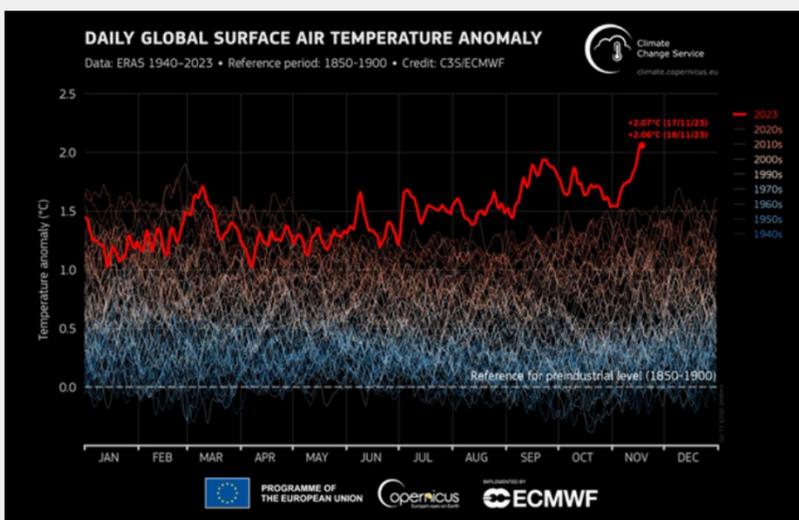




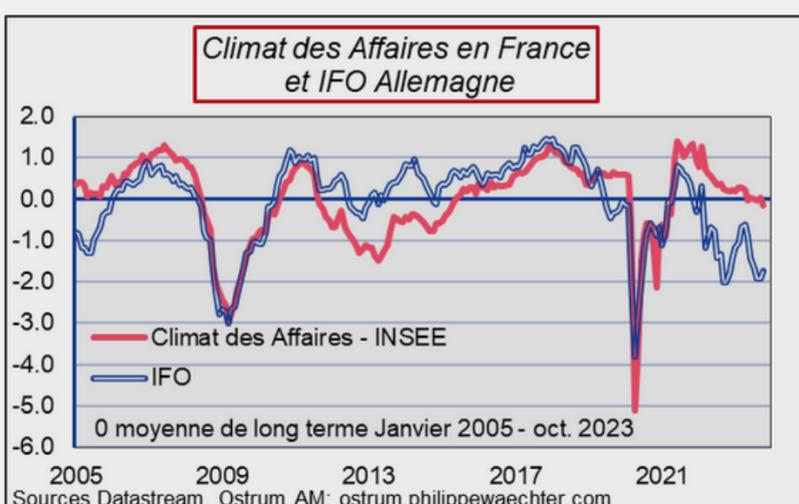
LES CLEFS DE LA SEMAINE



**Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:
Jamais il n'avait fait aussi chaud sur terre qu'en novembre 2023**



A suivre cette semaine



- La cour constitutionnelle de Karlsruhe et le changement climatique
- Les 2°C ont été dépassés les 17 et 18 novembre. A 10 jours de la COP28 cela fait mauvais genre.
- La France n'entre pas dans la bonne trajectoire pour converger vers la neutralité carbone en 2030 déjà mais surtout en 2050.
- Javier Milei, nouveau président argentin. Les Argentins sont mécontents du passé, pas sûr qu'ils chérissent l'avenir.
- Les entreprises boudent la Chine au troisième trimestre 2023.
- Le tournant du marché du travail en France au cours de l'été.
- Les maisons neuves, en France, ne se sont jamais aussi mal vendues. Les stocks n'ont jamais été aussi élevés. Les prix s'ajusteront en conséquence.
- L'emploi en zone Euro est en hausse au troisième trimestre mais les chefs d'entreprise ne sont pas optimistes sur les embauches à venir.
- L'inflation US ralentit.
- En octobre, taux d'intérêt et taux d'inflation étaient au même niveau pour les pays du G4 (US, Allemagne, France, Royaume Uni). L'inflation ralentissant encore, les taux réels vont s'inscrire en positif dans la durée.
- Le taux de salaire ralentit en zone Euro. Et au regard de l'allure de l'inflation, son évolution va franchement freinée au cours des prochains mois. Pas de rattrapage de pouvoir d'achat.



La cour constitutionnelle de Karlsruhe est de retour

Le **gouvernement allemand** voulait utiliser un **crédit non dépensé** pendant la pandémie pour faciliter les investissements pour la **transition énergétique**. Cela représentait 60 milliards d'euros (1.5% du PIB) répartis sur plusieurs années.

La **cour a retoqué la procédure** car cela accroissait la dette publique. La procédure suspendue en 2021 en raison de la pandémie est remise en place en 2022 et c'est pour cela que la cour a sanctionné la coalition. Dès lors soit la dépense est abandonnée, ce qui ne favoriserait pas la transition énergétique, soit le gouvernement hausse la fiscalité, ce que les conservateurs ne souhaitent pas, soit le gouvernement réduit les autres dépenses pour financer cette dépense spécifique.

Cette décision est intéressante car elle pose **deux types de questions** :

1- **Les investissements pour la transition** vont être importants et portés par le **secteur public**. Les dépenses publiques d'investissement vont rapidement augmenter. Comment faire face ? La cour de Karlsruhe va-t-elle ralentir le processus ?

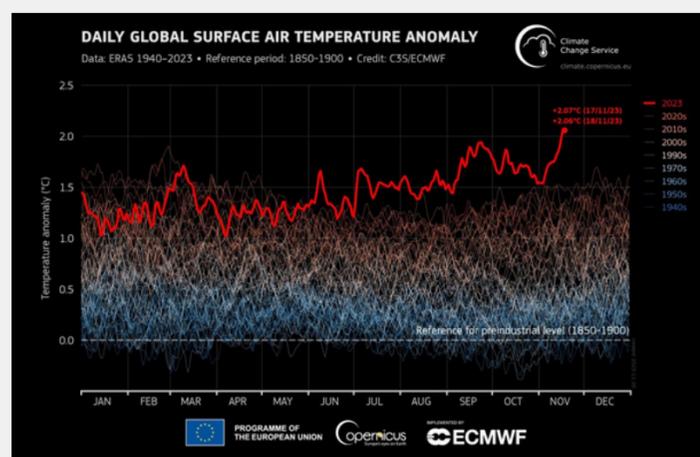
2 - A la fin de l'année, les **règles budgétaires européennes** vont à nouveau être opérationnelles. Comment vont elles s'inscrire dans ce monde qui se réchauffe trop vite ?

Finalement la cour de Karlsruhe va amener tout le monde à se poser les bonnes questions sur la **dynamique de la transition énergétique** et de son **financement**. Ce n'est pas mal.

La température du globe n'est plus sous contrôle

Les 17 et 18 novembre, la **température du globe s'est inscrite à 2°C** au-dessus de la moyenne pré industrielle (1850-1900). C'est la première fois et sûrement pas la dernière.

L'année 2023 sera la plus chaude jamais enregistrée et les évolutions constatées vont plus vite que les valeurs médianes des travaux du GIEC.



La France en retard sur la convergence vers la neutralité carbone

Selon un document lu par le site Contexte, les **simulations** de la stratégie bas carbone **n'arrive pas à converger vers la neutralité en 2050**.

L'objectif de 2030 n'est pas atteint non plus.

Pour **2030**, le **frein principal** à l'atteinte des -55% d'émission par rapport à 1990 est **le bâtiment**.

Pour **2050**, la **forêt qui ne joue plus son rôle de puit de carbone** qu'elle était censée avoir dans les exercices précédents. Les rapports récents sur la forêt française sont franchement préoccupants. (absorption divisée par 2 en 2021 par rapport à 2012)

Dans le document de l'administration, une autre source de préoccupation est la réindustrialisation ou encore l'électrification des véhicules.

Il serait temps d'avoir une vraie stratégie



Election présidentielle en Argentine

La facile victoire de Milei soulève plusieurs questions:

La première est la mise en avant d'une sorte d'**Internationale Conservatrice** qui applique des codes similaires aux USA avec Trump, au Brésil avec Bolsonaro, en Pologne et dans d'autres pays auxquels il faut ajouter désormais l'Argentine.

Cette internationale considère qu'il y a une caste à éloigner du pouvoir afin de retrouver les vraies valeurs sur le plan économique et politique. Cela passe par la perception d'un Etat minimum et donc un rôle plus marqué pour les marchés et le système privé. L'éducation et la santé ont ainsi été montrés du doigt par le nouveau président. Cela correspond aussi à la réduction des dépenses publiques et notamment les dépenses sociales afin que les signaux de marché ne soient pas faussés.

Le **deuxième point** est le **climato scepticisme** du nouveau président alors que la situation climatique globale se dégrade vite.

Le **troisième aspect** est la **volonté de dollariser l'économie**. L'idée est que dans un pays où le taux d'inflation est de 143%, en octobre 2023, il est nécessaire de disposer d'un ancrage stable pour stabiliser l'évolution des prix à la consommation. C'est le rôle attribué au billet vert.



Quelques remarques

1 - Ce **choix** n'est pas sans rappeler celui **fait dans les années 1990** avec une parité de 1 pour 1 entre le peso et le dollar. Cet épisode s'était achevé par une situation intenable dans la durée puisque la valeur de la monnaie appauvrissait les Argentins et rendait l'économie moins compétitive. La crise avait été terrible avec un défaut de la République d'Argentine qui n'a pu lever ensuite de capitaux pendant 15 ans sur les marchés internationaux.

2 - La dollarisation repose sur la substitution du dollar au peso. L'hypothèse explicite est que **la politique monétaire de la Fed, calée sur le cycle américain sera optimale pour l'économie agricole argentine**. Cela a deux conséquences immédiates

A- **Les riches argentins pourront ainsi transférer leur capitaux sur le marché US sans risque de perte de change**, comme dans les années 90.
B- **La surévaluation de la monnaie va appauvrir les argentins** avec des prix trop élevés et par perte de compétitivité de l'économie locale.

3 - **A court terme, la banque centrale argentine manque terriblement de dollars pour pouvoir rouler sa position externe**. Les contraintes et les exigences de la finance internationale va vite recalibrer les ambitions du nouveau président.

On peut comprendre les Argentins lassés d'une économie qui manque d'efficacité mais vouloir tout bouleverser pour réduire le poids de l'Etat et laisser les marchés devenir tout puissant n'a pas, dans un passé récent, été très efficace. **Ni Trump, ni Bolsonaro qui ne paraissent pas aussi radicaux n'ont réussi à rendre les économies américaine et brésilienne plus efficaces.**



Les investissements étrangers en Chine

Le 15 novembre, les autorités chinoises publiait le chiffre des **investissements directs étrangers** pour le 3eme trimestre 2023 . Pour la première fois depuis que les statistiques sont disponibles, 1998, **ce flux est négatif**

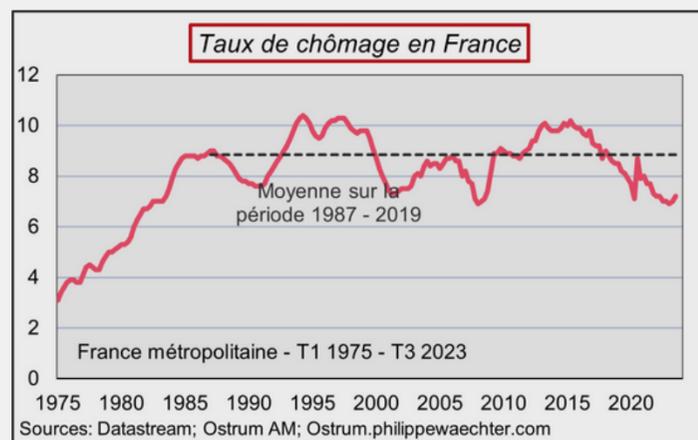


Le coup d'arrêt est très marqué. En 2022, ce chiffre était positif à 180 mds de dollars, il n'est plus que de 15 mds sur les trois premiers trimestres de 2023.

Le chiffre négatif des mois d'été est a confirmer mais on perçoit déjà depuis le début de l'année un **moins attrait pour le marché chinois**. Cela traduit les interrogations sur la **croissance de l'Empire du milieu**, sur la **forme de plus en plus centralisée des décisions prises** par le président Xi, sur les **doutes d'une économie chinoise** qui paraît incapable de rebondir rapidement et fortement mais aussi sur les **limitations de transferts technologiques** imposées par l'administration Biden.

Le taux de chômage en France

Au troisième trimestre, le taux de chômage est remonté à 7.2% pour la France métropolitaine soit 0.3 point de plus que durant les trois premiers mois de l'année. Le halo du chômage qui reflète les personnes souhaitant un emploi mais pas disponible ou ne recherchant pas activement augmente aussi.



Cette remontée modeste du taux de chômage reflète le **changement de régime sur le marché du travail en France**. Ainsi après avoir fortement progressé depuis la sortie de la pandémie, le niveau de l'emploi salarié privé stagne le printemps.

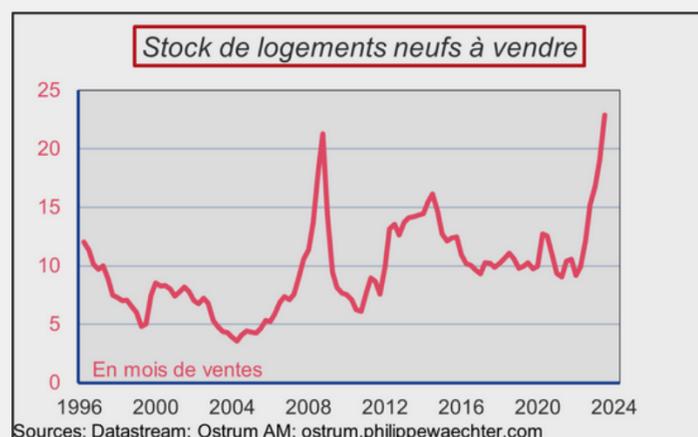


Ainsi également, la dynamique des inscrits à Pole Emploi en catégorie A (ceux qui ne travaillent pas du tout) s'est franchement ralentie.

Après plus de deux ans d'euphorie, le marché du travail en France change de régime au risque de créer de l'incertitude du côté des ménages. C'est le changement majeur des derniers mois.

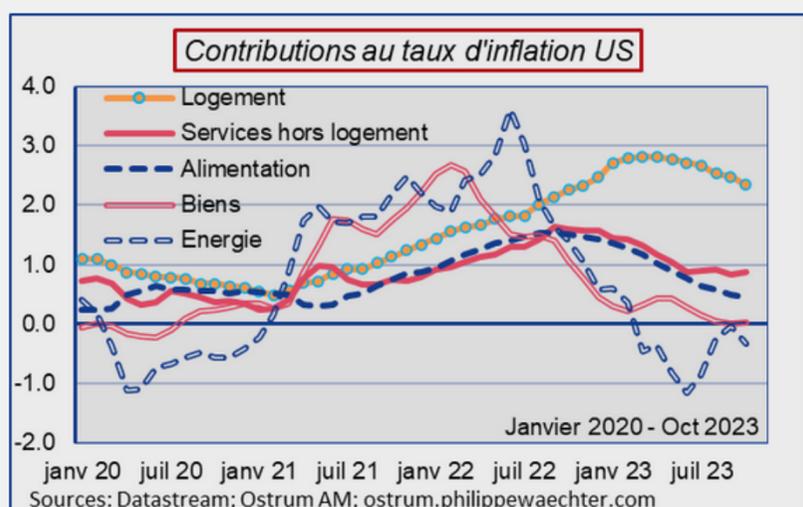
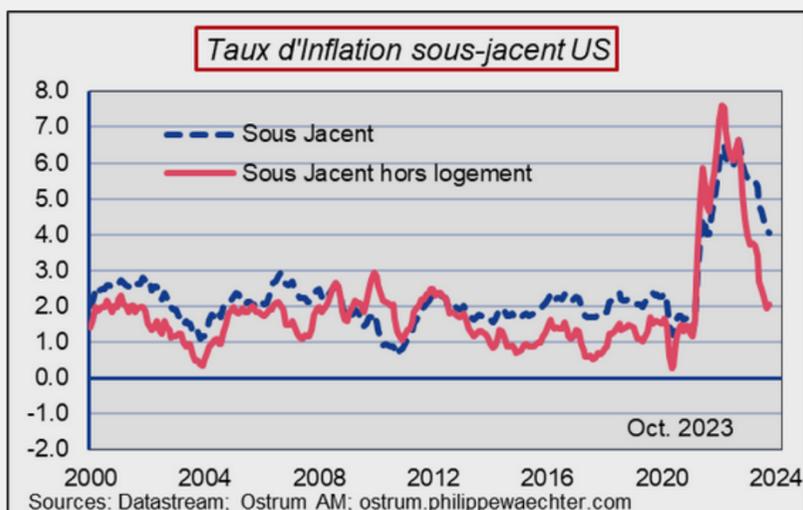
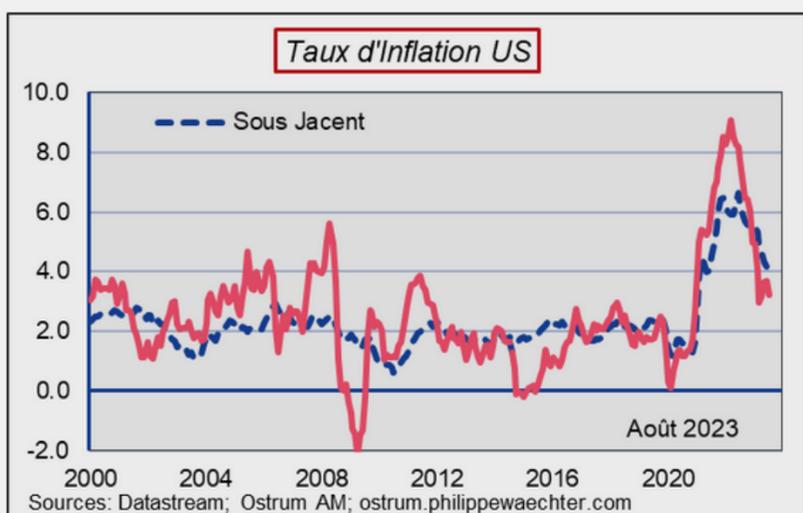
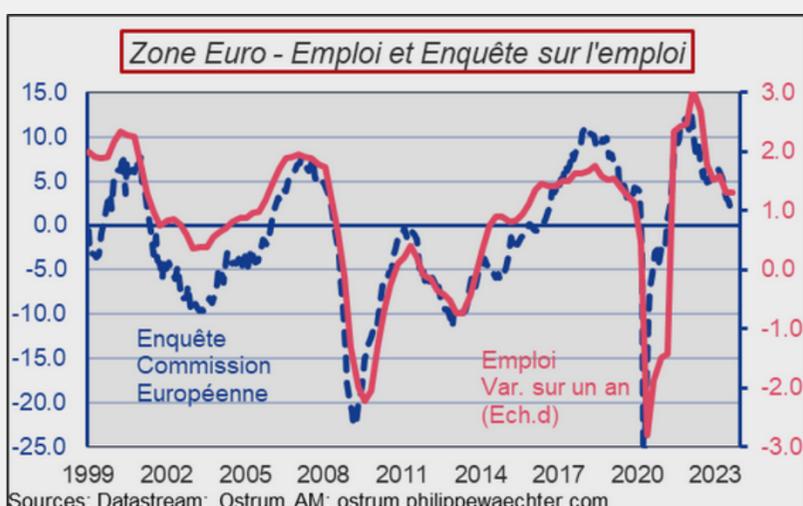
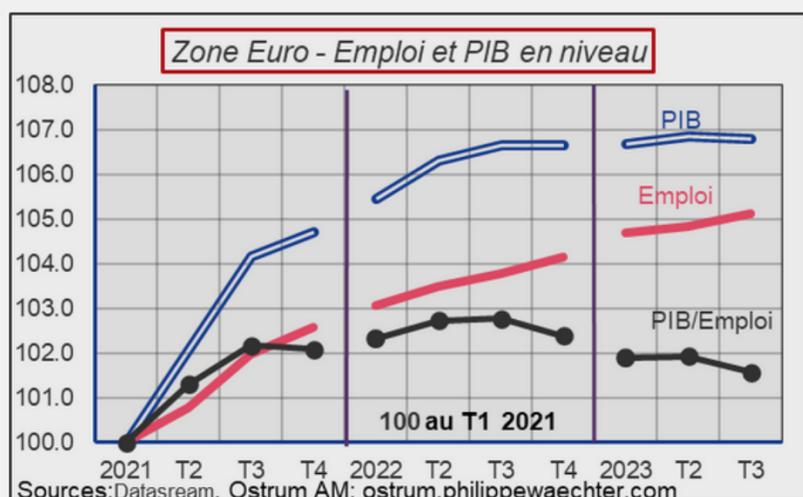
Les ventes de maisons neuves en France

Les ventes reculent encore de façon marquée au troisième trimestre. Mais le plus préoccupant est **le stock de logements neufs à vendre** (appartements et maisons). **C'est plus haut qu'en 2008**. Les **prix vont chuter** rapidement et fortement si **l'Etat n'intervient pas pour aider les promoteurs** (comme il l'avait fait en 2008)





Emploi en zone Euro et Inflation US



L'**emploi** a continué de progresser au cours de l'été au sein de la **zone Euro** et en dépit de la stagnation du PIB depuis deux trimestres. Cela traduit le caractère de **variable retardée de l'emploi**. L'emploi ne s'ajuste qu'avec retard à l'allure de l'activité économique. Cela se traduit par une **baisse de la productivité**, réduisant ainsi les possibilités d'adaptation des entreprises.

Celles-ci suggèrent dans les enquêtes, la courbe bleue pointillée, que l'**envolée du marché du travail est du passé**. L'équilibre de ce marché est en train de changer, les entreprises deviennent plus prudentes. **L'emploi va ralentir et le taux de chômage remonter en 2024**.

Le **taux d'inflation US** est revenu à 3.2% en octobre, comme en août. Le plus haut était à 9.1% en juin 2022 avec le pic du prix de l'énergie. Le **taux d'inflation sous-jacente** continue de ralentir, s'inscrivant à 4% contre un plus haut de 6.6% en septembre 2022.

On constate que **cet indice sous-jacent, hors logement, est installé à 2%** pour le deuxième mois consécutif. Les prix de la santé, des vêtements, des loisirs ou encore de l'éducation et des voitures ne connaissent plus une dérive aussi marquée que dans un passé récent.

D'ailleurs, l'analyse des contributions indique que toutes les **composantes sont orientées à la baisse**, même la composante logement. Seul le **prix des services** hors logement a une contribution stable. Le ralentissement des salaires devrait peser sur cette tendance.

L'inflation ralentira plus vite.



Taux d'intérêt réel positif: un nouveau monde s'ouvre

Nouveau changement de régime sur le marché de la dette, l'inflation et les taux d'intérêt de long terme font désormais **jeu égal**.

Il y a **un peu plus de deux années**, les investisseurs ont eu à faire face successivement à un taux d'inflation beaucoup plus élevé puis à une remontée spectaculaire des taux d'intérêt de long terme.

Le **mouvement** a été tel que le **taux d'intérêt réel**, mesuré comme l'écart entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation, **n'a jamais été aussi négatif**, même lorsque dans les années 1970s lorsque le taux d'inflation était le double de celui constaté depuis 2021.

(selon la métrique que j'utilise, le taux d'inflation moyen du G4 a été de 10.1% entre janvier 1974 et décembre 1982 et de 5.7% de mai 2021 à octobre 2023)

En octobre 2023, ce taux d'intérêt réel est à 0%.
Le taux d'intérêt moyen pour les pays du G4 est égal au taux d'inflation moyen de ces mêmes pays.

Trois remarques

1- Le taux d'intérêt réel va devenir durablement positif avec le ralentissement supplémentaire qui se dessine sur le taux d'inflation. Les banques centrales ne donneront pas immédiatement le signal de baisse des taux car l'incertitude demeure.

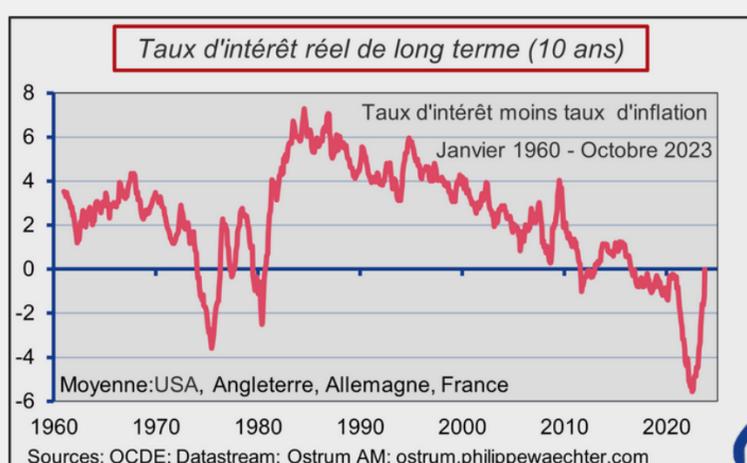
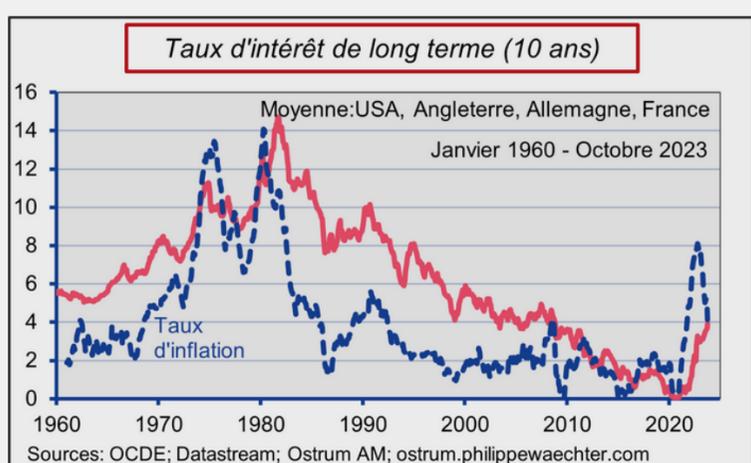
2- Une remontée de l'inflation, comme la deuxième jambe d'inflation des années 1970, n'est anticipable que **si l'on connaît une nouvelle crise énergétique**. A l'époque, la crise de pouvoir en Iran avait précipité le deuxième choc pétrolier. Une telle crise est toujours possible au regard du conflit entre le Hamas et Israël, mais ce n'est pas notre scénario de référence.

3- Il y a donc une configuration nouvelle qui se dessine sur le marché de la dette. Dans la durée, le taux d'intérêt réel va être positif. C'est un changement de régime radical. Dans les **années 1980**, une telle situation, avec des **taux réels très élevés**, n'a **pas été associée** à une **déprime** sur la **croissance**, bien au contraire.

L'**ère qui s'ouvre** pourra traduire de **nouvelles opportunités** dans le monde de la **transition énergétique**.

Ces taux d'intérêt élevés dans la durée reflèteront aussi un **taux d'inflation tendanciel** un peu plus fort que par le passé et des **banques centrales qui n'interviendront pas** sous forme de quantitative easing pour la longue durée nécessaire à la transition énergétique. Ils traduiront aussi un **monde plus divisé et plus incertain**.

Un nouveau monde se lève.





Nouvel équilibre sur le marché du travail en zone Euro

Pour la **première fois** depuis l'été 2021, le **taux de salaire** en zone Euro, et selon la mesure Indeed, a **progressé, en octobre 2023, plus vite** que le **taux d'inflation**. Celle-ci a chuté à 2.9% alors que la rémunération était en progression de 3.8%.

C'est **également** le **cas** en **France**, en **Allemagne** et en **Espagne**.

Ce **mouvement** est **encore marginal**. Le consommateur n'a pas encore perçu ce changement de régime mais c'est un premier élément d'un changement d'équilibre sur le marché du travail.

L'**autre point important** est le **ralentissement très rapide de l'inflation**. L'**évolution annuelle du taux de salaire se cale parfaitement mais avec retard sur le profil de la différence sur un an du taux d'inflation**. La **négociation salariale** s'opère sur la perception du changement de l'inflation.

C'est sur ce point que le changement d'équilibre sur l'emploi va être majeur.

Depuis le mois d'août j'alerte sur le changement d'allure de la composante Emploi dans toutes les enquêtes faites auprès des chefs d'entreprise en zone Euro.

Après une période d'euphorie et d'embauches sur une grande échelle, les **entreprises deviennent plus prudentes sur l'emploi**.

En conséquence et au regard de la décélération de l'inflation, l'équilibre du pouvoir de négociation change.

Lorsque **les embauches** étaient **importantes** et que **l'inflation accélérail**, les **salariés** avaient la **capacité de négocier des salaires** plus élevés.

La moindre envie d'embaucher et l'inflation qui ralentit franchement, transfèrent le pouvoir de négociation du côté entreprises.

En conséquence, **l'évolution du taux de salaire va franchement ralentir** si l'on suit le graphe en bas à droite. Pour des raisons d'échelle j'ai arrêté le graphe au mois de juin lors le repli sur un an de l'inflation était de -3.1%. En octobre, l'inflation est en recul de -7.7% sur un an.

Le fort ralentissement des salaires va accentuer la désinflation notamment dans les services.

