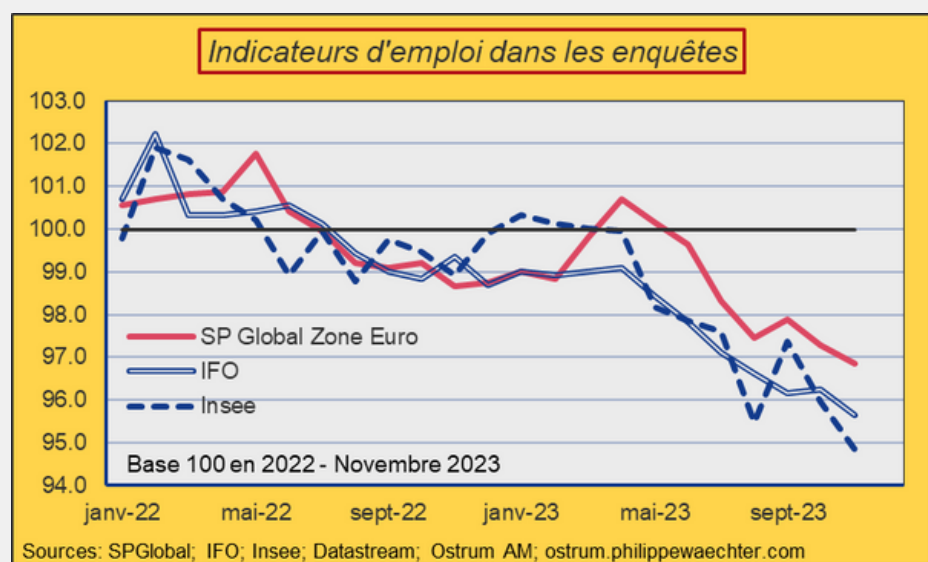




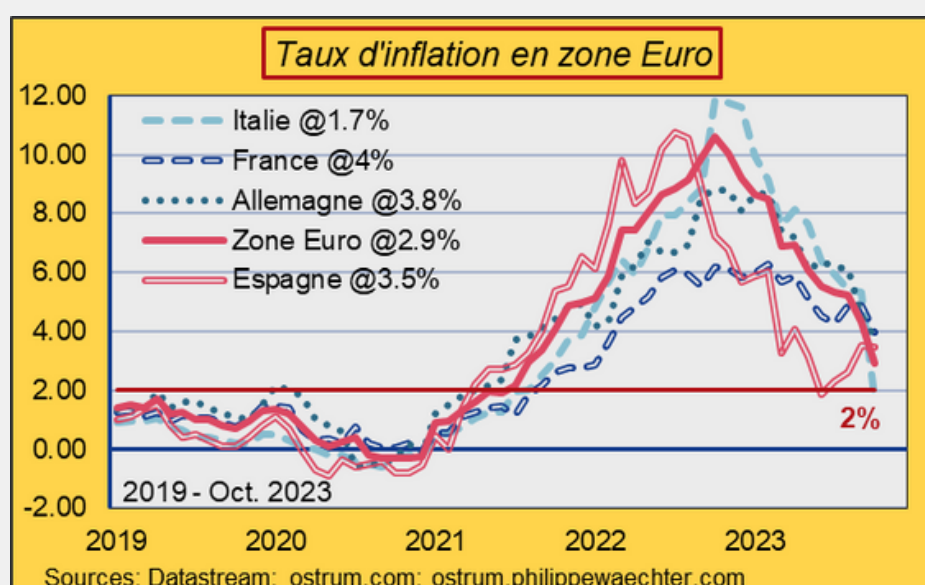
LES CLEFS DE LA SEMAINE



Le graphe qui me plait ou me préoccupe cette semaine:



A suivre cette semaine



- Le modèle allemand n'est plus aussi robuste que dans un passé récent. Les entreprises lorgnent sur des développements à l'étranger (en France notamment) et le gouvernement n'a plus la capacité d'être aussi vertueux qu'il l'était sur ses finances publiques. Le modèle est à revoir pour le rendre compatible avec les ambitions de l'Europe sur la transition énergétique.
- La BCE conservera la liquidité comme instrument de sa politique monétaire à côté des taux d'intérêt. Cela reflète la nécessité pour les autorités monétaires européennes de prendre en compte la stabilité financière. La politique monétaire sera alors réactive via ses taux d'intérêt et via la liquidité fournie au système bancaire et financier.
- A l'échelle du monde, la production industrielle repart à la hausse alors que les échanges restent à un niveau médiocre. L'Asie est le principal moteur de cette résurgence industrielle alors que la zone Euro est un frein à la progression de l'activité. Les échanges sont tirés à la hausse par les US et l'Asie hors Chine. L'Empire du milieu et la zone Euro pèsent sur la reprise des échanges.
- Dans les enquêtes menées en novembre et pour lesquelles nous avons déjà des résultats, on ne notera pas de rupture par rapport à octobre. Néanmoins, le niveau de l'indice en zone Euro est compatible avec une contraction supplémentaire de l'activité. En novembre, les enquêtes en zone Euro suggèrent une normalisation progressive du marché du travail. C'est mon inquiétude.



Le nécessaire renouveau allemand

Le modèle allemand est-il encore la référence vers laquelle les européens voulaient tendre dans un passé récent? Pas sûr

Il reposait sur plusieurs piliers

1- Le Mittelstand au cœur de l'innovation industrielle. Ces entreprises de taille moyenne à l'actionnariat familial alliaient puissance manufacturière et compétitivité.

2- La vertu associée à la capacité de **rééquilibrer** rapidement les **finances publiques**. Une loi constitutionnelle de 2009 contraint fortement les capacités de dépenses de l'Etat. Cela a donné à l'Allemagne un leadership incontesté au sein de la zone euro.

3- La possibilité de disposer d'énergie à bas prix via des contrats de long terme avec la Russie notamment. C'était une variable essentielle pour comprendre sa compétitivité industrielle.

4- L'importance de la Chine et de l'Asie dans les exportations outre-Rhin. Ce moteur est majeure lorsque les exportations ont un poids équivalent à celui de la consommation des ménages.

Ces quatre piliers volent en éclat.

Le **renchérissement du prix de l'énergie** pourrait être une incitation pour les **entreprises allemandes à aller voir ailleurs**. Dans un interview ce week-end dans le Financial Times Gunnar Goebler CEO de Salzgitter (deuxième entreprise de métallurgie) lance un appel pour que les entreprises ne désertent pas le sol allemand.

Et **où iraient elles s'interroger the Economist ?** Vers la France qui attire les investissements directs allemand en Europe. La **France** est désignée comme le **pays le plus attractif** pour la 4ème année consécutive. Les **choix pro business du gouvernement** font plus rêver que la lourdeur administrative allemande.

La **Russie** n'a plus la même capacité à **vendre de l'énergie bon marché** et la **Chine** est elle aussi en phase de **renouvellement de son modèle**. En outre, l'Empire du milieu ne fait plus rêver les entreprises puisque les investissements directs étrangers ont reculé pour la première fois au troisième trimestre.

Le **dernier point est la tourmente des finances publiques**. La semaine dernière la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe retoquait le transfert de 60 milliards de crédit initialement prévus pour lutter contre la pandémie et que le gouvernement voulait réorienter vers la lutte contre le changement climatique.

Ce **choix** de la Cour de Karlsruhe a forcé le **gouvernement à lever la procédure constitutionnelle de limite à l'endettement pour 2023**.

L'**Allemagne a besoin de dépenser** davantage pour converger vers la bonne trajectoire de la **transition énergétique** et les contraintes qu'elle s'est fixée ne le lui permette pas même si elles sont constitutionnelles.

Cette nouvelle forme de l'économie allemande va forcément engendrer une **dynamique pro-européenne** puisque l'**économie globale se polarise**. Dès lors, les intérêts européens se concentrent sur le vieux continent.



Quel sera le futur de la politique monétaire de la BCE ?

Depuis la **crise financière**, la **BCE a adopté une politique monétaire très accommodante**. Toutes les mesures prises ont été dans le sens d'une plus grande souplesse monétaire.

La **hausse de l'inflation** a été comme un **rappel** à un retour à l'**orthodoxie** même si cet épisode inflationniste n'a pas la monnaie comme source. Comme l'expliquait très justement Christine Lagarde à Jackson Hole à la fin de l'été dernier, l'inflation a reflété davantage des chocs d'offre (sortie de pandémie, pénuries de composants électroniques,...).

La **nécessaire lutte contre l'inflation** incombant à la banque centrale a changé la donne obligeant la BCE à **remonter ses taux d'intérêt** de référence à un niveau inédit depuis 2001.

L'**ultime question** est alors celle portant sur le **devenir de la stratégie monétaire de la BCE**.

Initialement, l'autorité monétaire n'avait que le **taux d'intérêt comme instrument**, elle en a **deux maintenant** avec la liquidité. Elle avait un **objectif** qui était la stabilité des prix, elle en a **deux** avec la stabilité financière. (L'objectif de verdir la politique monétaire n'est pas encore franchement opérationnel).

La BCE a donc deux objectifs et deux instruments ce qui correspond aux tenants théoriques selon lesquels il faut autant d'instruments que d'objectifs.

Cela implique que la **gestion de la liquidité est devenu un instrument et qu'un retour en arrière n'est pas possible**. La BCE ne reviendra pas sur la taille de son bilan tel qu'observé avant la crise financière.

Cela pose la question de la **liquidité nécessaire** au bon fonctionnement de l'**économie** et à l'**approvisionnement** du **système bancaire et financier**.

Philip Lane le chef économiste de la BCE **s'est aventuré récemment sur ce terrain**. Même s'il ne donne pas le bon niveau de la liquidité, il donne des pistes intéressantes.

L'**apport de liquidité** ne se fera **pas sous forme de quantitative easing** sauf si les taux de la BCE se heurte à la limite de non négativité ou s'il y a un choc sur l'économie qu'il est nécessaire de mutualiser.

Cet **apport passera** donc davantage **via le système bancaire** et les mesures déjà existantes du type TLTRO.

Dans la **transition** vers le niveau optimal, le **repli des liquidités** provoquera des **taux de la BCE plus bas** afin de ne pas peser sur la distribution de crédit, pénalisée par cette moindre liquidité.

L'**offre de liquidités de la BCE devra être très élastique aux chocs macroéconomiques**. La politique monétaire ne pourra dès lors plus se résumer qu'à une simple fonction de réaction sur les taux d'intérêt.





L'activité industrielle progresse plus vite que les échanges internationaux

Depuis la fin de l'année 2022, la **production industrielle mondiale** progresse alors que les **échanges internationaux** continuent de se contracter.

Cinq remarques

1 - **L'activité industrielle reprend en Asie** y compris en Chine.

En revanche, **la production est nettement en retrait en zone Euro**. Le profil de son activité ne se compare pas avec celle des autres grandes régions. Est ce le mélange: inflation élevée, choc énergétique et politique monétaire restrictive ?

2 - Cela se traduit, pour la **zone Euro**, par un **ralentissement des échanges internationaux** après le rebond d'après la pandémie.

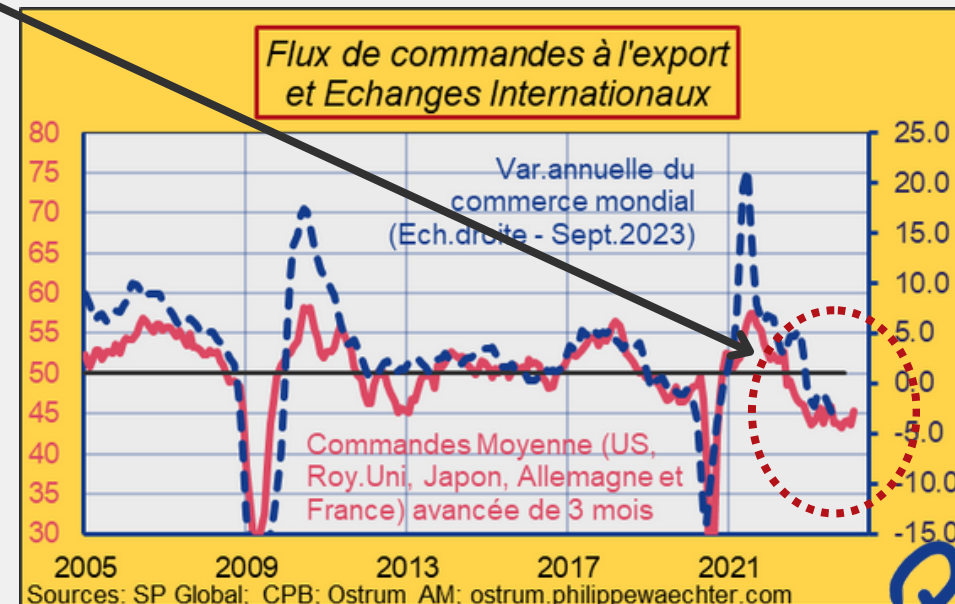
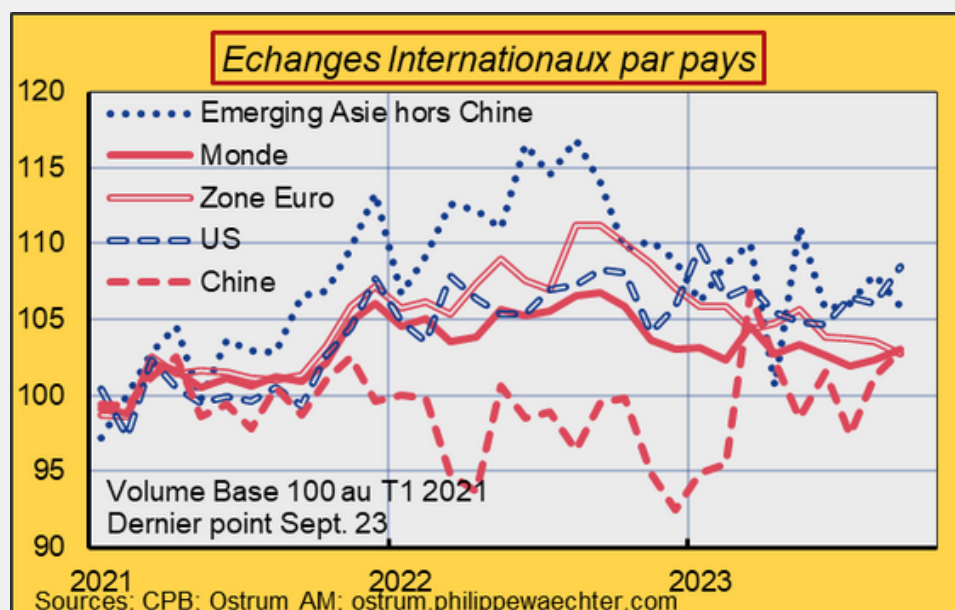
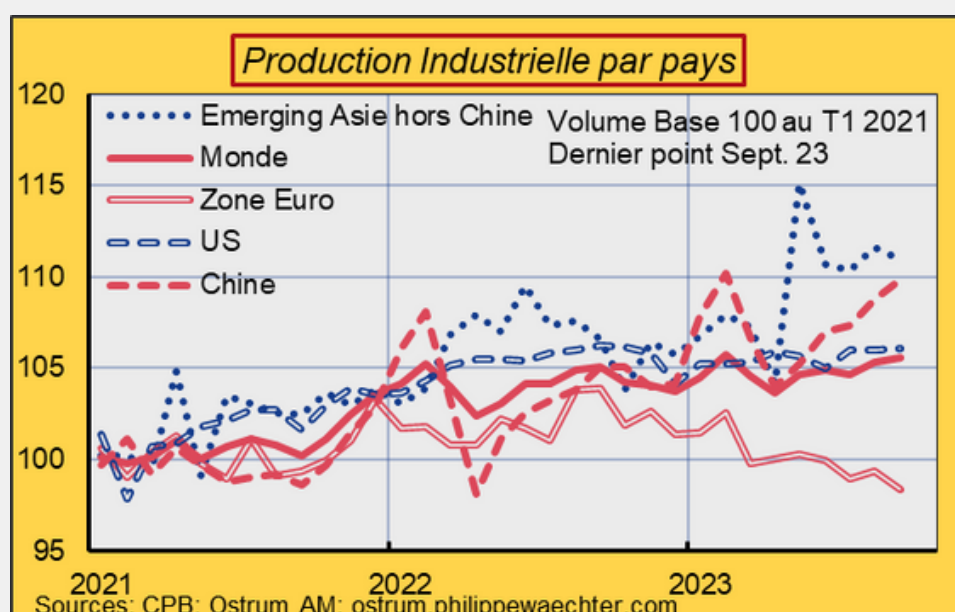
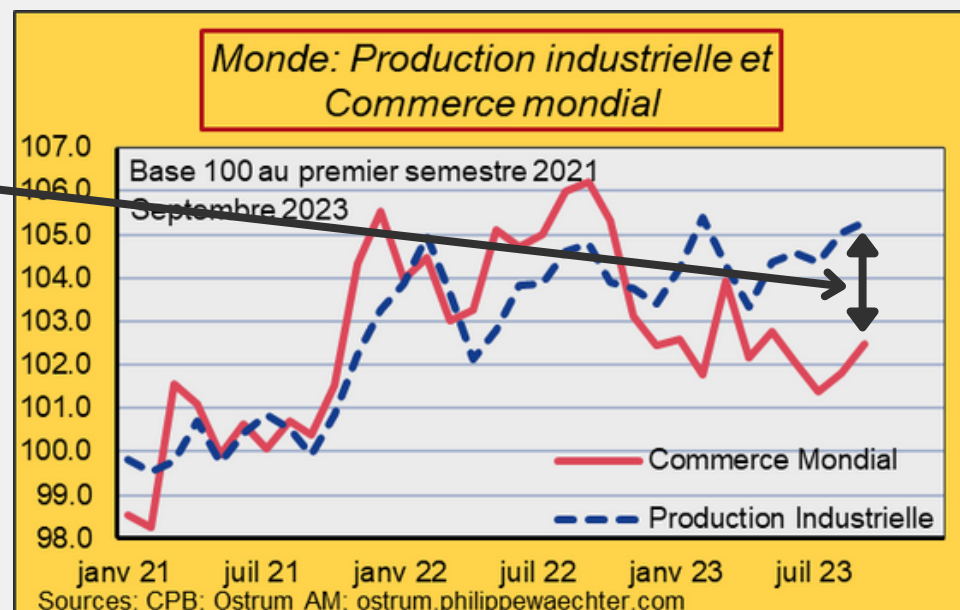
3 - La **Chine est toujours une source pénalisante** pour les échanges internationaux alors qu'aux **US et en Asie hors Chine**, le commerce extérieur est **plus dynamique**.

4 - Le **commerce mondial** est toujours sur un **niveau bas**. La rupture de tendance constatée à l'automne 2022 n'est toujours pas inversée.

5 - Les **commandes à l'exportation** ne suggèrent **pas une reprise rapide** des échanges.

Sur la courte période, l'**Asie** montre une bonne résilience, une **capacité à croître de façon autonome** que n'a pas la zone Euro.

Pas rassurant pour la **zone Euro** alors que l'**économie s'ajuste à la baisse** avec des **anticipations plus négatives sur l'emploi**





Les signaux préoccupants dans les enquêtes s'observent sur l'emploi en novembre

Les indices d'activité mesurés à travers les enquêtes SP Global ont été relativement stable en novembre par rapport à octobre.

On notera néanmoins la légère amélioration de l'indice allemand, un peu à l'image de la hausse constatée dans l'enquête IFO. L'activité reste déprimée mais elle ne se dégrade pas davantage. En revanche l'indice français reste à un niveau médiocre, comme celui du climat des affaires de l'Insee.

Pour la zone Euro, le niveau de l'enquête depuis l'été n'apparaît pas incompatible avec une contraction supplémentaire du PIB (déjà -0.1% au T3).

Pas de changement d'allure majeure lorsque l'on distingue entre les secteurs manufacturier et de services.

La baisse des prix observée par les chefs d'entreprise s'est tarie depuis le point bas de juillet. Cela n'est cependant pas compatible avec une reprise de l'inflation.

La publication des enquêtes de novembre confirme le biais baissier des indices d'emploi. Les embauches par les entreprises ne sont plus aussi fortes et dynamiques qu'elles ont pu l'être depuis la pandémie.

Le marché du travail se normalise, conditionnellement à une croissance peu dynamique. Les entreprises ont un désir réduit d'embaucher et ce n'est pas surprenant. Le sujet de l'emploi qui n'en était pas un pour les ménages va revenir dans les discussions et rendre les ménages plus prudents.

