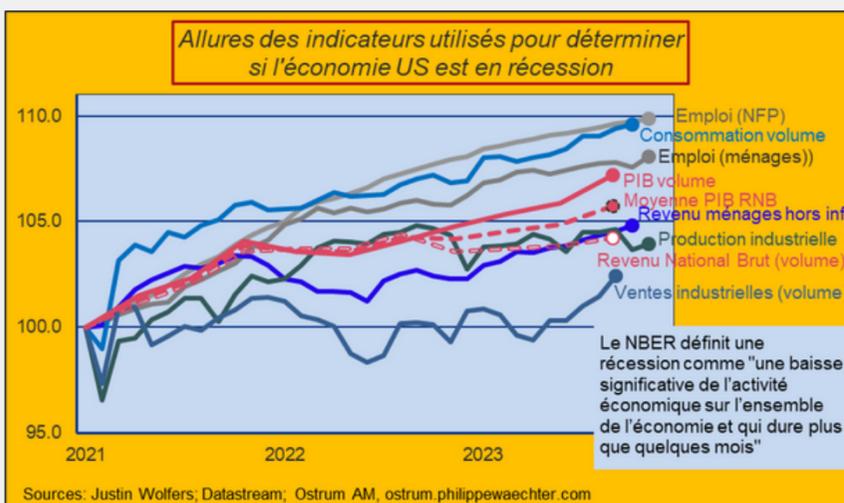




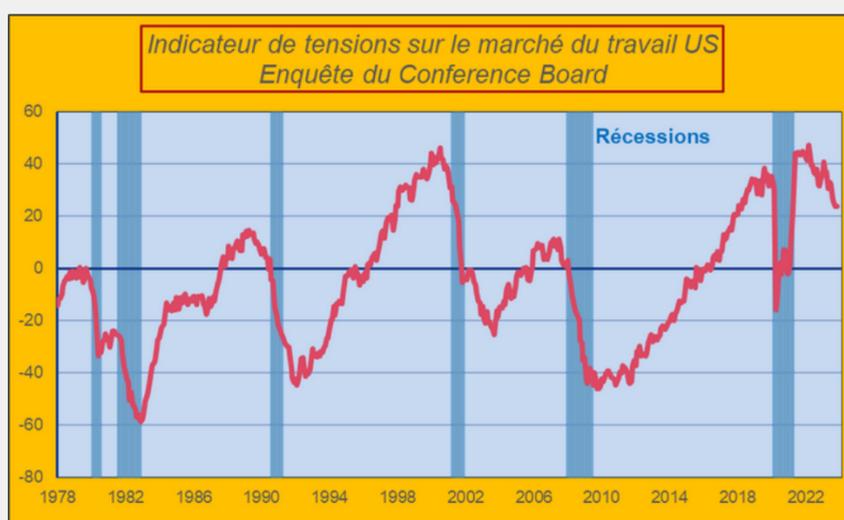
## LES CLEFS DE LA SEMAINE 18 DÉCEMBRE 2023



**Le graphe qui me plait ou me préoccupe cette semaine: Où est le risque de récession aux US ?**



**A suivre cette semaine  
Confiance des consommateurs US**



- L'inflation américaine ralentit lentement en novembre
- Quels salaires en 2024 aux USA ?
- Pouvoir d'achat depuis 2019?
- Le cycle économique selon SP Global
- Cycle économique: Zone Euro vs US
- Dynamique de l'emploi: zone Euro vs US
- Stratégie de la BCE
- Stratégie de la Fed
- La question de la coordination des politiques économiques
- Zone Euro - L'inflation ralentit plus vite que les salaires en novembre
- COP28 - L'urgence a-t-elle été bien prise en compte ?
- 19 années perdues depuis l'Accord de Paris



## L'inflation américaine ralentit lentement en novembre

Le **taux d'inflation** s'est inscrit à **3.1%** contre **3.2%** en octobre. Le taux d'inflation moyen est de 4.1% en 2023.

Le **taux d'inflation sous-jacent** est à 4%. En taux annualisé et sur les 6 derniers mois, le taux d'inflation sous-jacent est de 2.3%. La tendance est au ralentissement.

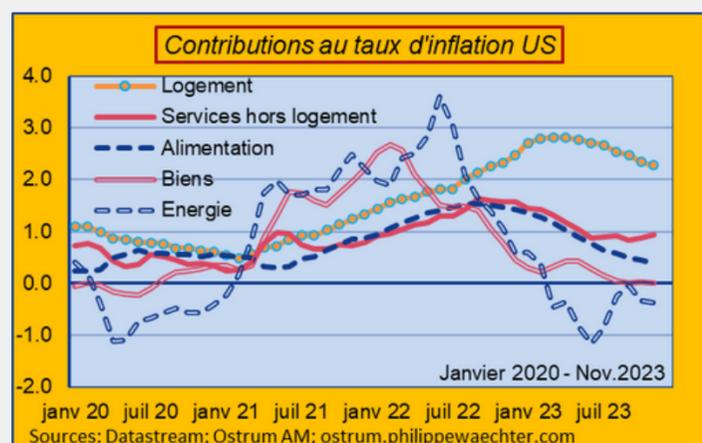
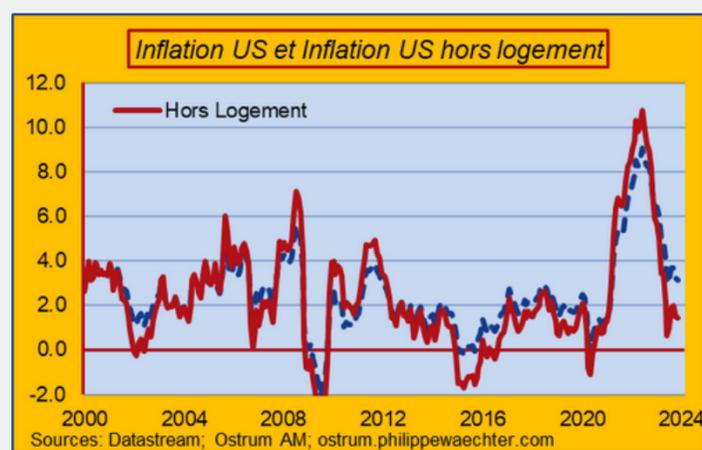
Le **taux d'inflation hors-logement** est de **1.4%** (et 0.4% en taux annualisé sur les 6 derniers mois). Dans le premier graphe c'est la ligne bleu/vert en pointillés.

L'inflation américaine est très réduite lorsqu'on la regarde hors logement. Les pressions sont passées et les chiffres récents sont comparables à ceux d'avant la pandémie.

Sur le deuxième graphe, seule la contribution des services est stable. Le prix des transports reste fort et la contribution du prix de la santé est nettement moins négative en novembre.

Les autres continuent de se réduire. La contribution du prix des biens est nulle depuis 4 mois (les prix de l'automobile ont une contribution nulle ou négative (occasion)) et celle de l'alimentaire ralentit fortement à 0.4% en novembre.

Même la contribution du logement, si elle reste forte, continue de ralentir. Le **message de l'inflation US pour la Fed**: le durcissement est passé mais il faudra du temps pour relâcher les taux d'intérêt et limiter ainsi le risque de reprise de la hausse des prix.

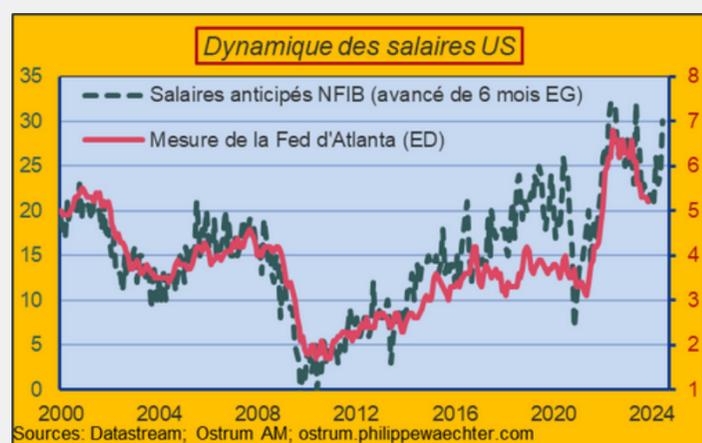


## Quels salaires en 2024 aux USA ?

L'indice des salaires construit par la Fed d'Atlanta est une mesure robuste.

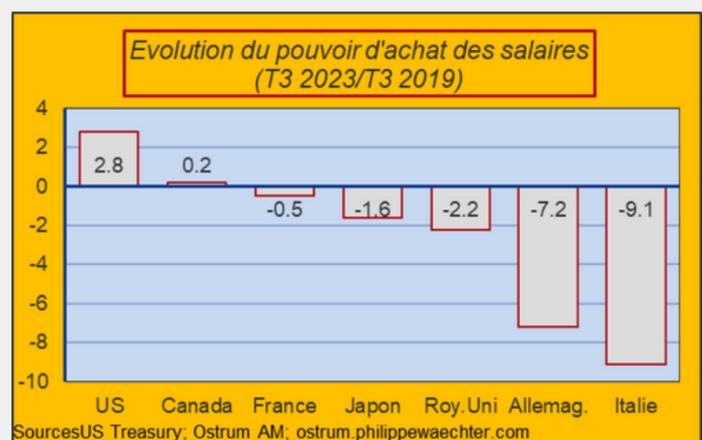
Sur le graphe, on voit que cette mesure est bien corrélée avec la mesure des salaires anticipés dans l'enquête NFIB qui regroupe les PME américaines.

Si la **relation est toujours pertinente, les gains de pouvoir d'achat seront importants aux US** (surtout si l'on se fie aux anticipations de la Fed). Une telle configuration écarterait le risque de récession mais interrogerait sur la nécessité d'abaisser les taux de la banque centrale comme cela a été indiqué lors de la réunion des 13 et 14 décembre.



## Pouvoir d'achat depuis 2019 ?

Le Trésor américain a comparé l'évolution des salaires (de l'ouvrier de la production) au sein des grands pays. Pour les US il y a eu un gain de pouvoir d'achat sur 4 ans alors qu'en Allemagne et en Italie le repli est considérable. **Repli limité en France**

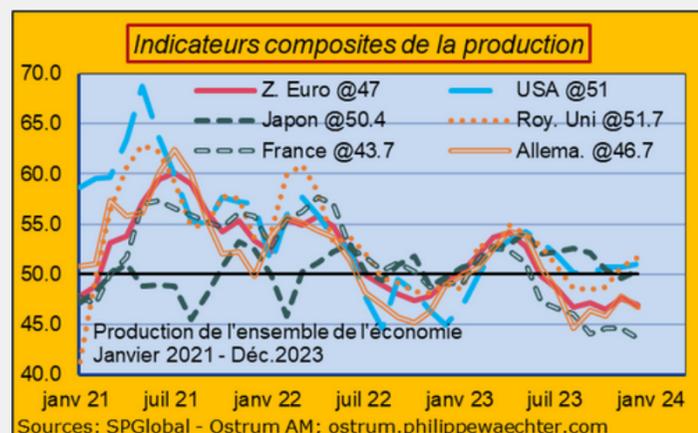




## Le cycle économique selon SP Global

Les enquêtes auprès des entreprises publiées par SP Global témoignent d'une allure réduite de l'activité à la fin de l'année 2023.

L'indice de la **zone Euro** est dans la zone de contraction de l'activité pour le 7ème mois consécutif. Le constat est le même pour la France et n'est que de 6 mois pour l'Allemagne. **La probabilité d'une récession n'est pas nulle.** Aux Etats-Unis, l'indice s'inscrit à 51 et rebondit au Royaume Uni et au Japon.



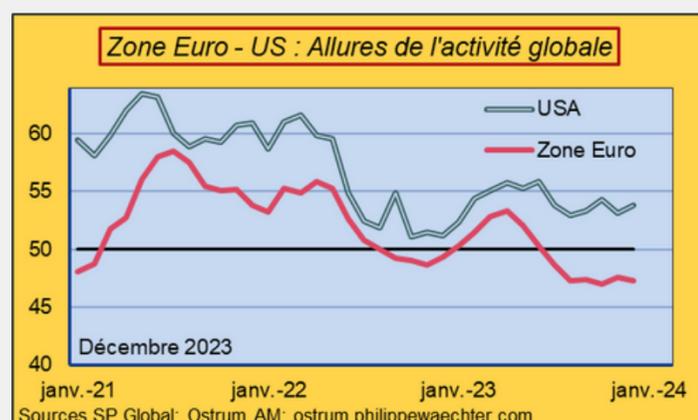
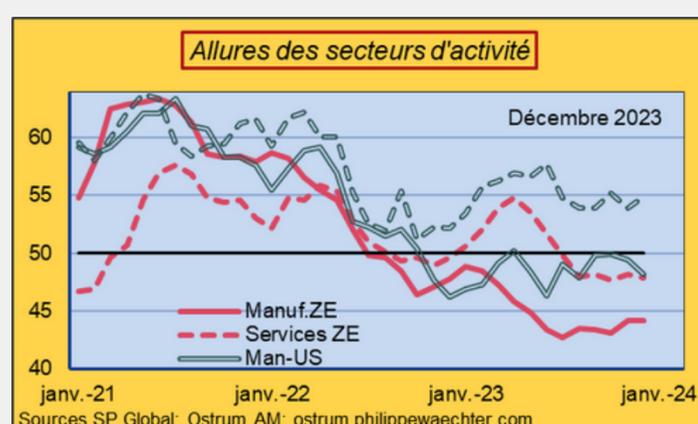
## Cycle économique: Zone Euro vs US

La comparaison entre les US et la zone Euro montre **des dynamiques cycliques très différentes.**

Le secteur manufacturier est en net recul en zone Euro et est en contraction modérée aux Etats-Unis.

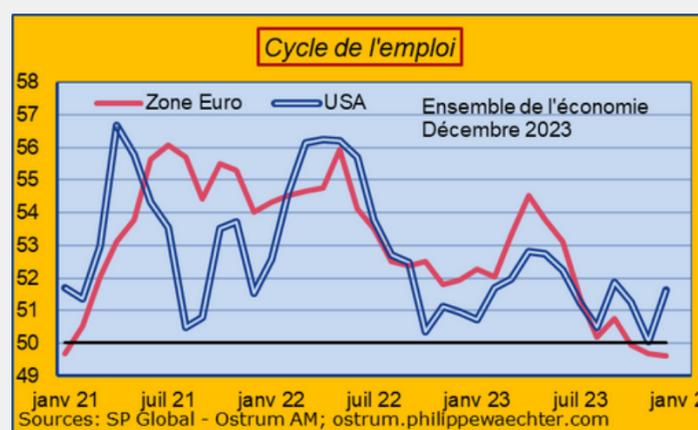
Le secteur des services (calculé avec la méthodologie de l'ISM des services) est en pleine expansion aux US alors qu'il se contracte en zone Euro.

L'indicateur synthétique qui reprend ces deux indicateurs en les pondérant par le poids de chaque secteur dans l'emploi est ainsi à **47.3 en zone Euro**, niveau cohérent avec une récession, et à **53.8 outre-Atlantique. L'histoire que l'on peut alors raconter ne peut être pas la même**



## Dynamique de l'emploi

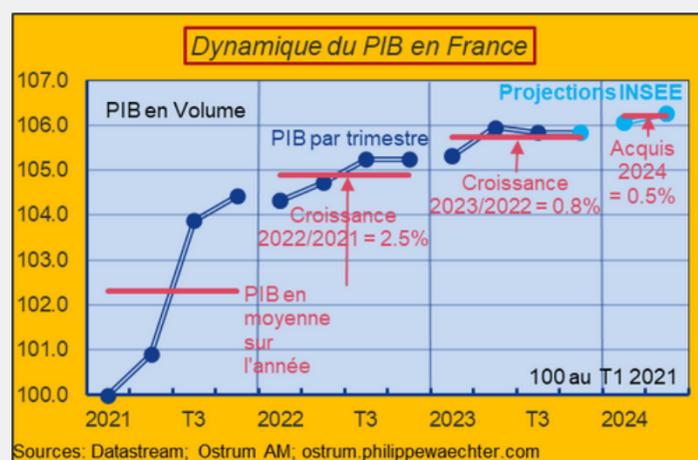
L'emploi en **zone Euro** se **contracte pour le deuxième mois consécutif.** Cette dynamique retardée est cohérente avec la cycle. Aux **US**, **l'indicateur d'emplois reflète une progression continue des jobs créés.** L'inquiétude de la zone Euro ne se compare pas avec le relatif optimisme US.



## Projections de l'Insee

L'Insee attend **0% de croissance du PIB au T4 2023 et 0.2% à chacun des deux premiers trimestres de 2024** (reprise de la consommation).

**Il faudrait 1.2% par trimestre aux T3 et T4 2024 pour atteindre le 1.4% de Bercy et de la loi de finances.** (sic)





## Stratégie de la BCE

La Banque Centrale Européenne a décidé de maintenir le cap en ne modifiant pas ses taux d'intérêt et en signalant que tant que les risques d'inflation n'auront pas disparu, la question ne se poserait pas franchement. Christine Lagarde a d'ailleurs indiqué que la question d'une baisse des taux d'intérêt n'avait pas été abordée.

Les projections faites par l'autorité monétaire européenne font l'hypothèse d'une **normalisation progressive de la dynamique macroéconomique**. En 2025, la croissance du PIB revient sur son potentiel autour de **1.5%** tandis que l'inflation converge, au même horizon, vers **2%** (**2.1% en 2025**)

Cela pose deux questions:

1- **Le niveau actuel des taux d'intérêt est-il compatible avec cette normalisation macroéconomique attendue en 2025 ?** Probablement pas car dans ce cas, le taux d'intérêt de la BCE est actuellement bien supérieur (4.5% pour le refi) au taux de croissance nominal de l'économie (1.5% + 2.1% = 3.6%).

2- **A quel horizon, la BCE peut-elle réduire ses taux d'intérêt ?**

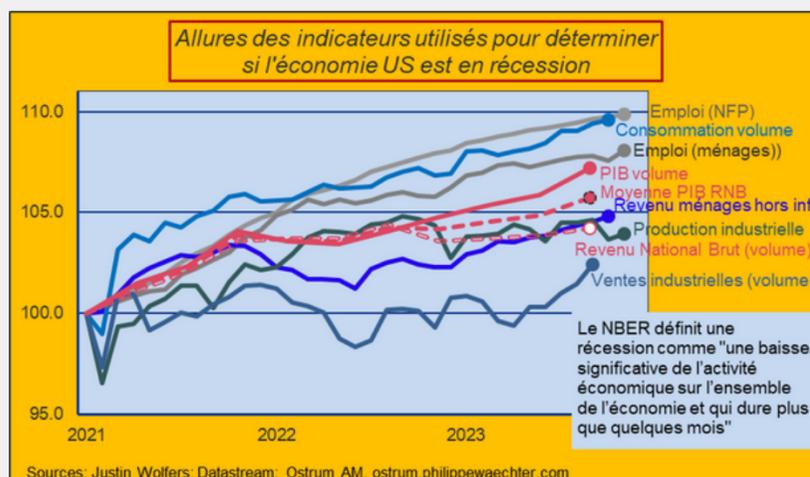
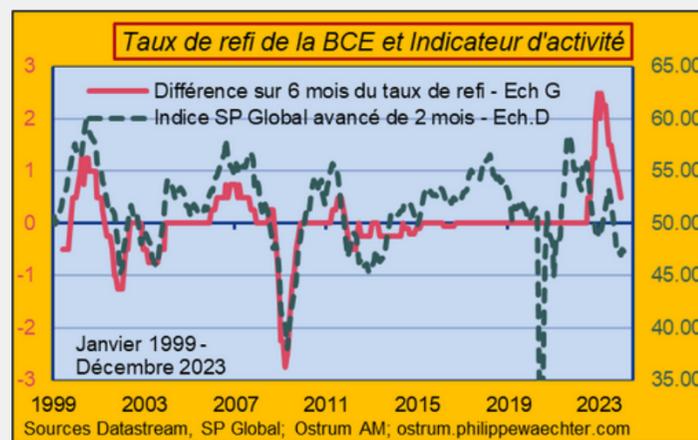
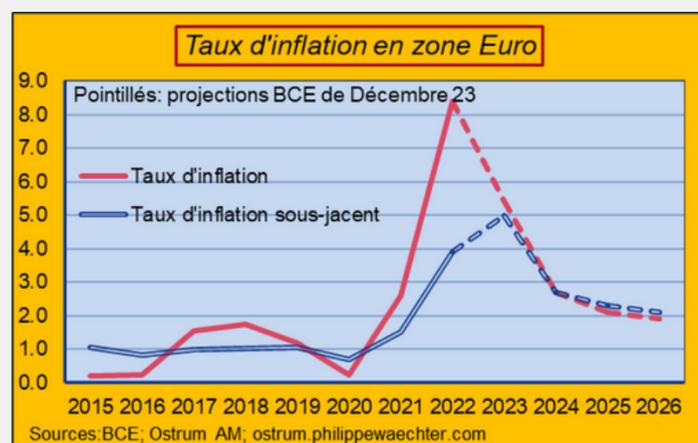
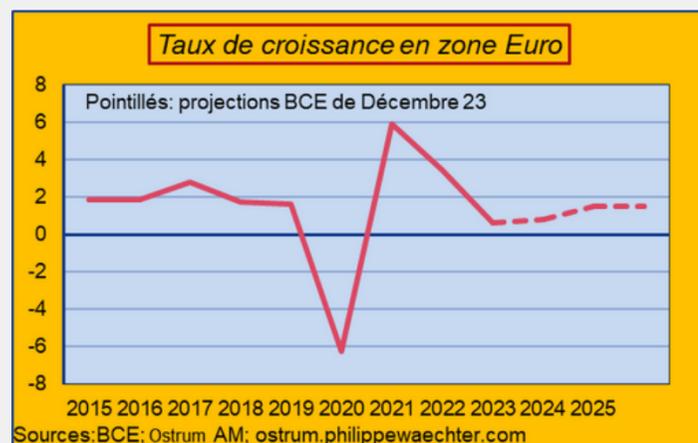
Le graphique suggère que depuis 1999, la politique monétaire est principalement déterminée par les données d'activité. L'indice SP Global et le changement de taux de la BCE ont des allures cohérentes dans le temps.

Depuis la grande récession, la BCE avait maintenu une politique très accommodante, ne réagissant finalement qu'à l'évolution brutale de l'inflation. Si comme le suggère la BCE, la situation macroéconomique se normalise et que l'inflation continue de ralentir, le repli des taux d'intérêt se constatera entre la fin du premier et du deuxième trimestre de 2024.

## Stratégie de la Fed

La question de la baisse des taux d'intérêt a été mise sur le devant de l'actualité par la **possibilité que se donne la banque centrale US de baisser son taux de référence à trois reprises en 2024**.

Le graphique de droite suggère que **l'économie américaine ne présente aucun symptôme de récession**. Les indicateurs suivis par le NBER dans la détermination d'une récession sont tous orientés à la hausse.





Dans le graphe figure la définition d'une récession par le NBER, on n'y est pas. Les indicateurs ne ralentissent pas de façon prolongée et l'on ne perçoit pas à la lecture de ceux ci un effet de choc négatif qui se propagerait à l'ensemble de l'économie.

L'emploi, dans l'enquête auprès des entreprises et dans celle auprès des ménages) suit une allure robuste, pareil pour la consommation et les revenus des ménages. L'activité globale mesurée par le PIB et par le Revenu National Brut est toujours haussière. Seuls l'activité industrielle et les ventes industrielles sont un peu moins dynamiques mais dans rupture pour autant.

**Même l'atterrissage en douceur souvent évoqué ne paraît pas d'une brûlante actualité.** Il faudrait une remontée du taux de chômage à 4% et une croissance du PIB qui converge vers moins de 2% durablement. On n'y est pas.

## La question de la coordination des politiques économiques

Les options prises par les banques centrales éclairent sous un jour nouveau la coordination des politiques économiques.

Commençons par les **Etats-Unis**.

En 2023, la politique menée par la Maison Blanche est expansionniste avec l'idée de soutenir la relocalisation de l'activité et de favoriser le retour de l'industrie. Au regard des dépenses d'investissement dans l'industrie, cela fonctionne bien et l'économie change d'allure.

Dans le même temps, la politique monétaire a été restrictive.

Sur la période, l'économie s'est plutôt bien comportée comme le montre le graphe plus haut.

En 2024, je n'attends pas d'inversion de la politique de la Maison Blanche d'autant qu'il y a les élections présidentielles en novembre prochain. En revanche, la politique monétaire va devenir accommodante. La demande va repartir à la hausse dans une économie dont les indicateurs sont déjà haussiers.

Est ce nécessaire ? Sûrement pas. **La combinaison de politiques budgétaire et monétaire accommodantes est une reprise de l'inflation. C'est le risque associé à 2025 et 2026.**

En **Europe, la politique industrielle est très faible et n'incite pas les entreprises à investir massivement sur le vieux continent.** Selon la mesure effectuée par Trendeo, moins de 10% (6.7%) de l'investissement industriel mondial va en Europe. L'Europe n'est pas très attractive pour les entreprises et il n'est pas attendu de changement rapide. Et les discussions sur la rigueur budgétaire n'aide pas.

Dans le même temps, la politique monétaire restera restrictive par des taux d'intérêt qui baisseront après les autres (la Fed) et par la décision annoncée par Christine Lagarde d'une accélération dans la réduction du bilan.

**Le risque est certes de ne pas avoir d'inflation en Europe mais aussi d'avoir une croissance qui ne sera pas à la hauteur des attentes?**





## L'inflation ralentit plus vite que les salaires en novembre

La **dynamique des salaires** mesurée par le site Indeed **se modère encore au mois de novembre**. Pour la zone Euro, la progression sur un an du salaire de référence est de **3.7%**.

Au regard d'un taux d'inflation à 2.4% en novembre, **il y a enfin des gains de pouvoir d'achat en zone Euro et cela pour le deuxième mois consécutif**.

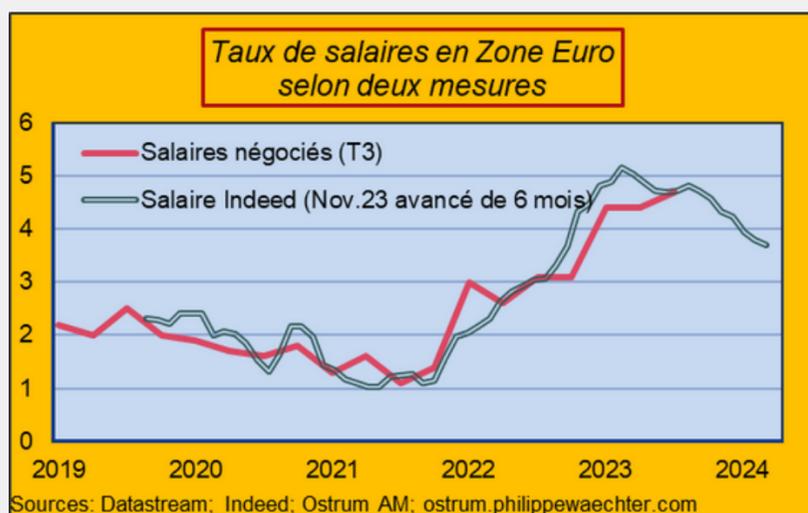
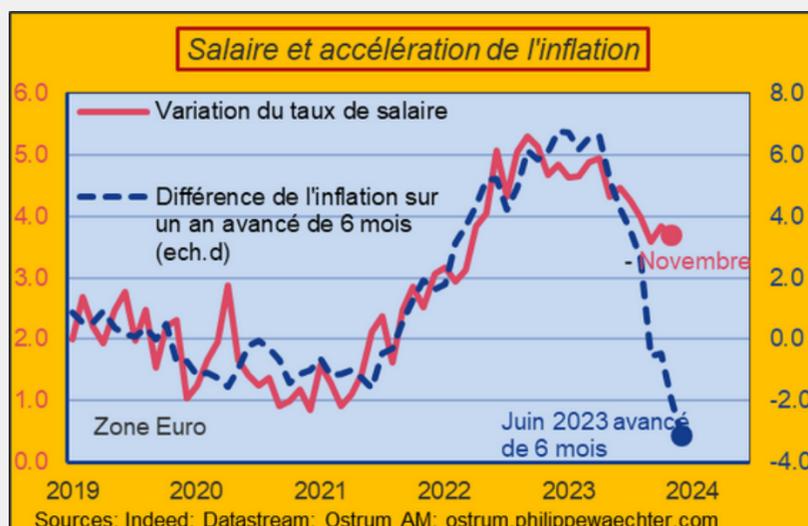
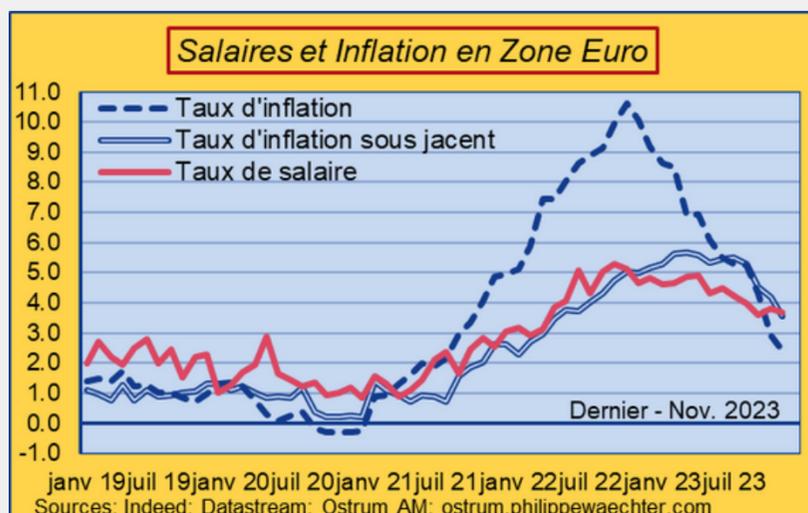
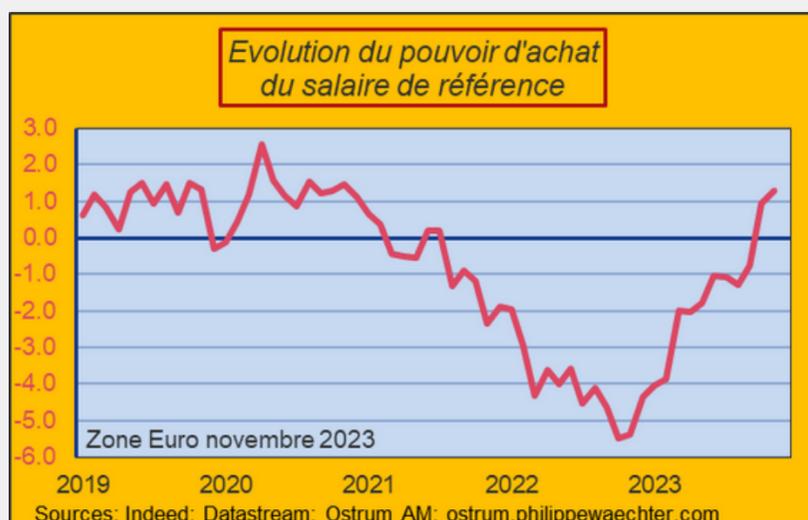
La problématique est en train de changer.

**L'inflation ralentit désormais plus rapidement que l'évolution des salaires**. Même le taux d'inflation sous-jacent est désormais légèrement moins élevé que la hausse des salaires. En conséquence, **la capacité à négocier des salaires plus élevés pour des questions de rattrapage sera difficile à valider**.

La **dynamique de la négociation salariale** s'appuiera ainsi principalement sur ce **net ralentissement de l'inflation**. Il y a certes un effet retard mais cela signifie que le profil des **taux de salaire va franchement s'infléchir** dans les prochains mois.

Les **données Indeed sont des flux** (petites annonces pour de nouveaux contrats de travail) alors que **l'indice des salaires négociés est un stock de contrats existants et non remis en cause**. Il y a du rattrapage sur l'indicateur de salaires négociés mais la dynamique du marché du travail est mieux perceptible via les mesures de flux.

**L'épisode d'inflation avec la hausse de salaire attachée est en train de passer.**





## **Turbulences Macroéconomiques #6** **Décembre 2023**

### **COP28 - L'urgence a-t-elle été bien prise en compte ?**

La COP28 à Dubaï vient de s'achever sur un communiqué de presse qui enthousiasme le président de cette réunion internationale mais laisse perplexe les analystes. Pourquoi cette dualité ?

La feuille de route apparaît peu contraignante et ne s'inscrit pas dans un cadre traduisant un défi international nécessitant une dynamique collective.

Chaque pays reste maître de ses efforts et des moyens qu'il veut mettre en œuvre. Ceux qui s'alertent doivent développer des énergies renouvelables et des moyens de capter le carbone pour faciliter la convergence vers la neutralité carbone en 2050. Les producteurs d'énergies fossiles doivent prendre conscience qu'ils leur faut entrer dans une transition. Mais personne ne parle d'arrêter, de baisse rapide ou de date butoir. La difficulté est là: un sentiment d'urgence au regard des évolutions constatées au quotidien alors que les décisions politiques n'apparaissent ni suffisamment rapides, ni suffisamment pertinentes pour faire face au défi qui grandit sous nos yeux tous les jours.

A la **COP28**, les attentes étaient fortes mais finalement le résultat est plus mitigé puisqu'il n'y a **pas d'engagement collectif pour s'inscrire ensemble dans la transition énergétique**.

C'est souligné dans l'introduction de l'article 28 où il est indiqué que chaque pays, à sa manière et sans objectif déterminé, devra contribuer à l'effort global.

Plusieurs points à souligner

1- Le premier paragraphe du fameux article 28 porte sur le **triplément des énergies renouvelables** et le **doublément de l'efficacité énergétique** à l'horizon 2030

*Autrement dit, si vous souhaitez infléchir les émissions de CO2, faites l'effort sur le renouvelable et l'efficacité énergétique. Ce point est mis en exergue dans le paragraphe 3 de l'article 28.*

2- Ce n'est qu'**au paragraphe 4** de l'article 28 que le terme de "transitioning away" des énergies fossiles est utilisé.

*Il n'est pas utilisé le terme de "phase-out" signifiant sortie des énergies fossiles. Ce n'est pas la même chose puisque les mots utilisés suggèrent une **évolution progressive vers la sortie** mais sans objectif et au rythme souhaité par les producteurs d'énergies fossiles.*

*Il est cependant indiqué cette phase de transition doit néanmoins être compatible avec l'objectif de neutralité carbone à l'horizon 2050. C'est important mais suffisamment vague pour ne pas être trop contraignant à court terme.*

3- Cette formulation n'est pas complètement satisfaisante car dans le paragraphe suivant, l'accent est mis sur **le rôle majeur dans la transition des énergies renouvelables, du nucléaire et des technologies de captation du carbone** notamment pour les secteurs les plus consommateurs d'énergies fossiles.

*Dit autrement, pour satisfaire à l'objectif de neutralité, **les efforts devront être portés par ceux qui le souhaitent**.*

*Les producteurs d'énergies fossiles adapteront leur comportement sans contrainte majeure mais avec l'idée que dans un temps fini, la demande d'énergies fossiles et donc la production seront réduites par rapport à ce qui est observé aujourd'hui.*

*La captation de carbone doit aussi être vue comme un moyen pour les producteurs de pétrole d'extraire encore davantage d'huile des puits exploités. Le carbone capté est insufflé dans les puits pour éliminer tout le pétrole qui s'y trouve.*

*Mettre l'accent sur cette technologie n'est pas sans arrières pensées.*

4- **Le charbon** qui est évoqué dans le paragraphe 2 est celui qui ne permet pas la récupération de carbone. Il faut le réduire.

*Il n'est pas question de sortir du charbon ni de définir une date de fin. La Chine et l'Inde n'auraient probablement pas accepté de tels contraintes.*

5- Le **méthane** qui est un gaz qui participe grandement au réchauffement climatique est évoqué au paragraphe 6 mais sans objectif sinon en mentionnant qu'un effort important devra être fait à l'horizon 2030.

*Le méthane est un gaz qui est moins dans l'œil du cyclone car sa durée de vie dans l'atmosphère est de l'ordre de 10 alors que le dioxyde de carbone a une durée de vie très, très longue.*

6- Dans l'article 29, il est évoqué des **énergies de transition** qui seront nécessaires durant toute la phase de convergence vers la neutralité carbone. Il s'agit essentiellement de gaz, c'est en tout cas le gaz qui est généralement associé à une énergie de transition.

*Les producteurs s'achètent une certaine virginité puisque c'est pour faciliter la transition.*



## Turbulences Macroéconomiques #6 - Décembre 2023

En **synthèse**, la lecture que l'on peut faire du communiqué de presse est la suivante:  
Si vous **souhaitez ardemment converger vers la neutralité** carbone en 2050 alors **faites l'effort** sur le renouvelable, l'efficacité énergétique, le nucléaire et la captation de carbone pour réduire les émissions.  
Pour les **énergies fossiles, la transition se fera au rythme souhaité par les producteurs.**

Cette hiérarchie se constate dès le début de l'article 28 lorsque la question des émissions (conséquence) est mise en premier sans parler de la cause (consommation d'énergies fossiles).

Si l'on peut se **réjouir de l'inscription du terme "énergies fossiles"** dans le communiqué parce que c'est la première fois on constate néanmoins que cela n'est pas associé à une contrainte majeure ni dans les mesures à mettre en œuvre ni dans la durée de cette transition.

*Dit autrement, on ne sort pas franchement du cadre dans lequel l'économie globale s'est inscrite en 2023. Durant cette année qui s'achève, la consommation de pétrole et de charbon est au plus haut et celle de gaz le serait aussi sans la contrainte de production sur la Russie. Dans le même temps, le renouvelable se développe rapidement. En conséquence, la consommation d'énergie augmente globalement et il n'y a pas de substitution entre énergies fossiles et énergies renouvelables. Or dans la phase de transition énergétique convergeant vers la neutralité carbone, la consommation totale doit baisser, il doit donc y avoir substitution.*

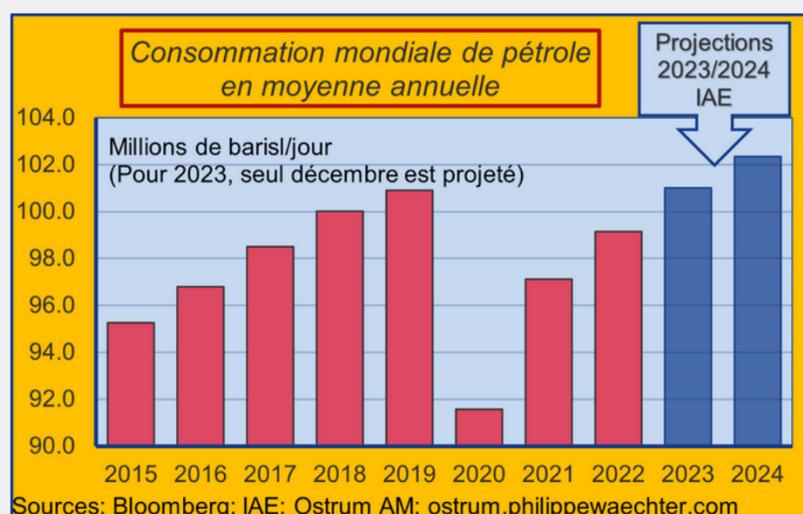
On ne peut pas considérer que le résultat soit satisfaisant.

Selon les scénarios qui convergent vers la neutralité carbone, la consommation d'énergies fossiles doit reculer franchement.

Dans le scénario de l'Agence Internationale de l'Energie, les **102 millions de barils/jour** attendus en 2024 (contre 101 en 2023) doivent se transformer en **24 millions seulement en 2050**. C'est une **véritable rupture que l'on ne retrouve pas dans le communiqué de presse.**

*Pour mesurer l'ampleur de la rupture, le chiffre de consommation de pétrole en 2050 n'est pas trop éloigné de celui observé en 1965 !!!!*

*Dans ce cadre, on perçoit bien que les indications sans date ni mesure contenues dans le communiqué de presse de la COP28 apparaissent insuffisantes.*



### Le verre doit-il apparaître comme à moitié vide ou à moitié plein ?

Les différentes COP, celle-ci était la 28ème, sont **essentielles pour pointer du doigt un certain nombre d'insuffisances face au changement climatique**. C'est en conséquence un lieu d'échanges qui **pose des problématiques** même si celles-ci ne sont pas résolues à ce moment là.

De ce point de vue, les différentes COP ont permis de limiter les dérives et, avec les rapports du GIEC, d'**orienter les comportements et les politiques vers une trajectoire qui est moins explosive que s'il n'y avait pas eu ces réunions.**

Ceci étant, **cela peut n'être pas audible au regard de l'urgence climatique**. C'est pour cela que l'on ne peut se satisfaire des résultats de cette réunion de Dubaï.

**L'année 2023 a été la plus chaude jamais enregistrée, les émissions de CO2 sont au plus haut, les observations d'événements climatiques se multiplient, les points de bascule se rapprochent rapidement et pour autant les décisions paraissent trop lentes et insuffisantes.**

Il y a dans ce communiqué, le sentiment que l'on finira bien par trouver un moyen technologique pour faire face. Ce sera peut être vrai dans 10 ou 15 ans (sur la fusion ou la captation de carbone) mais aujourd'hui ces technologies à venir ne doivent pas mobiliser toutes les ressources. **Leurs résultats sont hypothétiques alors que la situation actuelle apparaît comme certaine.**

Pour faire face, **la dimension est nécessairement politique même si chacun à son échelle doit intervenir.**

Dans le communiqué de la COP28, chacun mène les efforts à faire comme il le souhaite et avec les moyens qu'il a envie d'y consacrer mais **la question climatique n'apparaît pas comme un défi collectif.**

**C'est en cela que le verre peut apparaître à moitié vide.**



## 19 années perdues depuis l'Accord de Paris

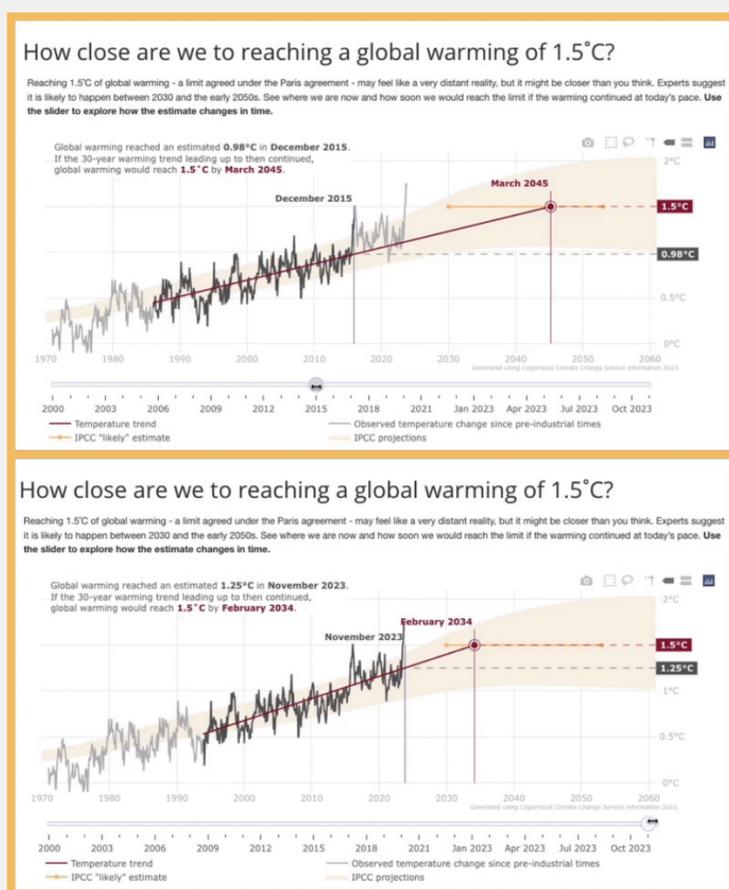
Au moment de l'**Accord de Paris**, le 12 décembre 2015, il y a 8 ans, le **seuil de 1.5°C** pouvait être atteint en **2045** selon l'agence européenne Copernicus.

Le **même exercice** opéré pour la **COP28** mais sans prendre les températures record de novembre 2023 **avance cette date à 2034**. La date de convergence vers 1.5°C a été avancé de 11 ans et l'effort à mettre en œuvre pour infléchir les comportements repoussé de 8 années. Dit autrement, **le monde a perdu 19 ans en l'espace de 8 ans**.

Les **deux graphes** représentent les projections de températures lors de l'Accord de Paris, en haut, puis en utilisant les dernières données, en bas.

La projection se fait sur la moyenne sur 30 ans des températures. L'objectif est de bien prendre en compte la tendance. C'est **cette tendance qui, en décembre 2015, menait à Mars 2045**.

On voit que toutes les données depuis cette date sont au-dessus de la tendance qui prévalait au moment de la signature de l'Accord de Paris. C'est une **mesure de l'absence d'accord collectif sur le climat**. La **même méthodologie conduit à février 2034 avec les données récentes**.



Ce **constat** de l'Agence Européenne pourrait peut-être même **paraître optimiste** au regard d'une année 2023 qui a été la plus chaude et durant laquelle les émissions de CO2 ont été les plus élevées. C'est aussi une année record pour la consommation d'énergies fossiles. **On ne peut donc pas exclure que 2024 soit au moins aussi chaude que 2023** (notamment en raison d'El Nino) et qu'en conséquence, **la date de dépassement du seuil de 1.5°C ne soit en avance sur 2034**

C'est pour une raison comme celle-ci que le **communiqué de presse à l'issue de la COP28 apparaît en décalage**. Le monde a perdu 19 années depuis l'Accord de Paris mais chacun s'émerveille sur **l'inclusion, sans contrainte, du terme d'énergies fossiles** et de l'idée vague que l'on s'éloignerait de ces énergies fossiles dans les systèmes énergétiques

(Transitioning away from fossil fuels in energy systems, in a just, orderly and equitable manner, accelerating actions in this critical decade, so as to achieve net zero by 2050 in keeping with the science) article 28 alinéa d du CP. presse

La **perception du changement du monde est à deux vitesses**. Il y a ceux qui s'alertent parce que **le temps passe plus vite que ce qui serait raisonnable**. On a **perdu 19 ans soit une génération** comme le souligne Magali Reghezza sur X. Il y a les **décisions politiques** qui ne semblent **pas prendre la mesure de ces 19 années perdues** et de l'importance que cela aura pour la **viabilité du système Terre**.

Cette divergence risque d'**accentuer les tensions sociales** car les **conséquences du changement climatique** sont **perceptibles un peu plus chaque jour aux treize coins du monde**.

