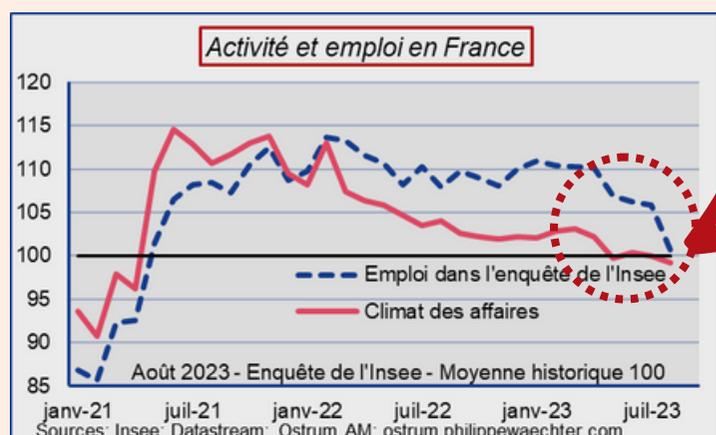
L'enquête sur le **climat des affaires** de l'Insee passe du **mauvais côté de la force**. Il s'inscrit sous sa moyenne historique (100 par construction). Sur le premier graphe, l'écart à cette moyenne passe en bleu.

Ce **ralentissement** est **cohérent**, même si moins marqué que celui donné par la **lecture de l'indice synthétique publié hier par SPGlobal**.



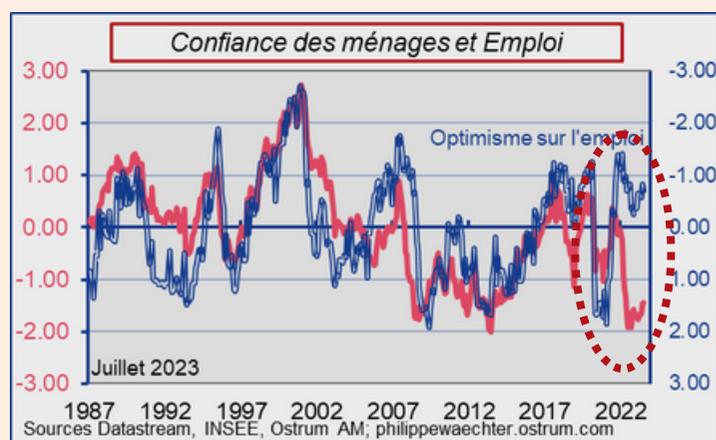
On constate que l'**industrie s'ajuste fortement** à la baisse passant nettement sous la moyenne. Cela traduit une **demande interne réduite** et une **dynamique des exportations limitée**.

Le **point de préoccupation est l'inflexion marquée sur le marché du travail**. Brutalement, l'indice revient sur sa moyenne de long terme. L'**emploi n'était pas une source de souci, cela pourrait le devenir**.



Les ménages étaient inquiets mais cela ne provenait pas du marché du travail contrairement à ce que l'on avait observé par le passé. (la courbe bleue est en territoire optimiste sur le graphe).

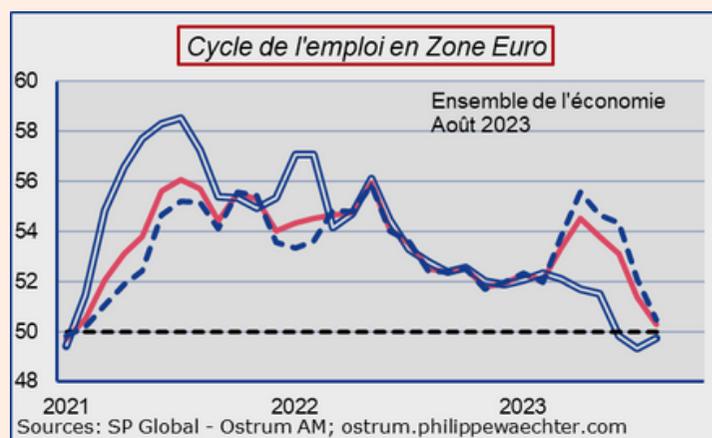
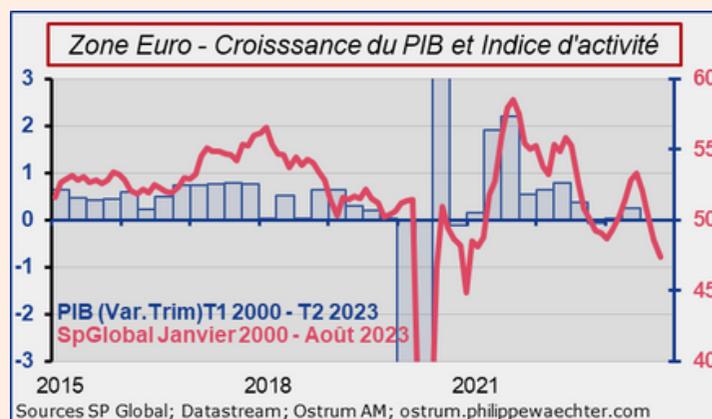
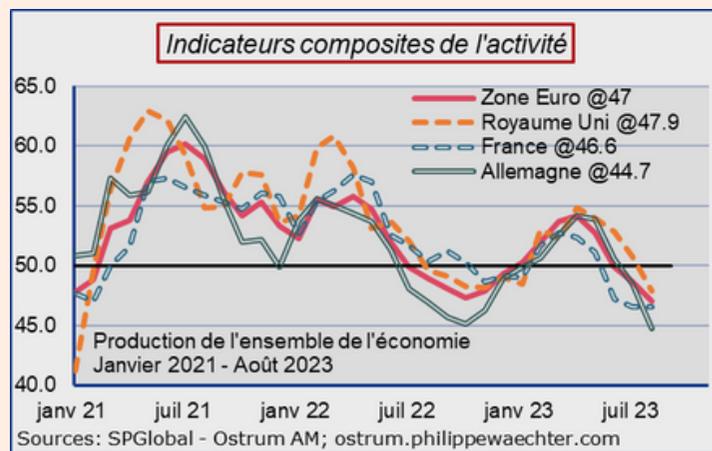
Si le marché du travail change d'allure, les ménages seront directement pénalisés. Le cycle peu dynamique jusqu'alors ne changera pas rapidement de profil. La croissance molle risque de s'installer.



Les données sur l'inflation restent très modérées cohérentes avec un taux d'inflation proche de 2% dans les prochains mois (graphe dans l'annexe)

ACTIVITÉ EN ZONE EURO, LE RISQUE DE RÉCESSION S'ACCROÎT

Les services ne portent plus l'activité globale et les embauches s'arrêtent



L'activité économique continue de ralentir au sein de la zone Euro selon les indices synthétiques SP Global. Pour l'ensemble de la zone, l'indice s'est inscrit à **47** (un indice inférieur à 50 suggère une contraction de l'activité sur le mois). C'est son niveau le **plus bas depuis novembre 2020**.

L'indice français est stabilisé à un niveau très bas (46.6) alors que l'indice allemand continue de chuter (44.7), au plus bas depuis Mai 2020. Le niveau est plus bas qu'au printemps 2022 lorsque l'Allemagne subissait la terrible crise énergétique résultant du conflit en Ukraine et de la hausse spectaculaire du prix du gaz. **L'Allemagne est un peu l'homme malade de l'Europe et sa dynamique politique interne ne nous rassure pas.**

Le niveau de l'indice synthétique sur le deuxième graphique suggère qu'une contraction du PIB n'est pas à exclure sur la deuxième partie de l'année.

Dans le détail, pour la zone Euro, **les deux secteurs manufacturier et services se contractent en Août.**

(graphe dans l'annexe). Le **secteur manufacturier** (leader du cycle) **ne rebondit pas franchement** (annexe). Les commandes et la production continuent de se contracter. La demande externe est faible et la consommation des ménages est étale.

La **nouveauté de cette enquête est le ralentissement brutal de l'indice Emploi**. Dans **les services, le mot d'ordre est désormais de stopper les embauches**. Cela ne va pas booster le moral des ménages qui pensaient jusqu'alors que l'emploi n'était pas le problème principal.

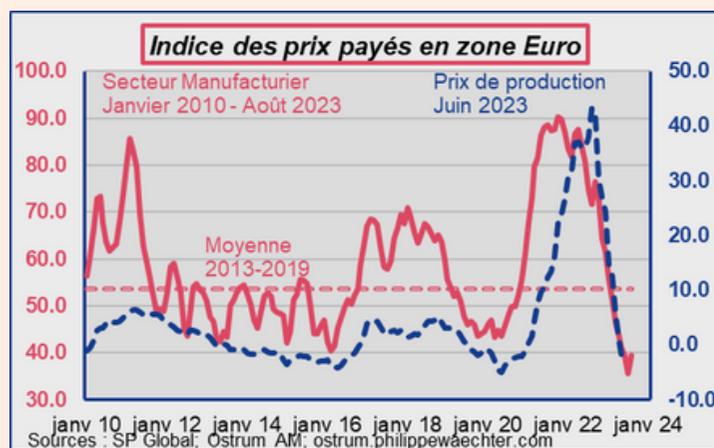
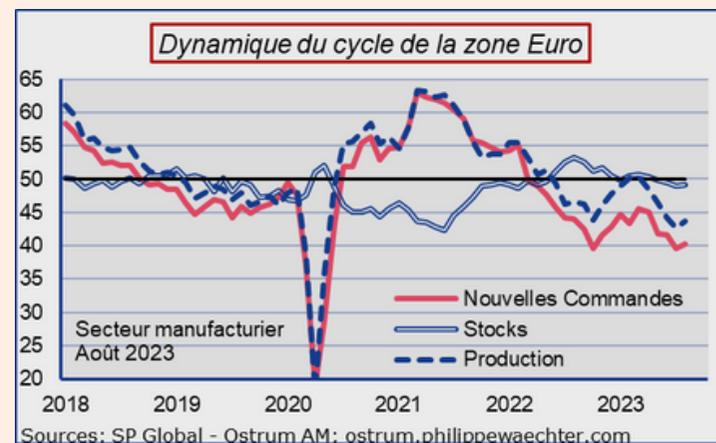
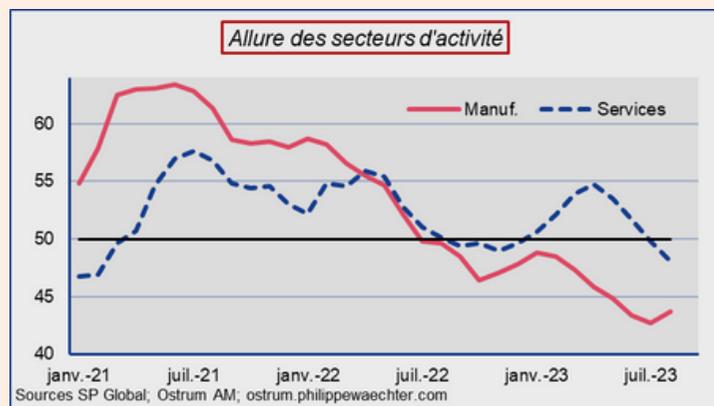
Ce contexte est peu inflationniste, la BCE devrait finir par s'en apercevoir. Christine Lagarde évoque cette nouvelle donne. La BCE s'approche vite de la fin du resserrement monétaire.

Annexe Graphique

France

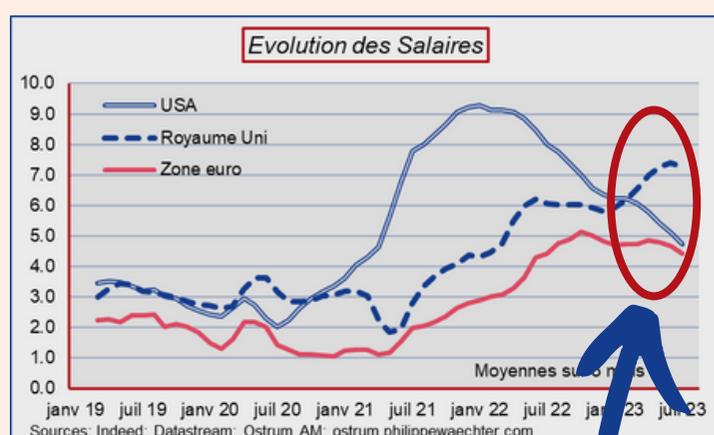
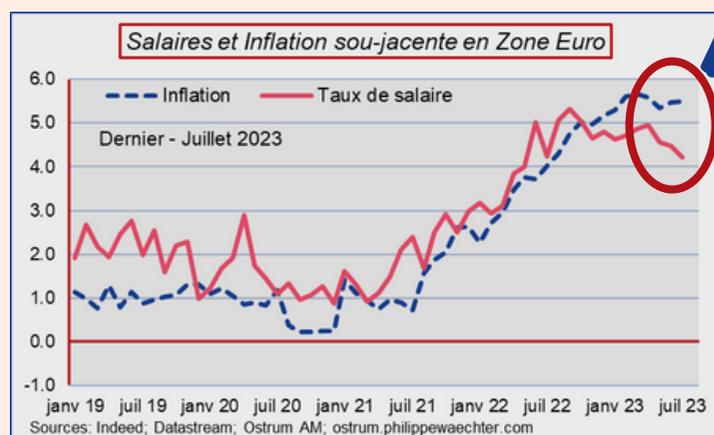
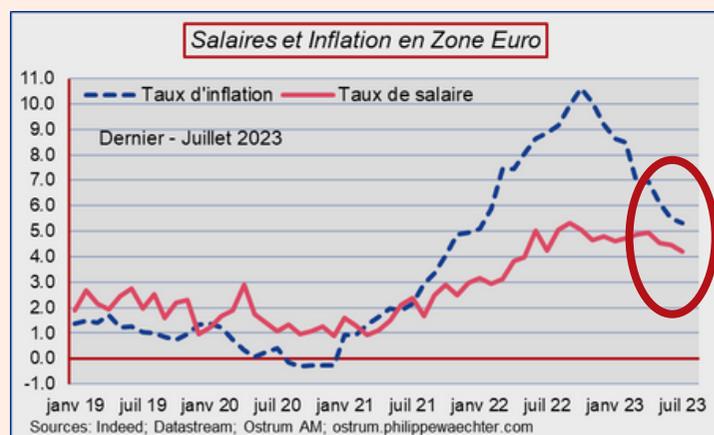


Zone Euro



LA DYNAMIQUE DES SALAIRES RALENTIT EN ZONE EURO

L'inflation va ralentir plus vite qu'attendu par la BCE



En juillet, les **salaires en zone Euro**, mesurés via le site Indeed, progressent de **4.2%**. C'est le chiffre le plus faible depuis juillet 2022. A titre de comparaison, le taux d'inflation en juillet était de 5.3%.

Comparé au taux d'inflation sous-jacent, on constate un reflux beaucoup plus rapide des salaires que de cette mesure de la hausse des prix. Cette situation est favorable aux entreprises.

Qu'attendre des prochains mois ?

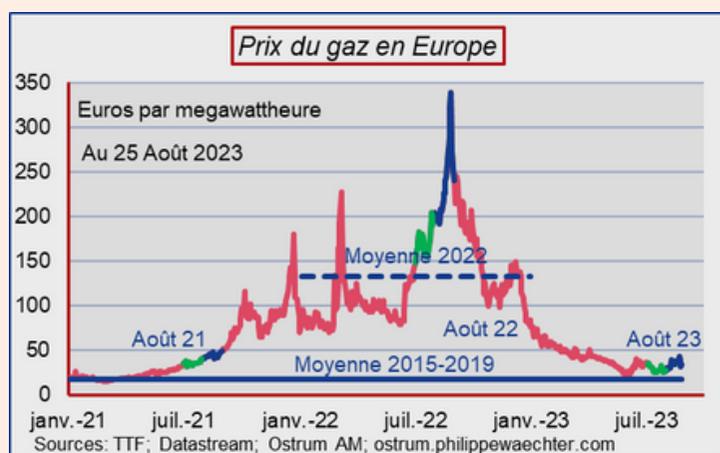
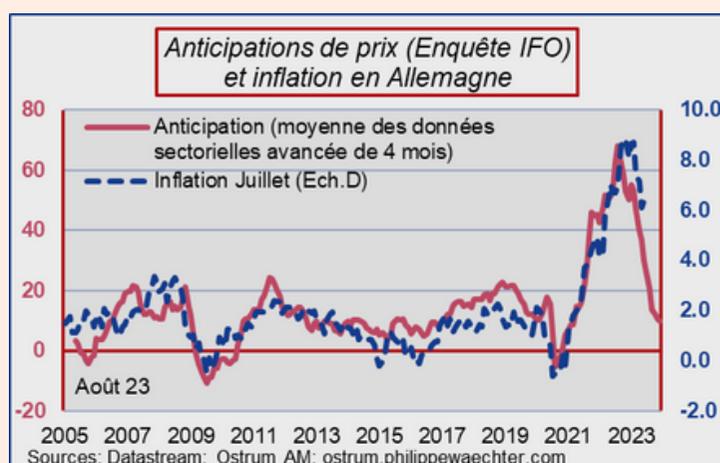
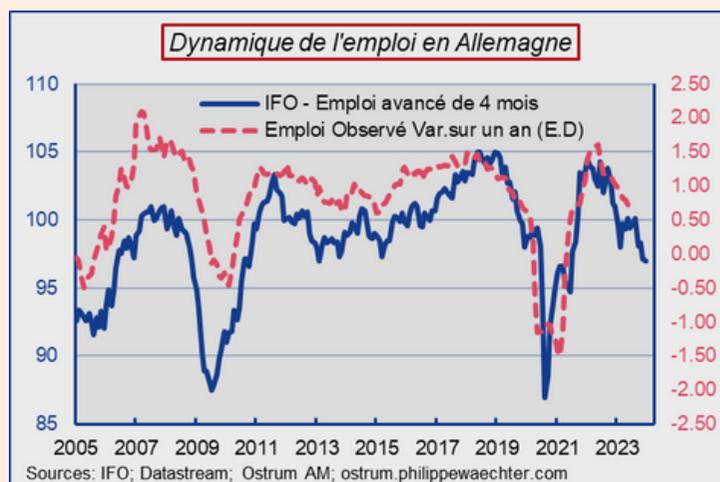
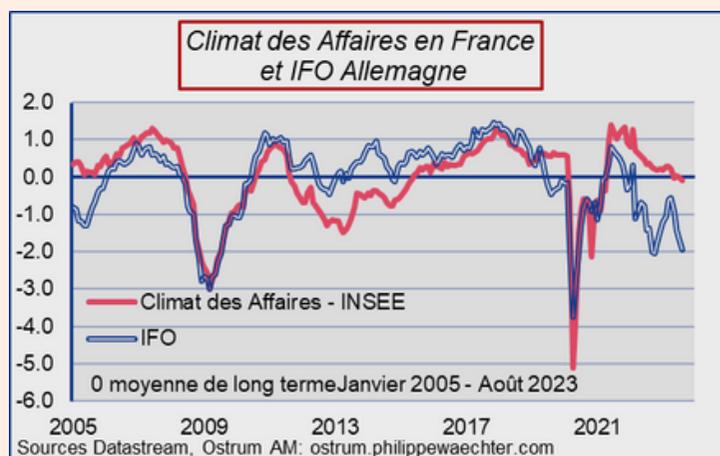
Les négociations salariales se font sur l'inflation passée lors d'un choc inflationniste. L'inflation ralentit vite, cela se traduira par une évolution à la baisse de la progression des salaires. Ce mécanisme de négociation sera accentué par le ralentissement de l'activité et une situation a priori moins tendue sur le marché du travail. Les pertes de pouvoir d'achat ne seront pas rattrapées rapidement.

L'inflation sous-jacente sera tirée vers le bas plus vite qu'attendu par la BCE

Sur le dernier graphe, on voit la particularité de la Grande Bretagne. Elle subit sa propre mise à l'écart du monde.



DYNAMIQUE DE L'ALLEMAGNE - PRIX DU GAZ



L'inflexion de l'activité en France et en Allemagne se lit dans les enquêtes de l'**Insee** et de l'**IFO**. L'indice du climat des affaires passe au-dessous de 100 et l'**indice allemand recule proche de son niveau le plus bas de l'automne 2022**.

C'est l'indice de situation courant qui s'étirole depuis le début de l'été. L'indice des anticipations à 6 mois avait reculé depuis le début du printemps.

La situation conjoncturelle dégradée en Allemagne se traduit par des **attentes sur l'emploi en repli significatif**. Dans la partie emploi de l'enquête IFO (en bleu sur le graphe), le point haut du premier semestre 2022 est désormais bien loin. Cela devrait se traduire par un **net ralentissement voire une contraction de l'emploi effectif au cours des prochains mois**. La demande interne médiocre (-0.5% pour la consommation en T2 sur un an) risque de se prolonger au deuxième semestre de cette année rendant la **récession allemande inévitable**.

La **demande médiocre** devrait se traduire effectivement dans un **ralentissement de l'inflation** au cours de la seconde partie de l'année.

L'alerte sur le **prix du gaz** s'estompe mais n'est pas encore totalement levée. Depuis 3 semaines, la volatilité du prix du gaz s'est accentuée en raison d'un risque de grève en Australie (gros pourvoyeur de gaz liquéfié en Asie). Il semblerait qu'un accord puisse être trouvé sur les salaires et les conditions de travail. Mais le mot d'ordre de grève pour le 1 septembre n'est pas levé. Attendons