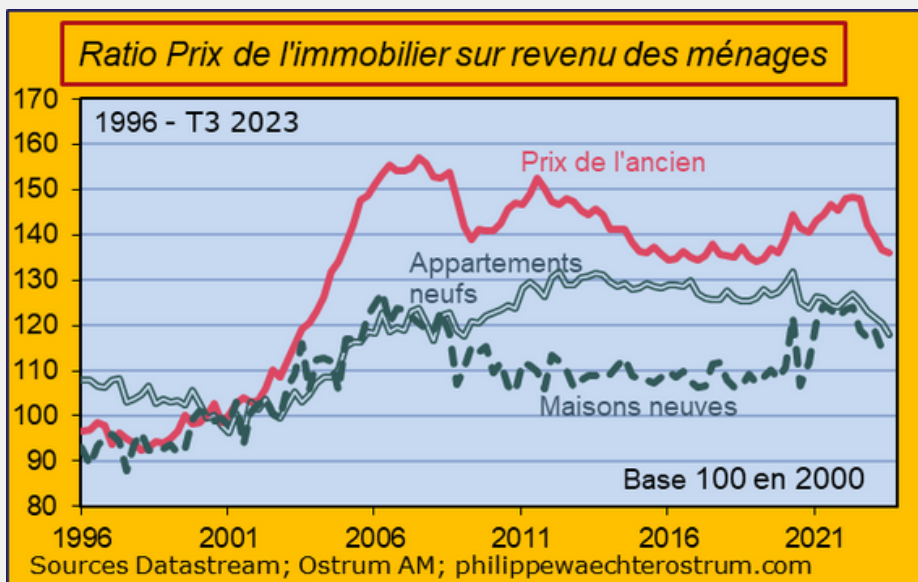




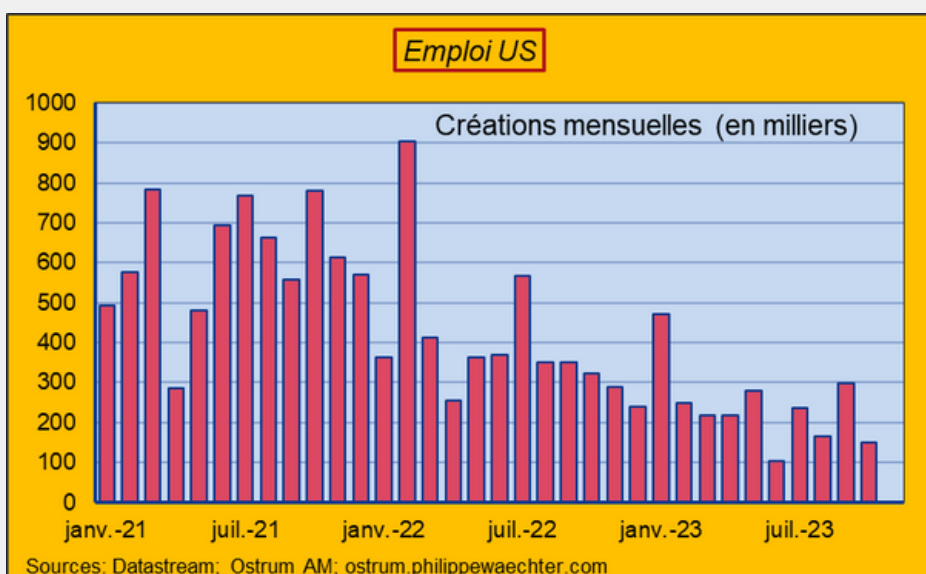
## LES CLEFS DE LA SEMAINE



### Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:



### A suivre cette semaine



- 2024, l'année de tous les dangers ! La moitié de la population mondiale va voter et la géopolitique pourrait en être bouleversée.
- Le choc inflationniste de 2021/2022 ressemblait à celui de 1973/74. On ne peut pas cependant aller plus loin et considérer que la décennie actuelle ressemblera à celle des années 70 avec une reprise forte de la hausse des prix.
- Les engagements sur les énergies fossiles s'arrêtent avec la hausse des prix. Les subventions sur les énergies fossiles ont été doublées en 2022 et pas forcément à bon escient.
- Le Brésil adhère à l'OPEP+ mais réduit fortement la déforestation...
- Dynamique de l'emploi local en France. Ou comment ont évolué les emplois à l'échelle locale en France entre emplois pour la population et emplois pour une production à destination hors du local.
- Approvisionnement en gaz de l'Europe - Le rôle du GNL
- La notation de la France par Standard and Poor's. Fallait il en faire un drame ? Explication et fragilités de l'analyse
- Les premiers jours de la COP28
- L'inflation ralentit en novembre en zone Euro à 2.4%.
- Dynamique de l'économie française après la révision en baisse du PIB
- Les prix de l'immobilier en France: ils peuvent encore se replier.
- Les enquêtes auprès des chefs d'entreprise traduisent toujours la morosité de l'activité manufacturière
- Le succès de la COP28 viendra uniquement des engagements sur la fin programmée des énergies fossiles



## 2024, l'année de tous les dangers ?

Les événements géopolitiques peuvent survenir par mégarde, en raison d'un enchaînement particulier qui mène à telle ou telle situation.

En 2024, la moitié de la population mondiale va voter. De l'élection présidentielle américaine à l'élection du Parlement Européen en passant par les suffrages en Inde, le changement peut être brutal.

Quid de l'équilibre actuel sur le conflit en Ukraine si Trump l'emportait en novembre prochain. Les soutiens russes qu'il a eu aux dernières élections pourraient être réactivés et quid du soutien à l'Ukraine ?

Comment évoluerait la construction européenne si les tendances récentes observées aux Pays-Bas, en Slovaquie et en Suède notamment étaient encore plus marquées avec la tentation d'une sortie de l'Union Européenne ?

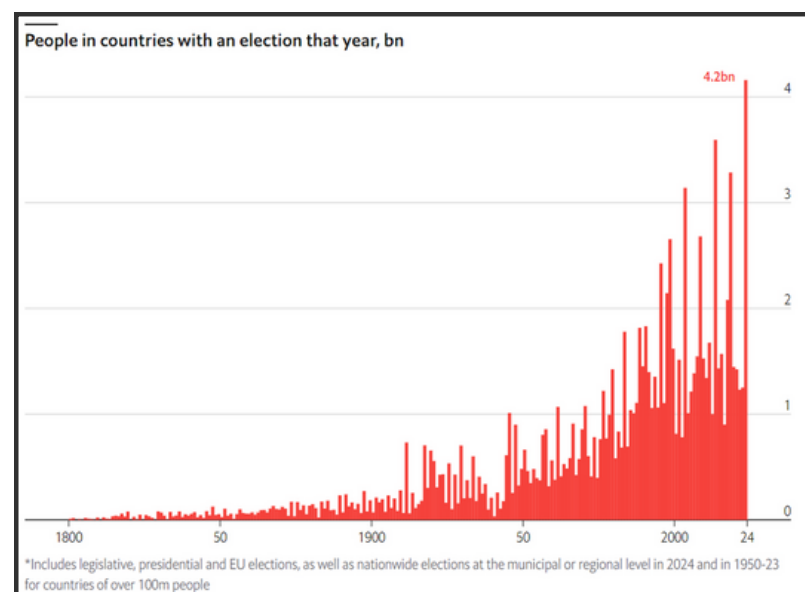
Les élections générales du printemps prochain peuvent elles remettre en cause le pouvoir de Modi en Inde ? La volonté du premier ministre indien de constituer un Grand Sud en opposition aux pays du nord pourrait être fragilisée.

Les élections présidentielles en Russie pourraient elles fragiliser Vladimir Poutine en cas de semi-échec ?

C'est en Afrique qu'il y aura le plus d'élections même si en moyenne les africains (même si l'Afrique est toujours plus vaste qu'on l'imagine pour généraliser un tel propos) ne se font pas d'illusions sur ce processus démocratique.

La bonne nouvelle est qu'au Mexique, le nouveau président sera une présidente, les deux leaders pour ces élections sont des femmes.

La géopolitique fait son retour et avec elle le rôle de chaque Etat. C'est pour cela que 2024 sera une année cruciale.



## L'inflation des années 1970 reste-t-elle une référence ?

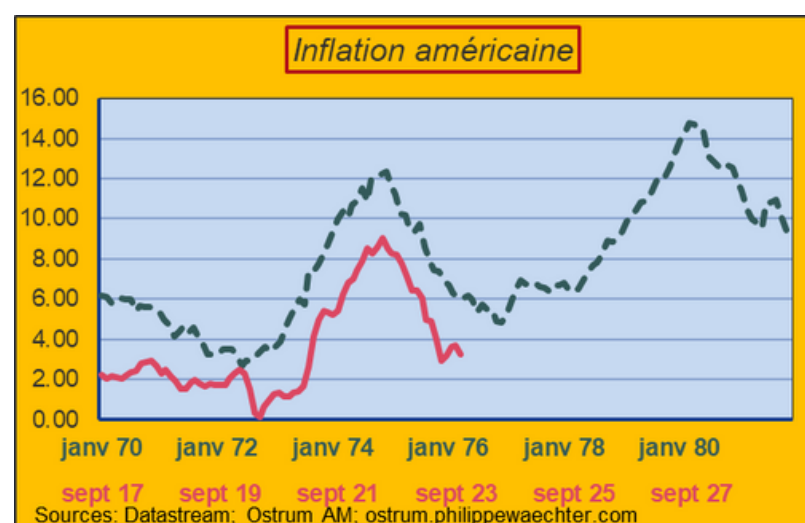
Le graphique présenté à droite est-il pertinent pour anticiper l'inflation future ? 3 remarques

1 - Les sources d'énergies sont aujourd'hui beaucoup plus diversifiées. A l'époque, le pétrole avait peu de concurrents alors qu'il y a aujourd'hui le gaz, le nucléaire et le renouvelable. Cela change les arbitrages pour les utilisateurs, entreprises et ménages.

2 - Le pic d'inflation de 1980 était fortement lié au choc pétrolier de 1979 et l'arrivée de Khomeini au pouvoir en Iran.

3 - Cela ne signifie pas pour autant que la Fed doive relâcher fortement sa politique monétaire.

Autrement dit, la comparaison n'est pas pertinente.





## Les engagements sur les énergies fossiles s'arrêtent avec la hausse des prix

En 2022, après la crise résultant de l'invasion de l'Ukraine, le prix des énergies fossiles avait flambé. Le prix du pétrole a grimpé au-dessus de 120 dollars le baril en mars et en juin et le prix du gaz a augmenté

jusqu'à 340 euros le mégawatt heure, contre moins de 20 avant la crise. Le prix de l'électricité a suivi le mouvement du prix du gaz ce qui a été particulièrement pénalisant en Europe.

Face à cette hausse rapide des prix, les gouvernements ont réagi en augmentant les subventions à ces énergies fossiles. Elles ont doublé par rapport à 2021 selon l'OCDE. Ce sont les gouvernements des pays importateurs d'énergies qui ont été les plus actifs afin de ne pas pénaliser l'activité.

Les consommateurs ont été privilégiés, recevant 81% des subventions en 2022 avec deux cibles privilégiées, le transport (la voiture) et le chauffage.

Ce que montre aussi cette étude de l'OCDE est que les mesures n'ont généralement pas été ciblées. Les subventions nouvelles ont été distribuées sans regarder le montant du revenu des bénéficiaires.

Normalement le prix doit être une incitation à modifier la consommation de ces énergies.

La subvention réduit toute incitation et prend à revers l'idée de caler la trajectoire de consommation sur celle associée à la transition énergétique.

Si les mesures sont ciblées, elles traduisent principalement un effet de redistribution vers ceux qui sont réellement pénalisés par la hausse du prix. Il y a un effet contre-productif.

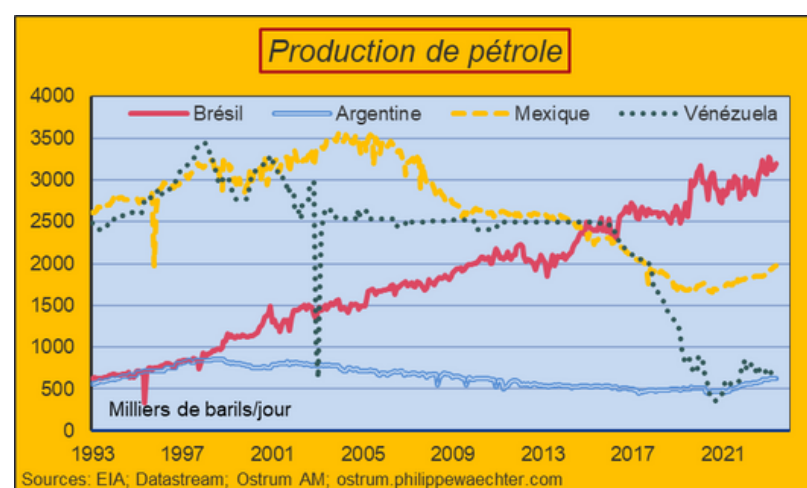
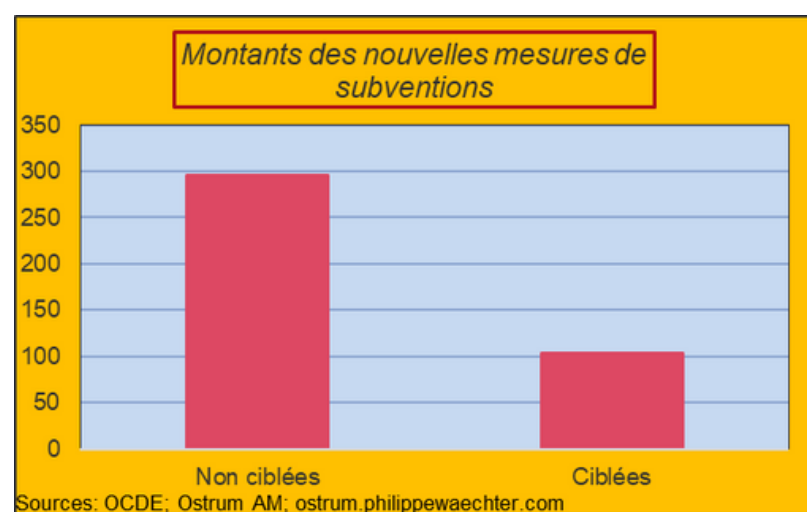
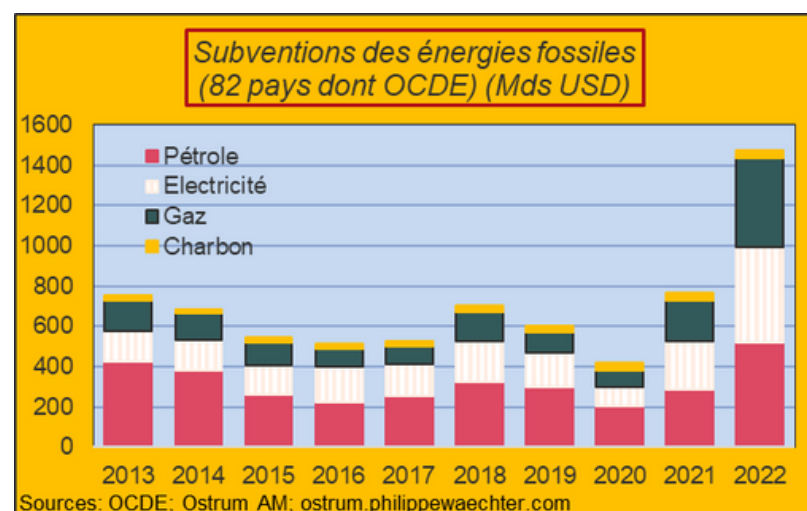
En 2022, la proportion entre mesures ciblées et non ciblées étaient de 1 à 3, 1 mesure ciblée pour 3 mesures non ciblées. Les gouvernements ayant appris, ou pas, la base de données de l'OCDE suggère que pour 2023, la proportion passe à 1 à 4.

## Le Brésil adhère à l'OPEP +

Le plus gros producteur de pétrole d'Amérique Latine va adhérer en janvier à l'OPEP+.

Son président Lula dit qu'il sera là qu'en observateur pour infléchir les comportements des principaux producteurs de pétrole dans le cadre de la transition énergétique.

Les associations écologiques brésiliennes ne sont pas rassurées. La baisse de la déforestation à mettre au compte de Lula doit être compensée le projet de plate-forme pétrolière à l'embouchure de l'Amazonie.





## Dynamique de l'emploi local en France

D'une façon régulière, l'équipe de la Région Nouvelle Aquitaine, menée par Olivier Bouba Olga, fournit une image de la France à partir de statistiques très détaillées à l'échelle de la commune, de l'intercommunalité ou du département.

Ce mois-ci, le thème porte sur l'évolution de l'emploi entre 2009 et 2019.

Les auteurs distinguent entre les emplois à destination locale (résidents, touristes) et emplois dont la production est destinée à être utilisée ailleurs. C'est la cas par exemple d'une usine d'automobiles dont la production est destinée à l'ensemble du territoire voire au-delà.

La carte colorée traduit selon les couleurs la progression de l'un ou l'autre des types d'emplois ou les deux.

Le premier point à souligner porte sur les tâches blanches plutôt dans l'est de la France. C'est un peu la grande diagonale du vide souvent évoquée et qui est une longue zone peu peuplée.

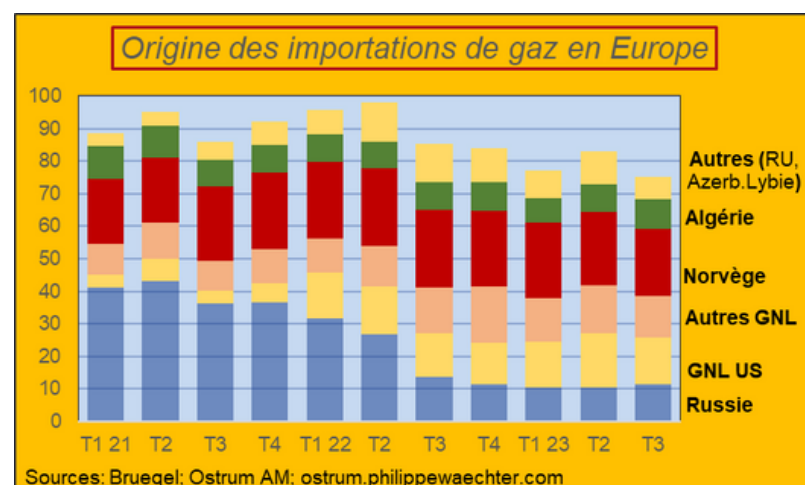
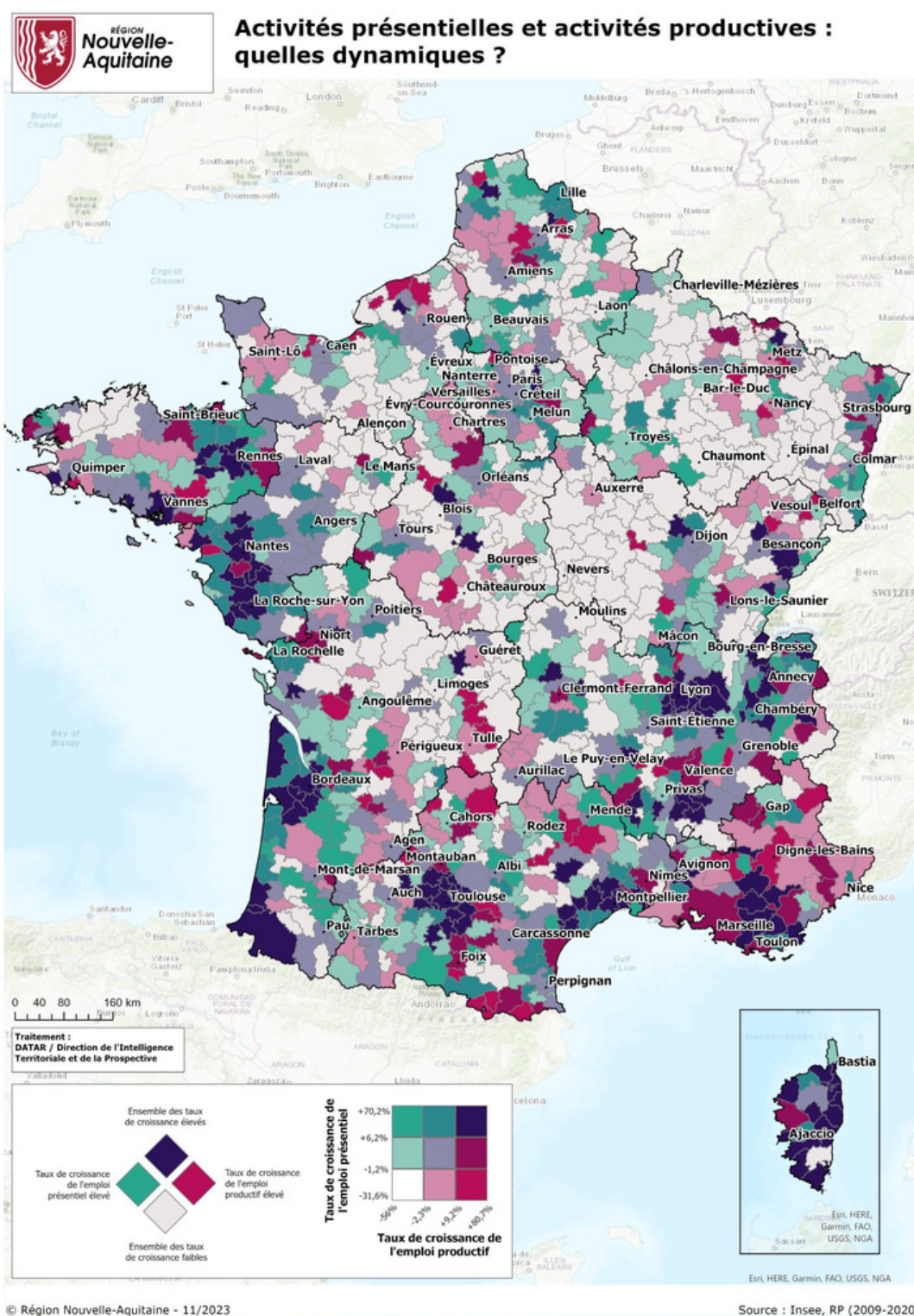
Le deuxième point est que l'emploi tend à se développer sur les frontières au sud et à l'ouest. Les marques bleues traduisant une hausse des deux types d'emplois s'observent dans ces régions. C'est à Rennes, Nantes, Bordeaux ou encore Toulouse et quelques autres.

La France n'a pas un territoire homogène nécessitant de fait des approches et des traitements différents. La décentralisation est à ce prix.

L'étude s'arrête en 2019 et il y a eu depuis les effets de la pandémie et des mutations du travail associées. Pas sur que les tendances aient été inversées.

## Approvisionnement en gaz de l'Europe

Le poids de la Russie a diminué dans l'approvisionnement européen mais il n'est pas nul. Le Gaz Naturel Liquéfié (GNL) a fortement augmenté et la Norvège reste un partenaire privilégié.





## La notation de la France

L'agence de notation Standard and Poor's a maintenu la notation de la France à AA avec perspective négative. **Explication**

### **Pourquoi cette notation était elle très attendue ?**

Depuis plusieurs mois maintenant les taux d'intérêt sont plus élevés sur toutes les maturités. Les coûts pour les émetteurs d'obligations sont donc plus importants.

La notation qui avait un caractère un peu anecdotique lorsque les taux d'intérêt étaient très bas redevient une source de préoccupation si le jugement porté est un signal de risque supplémentaire pour l'investisseur et donc un signal de taux plus élevés. Pour l'Etat français une dégradation aurait été le signal d'un possible renchérissement de la gestion de la dette publique. Ce qui est ennuyeux pour le budget mais aussi pour toutes les entreprises françaises pour lesquelles le taux d'intérêt de référence, le taux plancher, est celui de l'obligation d'Etat.

### **Que dit Standard and Poor's pour justifier la stabilité de la notation ?**

A peu près la même chose que Bruno Le Maire même si les profils sur la croissance ne sont pas totalement similaires.

Un point important dans le raisonnement de l'Agence est la reprise de la croissance en 2025 et 2026 alors que dans le même temps l'inflation s'effondre sous les 2%.

### **Comment comprendre ?**

La dynamique de la dette publique repose sur deux éléments:

1- le solde des recettes et des dépenses hors dépenses d'intérêt sur la dette. C'est ce que l'on appelle le solde budgétaire primaire.

2- L'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance nominal. Si cet écart est positif, le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance nominal alors les intérêts sur la dette augmenteront plus vite que les recettes tirant la dette à la hausse. Si c'est le contraire cela a un caractère vertueux pour l'endettement.

Dans les hypothèses de SnP la chute de l'inflation et la reprise de la croissance ont un côté vertueux.

C'est pour cela aussi que les économistes s'intéressent beaucoup à la dynamique des taux longs car quasiment tous les pays ont un endettement élevé. Le niveau du taux d'intérêt pourrait conditionner le caractère soutenable ou pas de la trajectoire de la dette publique en France et ailleurs

### **On regarde beaucoup l'écart de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne pour appréhender le risque spécifique de la France. Cela reste t il vrai ?**

Oui d'une manière générale car l'Allemagne est perçue comme le pays vertueux par excellence.

Ce n'est peut être pas aussi simple. Depuis l'arrêt de la cour constitutionnelle de Karlsruhe les finances publiques sont sens dessus dessous. On s'aperçoit que la rigueur allemande depuis quelques années à sacrifier des investissements d'infrastructures pour au nom du sacrosaint équilibre budgétaire. Ceci est remis en cause.



L'Allemagne va avoir besoin de dépenser davantage, notamment pour la transition énergétique, et donc de s'endetter plus. L'écart de taux d'intérêt pourrait dès lors ne plus avoir tout à fait le même sens.

### **Ce scénario du gouvernement validé par l'agence standard and poor's fait-il l'unanimité ?**

Non.

Pour l'OCDE, la réduction des dépenses est insuffisante et trop tardive. En conséquence la réduction du déficit public est plus lente que dans le scénario du gouvernement. Le profil de croissance est aussi un peu moins vertueux et de ce fait la dette publique continue de progresser et ne s'infléchit pas.

La commission européenne s'interroge aussi sur le profil des finances publiques en France.

La question qui est posée à chaque fois est celle de savoir où seront les investissements pour la transition énergétique et la capacité de l'économie française à nourrir sa croissance potentielle à partir d'un nouveau mix énergétique plus en phase avec cette transition.

En outre, comment seront arbitrées ces nouvelles dépenses au regard des dépenses déjà existantes. C'est une question majeure lorsque le taux de dépenses est historiquement élevé mais que chacun se garde bien d'évoquer.

Le CEPREMAP fait une remarque intéressante en indiquant que la conjoncture française était plus sensible à son environnement extérieur qu'aux mesures spécifiques prises par la politique économique. En conséquence, la stabilisation de la dette publique doit davantage ressortir de l'action budgétaire dans la maîtrise des dépenses qu'à une espérance de croissance trop robuste dans la durée.

Il ne faut pas se tromper d'arbitrage pour éviter de retomber dans tous les travers du passé qui font que jamais les objectifs des finances publiques ne sont tenus. Les attentes sur la croissance sont toujours plus fortes que la volonté de maîtriser les dépenses.

### **Premiers jours de la COP28**

Le premier point à souligner est la validation du cadre négocié depuis un an sur le fond "Pertes et Dommages". J'avais évoqué ce point il y a quelques temps et la façon dont l'ultime réunion avant la COP avait permis de définir ce cadr. Les dommages provoqués par le réchauffement climatique pourront être réparés avec des fonds provenant des pays développés. C'est un accomplissement important notamment pour les petits pays qui n'ont pas les moyens de payer pour ces dommages.

Le second point d'orgue est la vidéo du président de cette COP qui explique qu'il n'y a pas de preuves scientifiques incriminant les énergies fossiles dans l'ensemble des désordres climatiques. Il va falloir trouver un communiqué de presse final cohérent !!!!

De là à imaginer un calendrier pour sortir des énergies fossiles .....



## Le taux d'inflation se normalise en zone Euro

Au mois de novembre, le **taux d'inflation** en zone Euro s'est inscrit à **2.4%** et le taux d'inflation sous-jacent à 3.6%.

La **hausse des prix** retrouve un territoire déjà connu par le passé comme on l'observe sur le graphe. Cependant, le taux sous-jacent reste encore bien au-delà des normes antérieures.

**Toutes les contributions se replient**, y compris celle du prix des services.

(La somme des 4 contributions est égale au taux d'inflation).

Les **chiffres sont néanmoins encore élevés** au regard des normes historiques. L'épisode d'inflation n'est pas achevé.

**Deux remarques:**

Le **ralentissement du taux d'inflation** va **tirer les négociations salariales** vers le **bas** et accentuera le ralentissement des contributions du prix des biens et des services.

**La contribution de l'énergie va tendre vers 0** car le prix du pétrole, élément clé pour comprendre sa contribution, va être, au début 2024 proche du niveau de janvier 23.

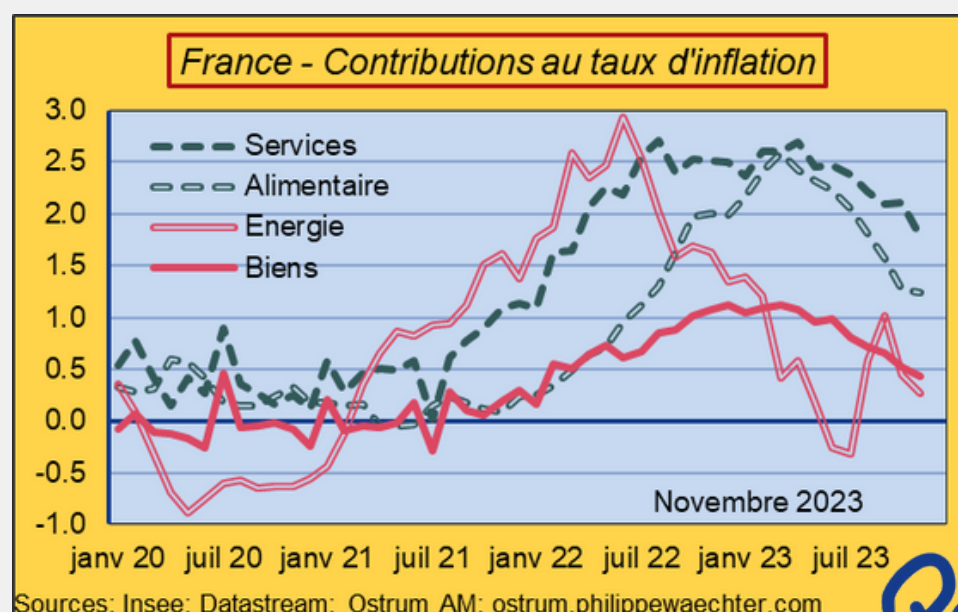
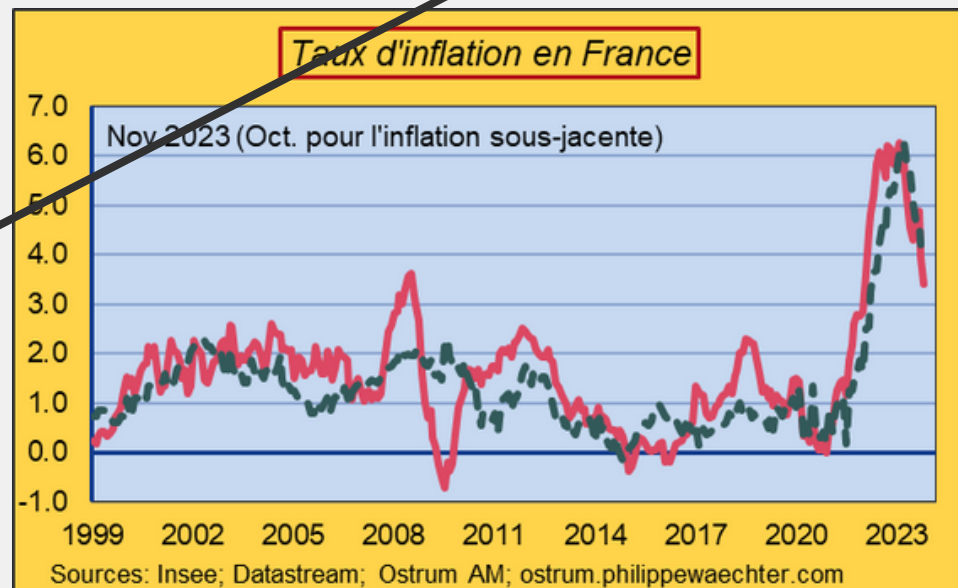
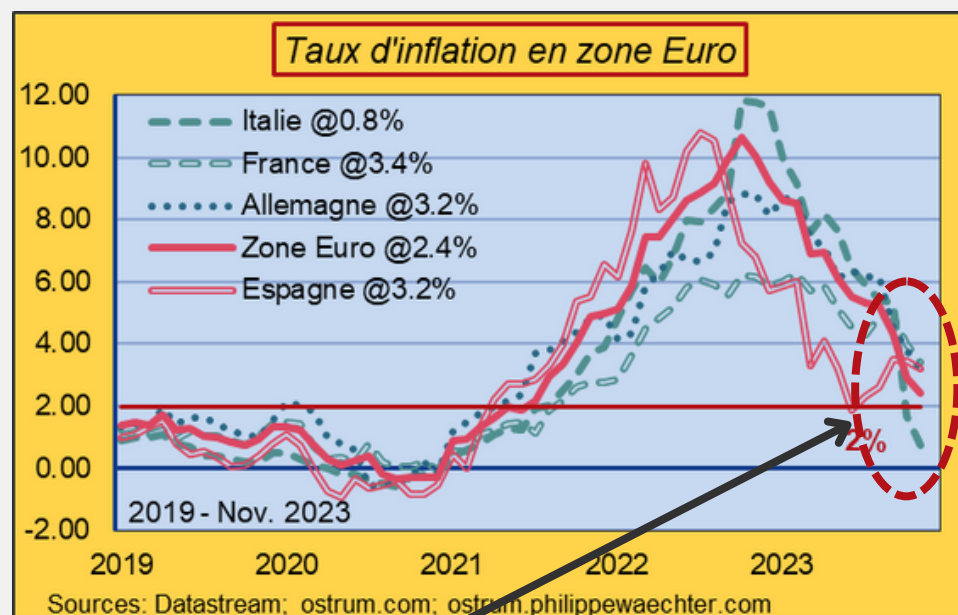
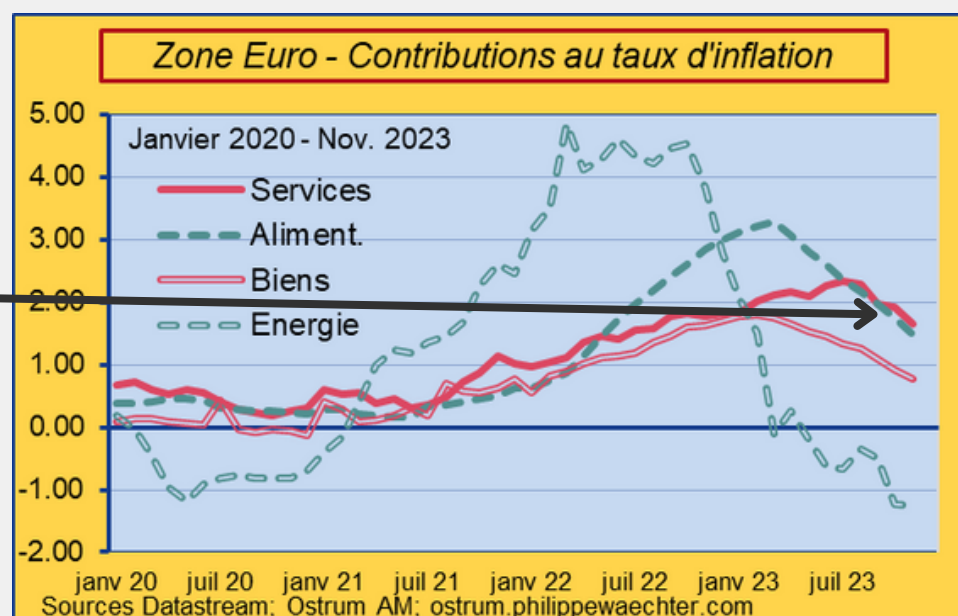
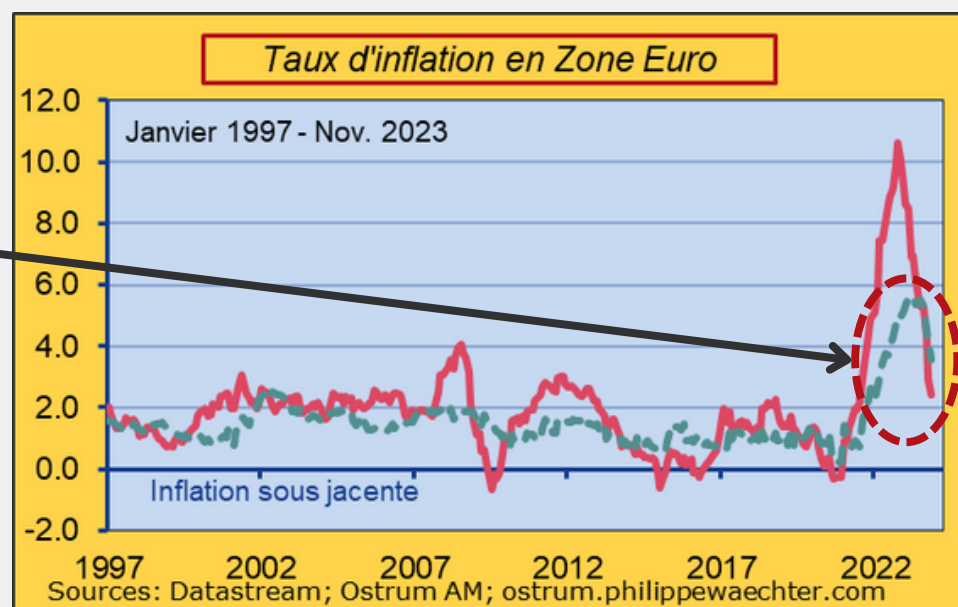
(Le prix est de 76.1€ le baril en novembre 2023, il était de 78.1€ en janvier 2023)

Le **repli se constate dans tous les pays de la zone**. L'**Italie** est même à **0.8%**(avec un inflation sous-jacente à 3.6%).

### En France

Le **taux d'inflation est à 3.4%** en novembre. Toutes les contributions refluent, un peu à l'image de la zone Euro.

La seule différence porte sur la **contribution du prix de l'énergie** dont l'allure a été heurtée en août par un **ajustement du tarif réglementé sur l'électricité**.





## Dynamique de l'économie française

Le chiffre du PIB du troisième trimestre a été révisé à la baisse. Désormais, l'activité s'est contractée durant les trois mois d'été au rythme de -0.1%.

L'investissement a été un peu moins vigoureux que dans la première estimation. Cela se traduit par une contribution de la demande interne qui passe de +0.7% à +0.5% expliquant ainsi le passage de +0.1% à -0.1% pour le PIB.

L'acquis pour 2023 a été révisé à la baisse à 0.8% (si au T4 le PIB reste au niveau du T3 alors la croissance moyenne de 2023 serait de 0.8%)

Le taux d'épargne des ménages a été revu à la baisse depuis le début de l'année. La raison, une meilleure prise en compte des dépenses alimentaires qui finalement ont été un peu plus importantes qu'initialement estimées. Dès lors la consommation étant un peu plus forte, le taux d'épargne s'effrite. Il reste néanmoins très au-dessus de sa norme historique.

Les marges des entreprises sont toujours importantes. Elles restent dans la partie située entre la médiane et le plus haut calculés sur la période 1986-2007 qui nous sert de référence. Ce chiffre est néanmoins une moyenne et tous les secteurs ne bénéficient pas de cette situation envieuse.

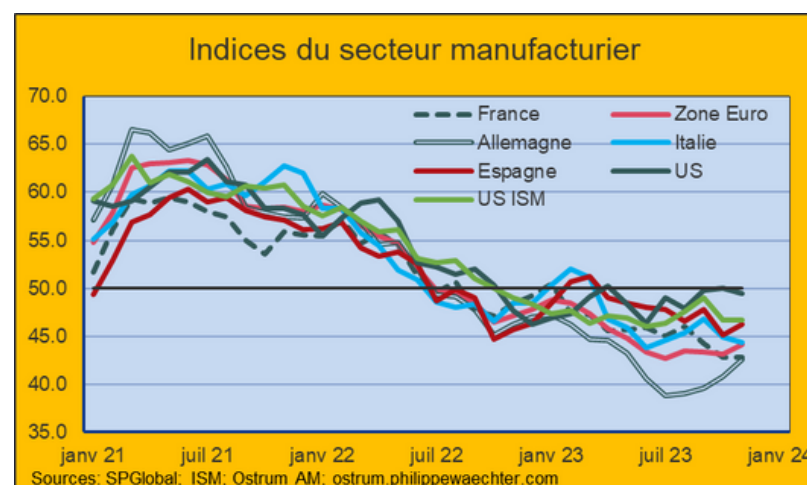
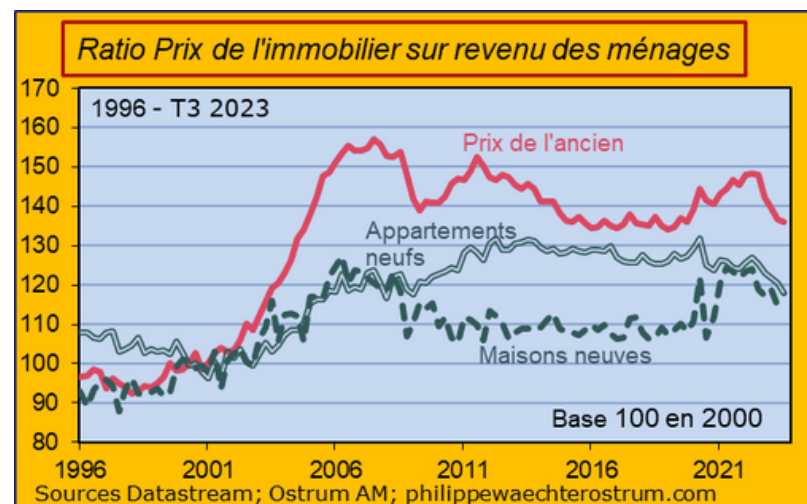
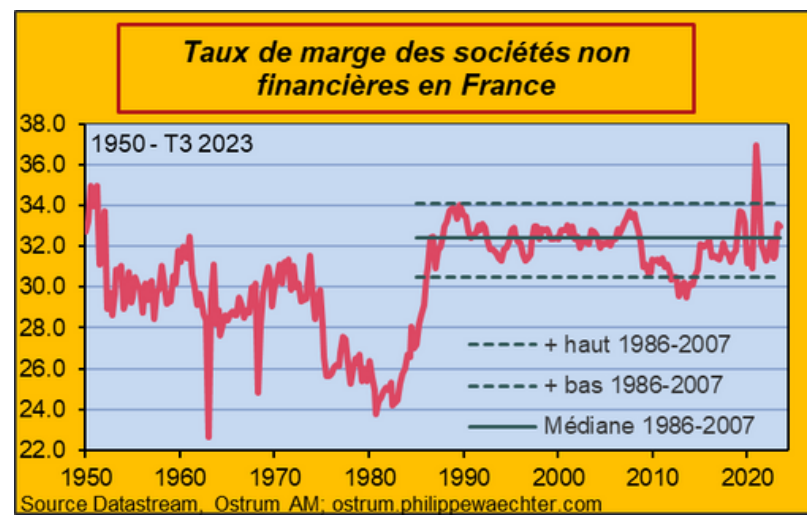
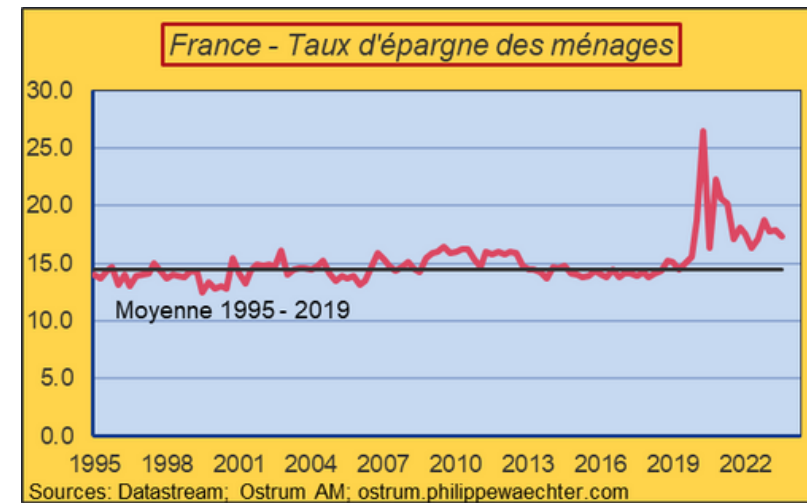
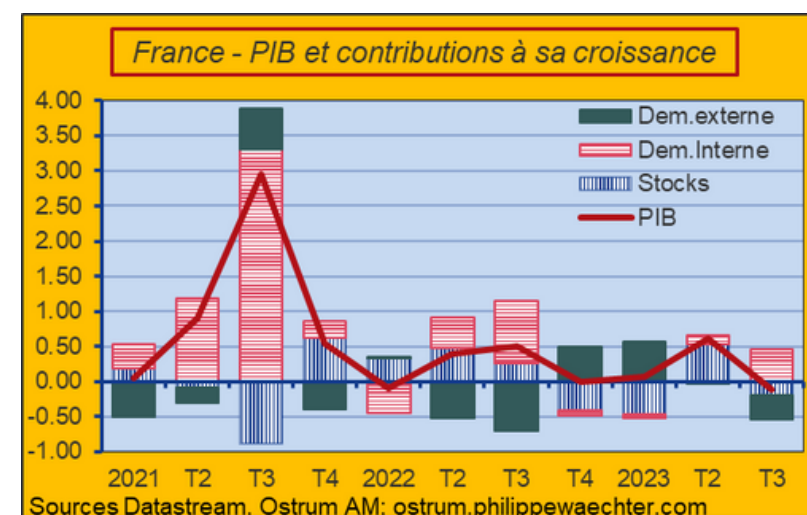
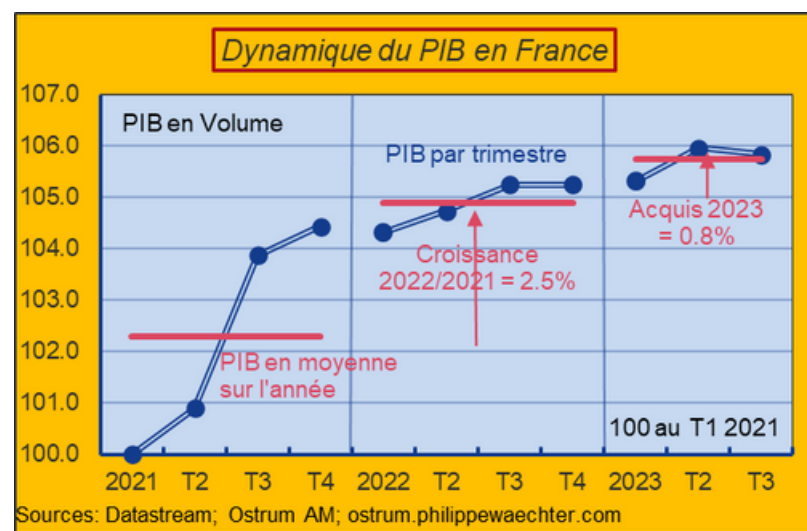
## Prix de l'immobilier en France

Le prix de l'immobilier, relativement au revenu disponible des ménages a diminué mais finalement pas de façon spectaculaire au regard de la baisse du niveau des transactions.

Pour redevenir attractif, un repli supplémentaire est probable.

## Indicateurs d'activité

Les enquêtes auprès des entreprises en zone Euro et aux US donnent un signal toujours identique de morosité de l'activité manufacturière. Pas encore de franc changement même si l'Allemagne paraît aller un peu mieux.







## La COP28 - Qu'est ce qui en ferait un succès ?

L'**année 2023** sera probablement l'année **la plus chaude** jamais enregistrée alors que la **consommation d'énergies fossiles** est au plus haut. Dans ces conditions, que pouvons nous souhaiter pour que la COP28 soit un succès ?

Il faut que **la fin programmée des énergies fossiles soit inscrite dans le communiqué final**. Autrement dit, il faut que soit clairement indiqué le moment où la **consommation d'énergies fossiles va se réduire de façon permanente**.

Dans le **scénario principal** de l'Agence Internationale de l'Energie, **la demande est au maximum en 2030 MAIS elle ne se réduit pas après**. Cela veut dire que l'on **serait collectivement en faveur du maintien de nouveaux investissements et de nouvelles explorations sur ces énergies fossiles**.

Ce **scénario de l'AIE** serait **compatible avec une température** qui serait, à la fin du siècle, **bien au-delà** de la cible révisée à 1.5°C de l'Accord de Paris. Dans tous les scénarii, le maintien de la tendance actuelle, y compris avec les engagements des gouvernements, se traduirait par une **température comprise en 2.5°C et 2.9°C** au dessus de la moyenne pré industrielle. C'est beaucoup trop.

Dans son rapport sur les perspectives énergétiques, l'Agence Internationale de l'Energie nous prévient que la consommation de pétrole serait de **102 millions de barils/jour en 2030, avant de décliner vers 97 millions en 2050 si rien n'est franchement mis en œuvre**, soit un scénario dans le prolongement de ce que l'on vit actuellement. C'est ce scénario qui mène à presque 3°C.

Dans le **scénario qui converge vers la neutralité carbone**, celui qui permettrait encore de vivre confortablement après 2050, il faudrait réduire la consommation à **24 millions de barils/jour en 2050. La révolution est là**.

Il ne **pourra y avoir de convergence vers la neutralité carbone que s'il y a une rupture profonde des comportements**. On ne pourra pas être simplement dans l'ajustement millimétrique. C'est pour **cela que la taxe carbone ne sera pas suffisante** car si elle provoque des modifications de comportements, elle ne provoque pas de rupture profonde.

**Ne pas mettre sur le communiqué final les éléments d'une stratégie de convergence vers la neutralité carbone avec des indications sur le rythme de réduction de l'utilisation des énergies fossiles serait un échec qui validerait toutes les recherches et explorations en pétrole et gaz actuelles et à venir. Tant pis alors pour l'Accord de Paris.**

