



Turbulences Macroéconomiques #7

Janvier 2024

2023 - 2024, un nouveau monde plus rugueux

L'inflation, le réchauffement climatique, l'action des banques centrales, les BRICs, l'intelligence artificielle et la politique industrielle, les thèmes majeurs de 2023 porteront aussi 2024. Ces sujets et quelques autres sont examinés en détail dans cette publication. L'inflation va continuer de ralentir mais la Fed n'a aucune raison de baisser ses taux d'intérêt alors que la BCE ira probablement un peu plus vite que prévu.

La volatilité des taux d'intérêt de long terme reflète le bouleversement d'un monde dans lequel la politique monétaire ne pourra plus avoir des taux d'intérêt à 0%, où le quantitative easing ne sera plus la règle et où, dans cette reconstruction globale, l'inflation sera plus élevée que ce qui a été observé depuis plus de trente années.

Le monde qui se construit est plus dense, plus incertain aussi avec des alliances nouvelles comme l'élargissement du groupe des BRICs où des tensions comme dans le canal de Suez. Le monde en 2024 c'est aussi la moitié du monde qui vote avec des échéances majeures aux USA, en Europe et en Inde. C'est aussi une transition énergétique qui tarde à se mettre en route quand les producteurs de pétrole se concurrencent pour abaisser le prix de l'or noir. Le monde de demain sera industriel mais pour quel consommateur ?

Un monde se construit sous nos yeux rendant obsolète celui sur lequel on se reposait. Il devient plus rugueux et moins lisse en altérant l'équilibre fragile entre la globalisation et les aspirations locales.

Après deux chocs de grande ampleur, la pandémie et l'invasion de l'Ukraine, 2023 était attendue comme une année de normalisation avec deux interrogations. La première sur la possibilité de voir l'inflation ralentir, la seconde sur l'activité économique.

L'inflation a franchement ralenti

La hausse des prix a été au plus haut en juin 2022 aux USA et en octobre de la même année en zone Euro. Depuis le repli est très marqué puisqu'elle se rapproche de la cible de 2% fixée par les banques centrales. La situation chinoise est plus complexe. Le taux d'inflation, voisin de 0% depuis le mois d'avril traduit un manque de tensions au sein de cette économie.



Les projections qui avaient été faites pour 2023 par le FMI tant en octobre 2022 qu'en octobre 2023 sont proches des résultats constatés à la fin 2023. **Seule la Chine a un fort écart.** Les attentes étaient de 3.6% en octobre 2022, de 0.7% en octobre 2023 et le résultat sera plus faible encore. L'acquis pour 2023 est de seulement 0.3% à la fin novembre.



Incertitude sur l'activité économique

La **dynamique de l'activité** a été **plus difficile à saisir**. Les **attentes du FMI** pour 2023 aux Etats-Unis étaient réduites en octobre 22, et finalement bien en-deçà de l'observation. Même constat sur la Chine où la croissance est plus robuste, plus élevée même que celle des prévisions d'octobre 2023. L'Europe est presque conforme aux attentes émises en octobre 2022.

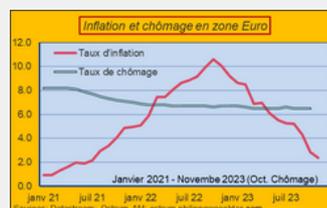


Ces écarts traduisent deux points distincts.

Le **premier** est que la lutte contre l'inflation par les banques centrales ne s'est pas traduite par une chute de l'activité économique. Lorsque les autorités monétaires ont décidé de batailler contre la hausse des prix, chacun avait à l'esprit l'idée que la hausse des taux d'intérêt, nécessaire pour infléchir la trajectoire des prix, pénaliserait l'expansion.

La **courbe de Phillips qui traduit l'arbitrage entre inflation et chômage n'a finalement pas fonctionné**. C'est ce que l'on voit sur les deux graphes. Tant aux US qu'en zone Euro le **mouvement sur l'inflation ne s'est pas accompagné d'un ajustement sur le taux de chômage**.

Le durcissement brutal de la politique monétaire n'est pas associé à une récession.





Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

La zone Euro, reprise en 2024 ?

Si l'activité n'a pas été bonne en Europe c'est en raison de l'**adaptation au choc énergétique** et à l'**inflation élevée qui a favorisé l'épargne**.

Le risque de récession au tournant de l'année est fort néanmoins avec des conséquences négatives sur l'emploi. Cependant, la baisse de l'inflation va modifier le partage du revenu entre épargne et consommation. Le taux d'épargne va se réduire et la consommation sera plus robuste. C'est pour cela que l'on ne peut pas être pessimiste sur 2024 même si l'ampleur du mouvement est limité.

Pas de récession américaine

Si l'**activité** a été **meilleure qu'attendue** aux **USA**, c'est parce que le **marché immobilier** ne s'est pas ajusté comme par le passé. La baisse des transactions ne s'est pas traduite par un repli des prix et un effet de richesse négatif pour les consommateurs. C'est important car la grande majorité des récessions US de l'après guerre relèvent d'un choc immobilier. En outre, les consommateurs américains ont eu tendance à **consommer davantage** dans la période d'inflation. Cela s'est traduit par un **taux d'épargne plus faible**.

Enfin, la **politique budgétaire** volontariste mise en place par l'administration Biden a renforcé la demande et changer les anticipations sur l'activité.

C'est probablement en raison de cette politique active et en dépit de la politique monétaire restrictive, caractérisée par une inversion de la courbe des taux d'intérêt, que l'économie américaine n'est pas entrée en récession.

Autrement dit, l'**économie a changé après la pandémie** et ne se comporte plus exactement de la même façon. La **politique monétaire ne peut plus se contenter de gérer la demande**.

Il y a des effets d'offre parfois plus importants. Et ces effets vont **s'inscrire dans la durée** en raison des transformations spectaculaires attendues sur la macroéconomie tant sur la dynamique des échanges, potentiellement affectée par les questions géopolitiques, que par la transformation de l'appareil productif en phase avec la transition énergétique.

Rattrapage limité de l'économie chinoise.

L'autre aspect important relatif à l'activité est le rattrapage limité de l'économie chinoise. La sortie du confinement en décembre 2022 aurait pu se traduire par une accélération forte de la croissance chinoise qui aurait permis d'entraîner à la hausse l'expansion économique globale.

Cela n'a pas été le cas. Certes l'économie connaît un fort chiffre de croissance, autour de 5%, mais son impact sur le reste du monde est réduit, beaucoup plus réduit que par le passé.

Cela s'observe notamment par le commerce extérieur chinois. Sur les 11 premiers mois de l'année 2023, les exportations, en moyenne mensuelle et en dollars, sont en repli de -5.6% par rapport à 2022 et les importations en recul de -6%. La Chine a une croissance plus autocentrée, moins expansionniste. C'est sûrement un changement qui s'inscrira dans la durée.

Les 9 points à retenir de 2023

1 - L'inflation a franchement chuté

Les **taux d'inflation s'étaient envolés en 2022 sous l'effet du prix de l'énergie**. Le pétrole était coupable aux US, le pétrole, le gaz et l'électricité l'ont été en Europe.

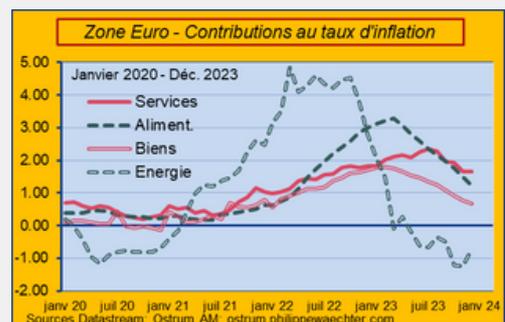
La crise énergétique inédite sur le vieux continent, conséquence de l'invasion de l'Ukraine, a accentué le biais haussier de l'inflation. Les **prix durablement élevés** de l'énergie se sont **diffusés** dans le reste de l'économie bouleversant l'ensemble de l'économie européenne.

Le changement de tendance

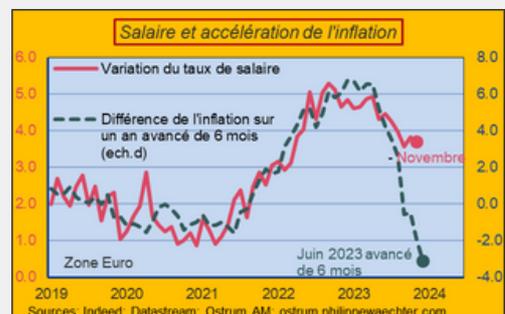
Le changement de tendance sur les taux d'inflation traduit d'abord le **reflux des prix énergétiques** avec des effets de base importants (les prix du pétrole et du gaz étaient plus faible en 2023 qu'en 2022, provoquant une variation négative et une contribution négative au taux d'inflation). Ce reflux a aussi changé l'allure des prix alimentaires dont une composante est le prix de l'énergie via la transformation des produits mais aussi via le prix des engrais dont le profil dépend du prix du gaz.

Il reflète ensuite la **levée des contraintes qui pesaient sur l'appareil de production** et qui, juste après le confinement, avaient engendré pénuries, rationnements et prix beaucoup plus élevés. Cette levée des contraintes se reflète dans la réduction de la contribution du prix des biens.

De manière récente, notamment en Europe, le changement de tendance reflète l'inflexion du taux de salaire de référence. Les **nouveaux contrats de travail se font à des taux de salaire dont la progression ralentit** depuis quelques mois. Cela reflète un marché du travail moins dynamique et le ralentissement brutal et profond du taux d'inflation.



Les **négociations salariales se calent sur l'évolution passée de l'inflation** s'appliquant avec retard sur le taux de salaire effectivement négocié. Le repli rapide de la hausse des prix va se traduire par une dynamique plus limitée des salaires provoquant un ralentissement de l'inflation notamment dans les services.





Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

2 - Pas de crise énergétique en Europe

La **crise énergétique** avait été **spectaculaire** en Europe en **2022** après l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

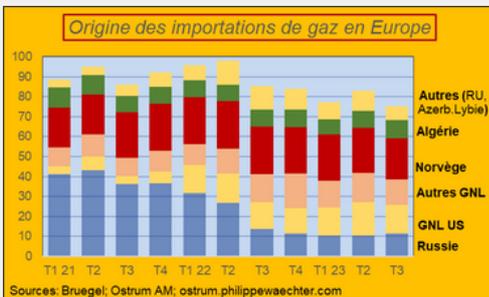
Le prix du gaz, inférieur à 20€ le mégawatt heure avant la pandémie, a grimpé jusqu'à **340€ le 26 août 2022**. La réduction de l'approvisionnement russe et la volonté de trouver de nouveaux fournisseurs se sont traduites par une hausse spectaculaire du prix du gaz entraînant celui de l'électricité. C'est ce phénomène qui a engendré la persistance de l'inflation.



Pas de nouvelle crise: 3 raisons

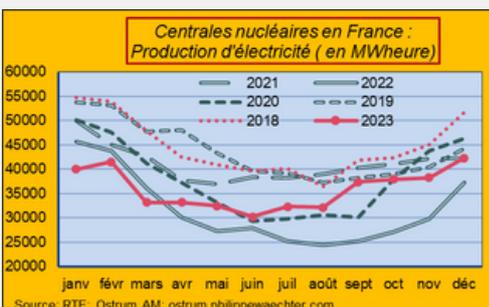
1- L'Europe a trouvé de nouveaux fournisseurs de gaz.

Le poids de la **Russie s'est réduit** et le gaz liquéfié (GNL) a vu sa part s'accroître significativement. Dans le même temps, les **réserves de gaz** en Europe se sont **accrues** de façon spectaculaire.



2- Le renouveau de la production d'électricité française

Après une année 2022 marquée par toute une série de problèmes, les **centrales nucléaires** ont pu, **à nouveau, produire** de façon importante. Cela a permis à la France de **redevenir exportateur net d'électricité**, ce qu'elle n'avait pas pu être exceptionnellement en 2022. Une conséquence majeure est une demande de gaz plus réduite pour les pays (Allemagne, Italie,..) qui exportaient leur électricité en France à partir de centrales au gaz.

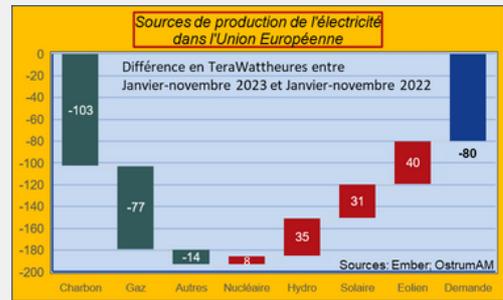


3- Le boom du renouvelable.

En **Europe**, de janvier à novembre 2023, le renouvelable a assuré **28% de la production d'électricité**. C'est 10% de plus qu'avant la pandémie et 4% de plus qu'en 2022. Dans le même temps, la **part des énergies fossiles est passée de 39% à 31%** entre 2019 et 2023.

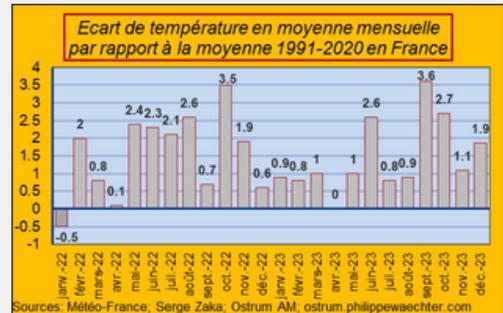
A titre de **comparaison**, les chiffres sur la part des énergies fossiles restent encore proche de **60% aux Etats-Unis** et à **66% en Chine**. **L'Europe est très en avance.**

Sur le graphe, on voit bien l'ajustement qui a eu lieu. La **demande d'électricité a baissé** de 80 térawattheures entre 2022 et 2023. Ce repli s'est fait en **réduisant drastiquement la part du charbon et du gaz** au bénéfice de l'éolien et du photovoltaïque.



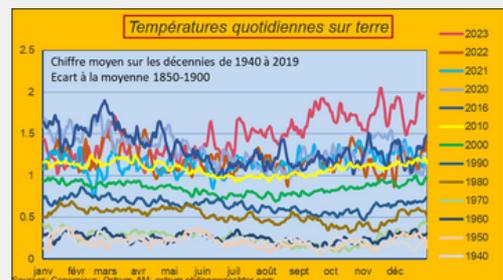
3 - 2023, l'année la plus chaude

En **France**, depuis **février 2022**, la **température moyenne** par mois est **supérieure** à la température moyenne observée sur la **période 1991-2020**. **Les mois froids ont disparu.**



Le constat à l'échelle global est similaire. Les années récentes sont en anomalies par rapport à l'historique.

Le graphe présente les écarts de températures quotidiennes à la moyenne de référence 1850-1900. Pour les décennies de 1940 à 2010, j'ai fait les moyennes quotidiennes par décennies. De 2020 à 2023 ce sont les données quotidiennes.



L'année 2023, en rouge, montre une **allure très particulière**. La moitié de l'année est au-delà de 1.5°C, l'objectif de l'accord de Paris.



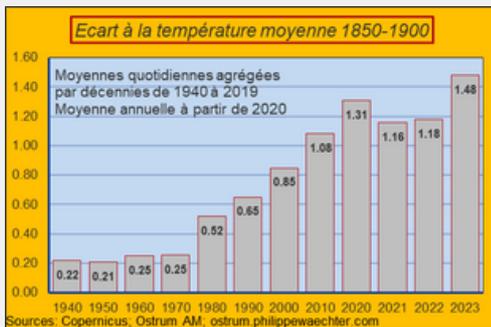
Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

On peut visualiser cette rupture en calculant les chiffres moyens par décennie.

Le **changement de tendance a lieu dans les années 1980** et il n'a pas été remis en cause. On note qu'en moyenne sur l'année, la **température constatée en 2023** est quasiment à l'**objectif fixé** pour la fin du siècle dans l'**Accord de Paris**.

Pour se caler sur ce point, Copernicus avait calculé qu'en suivant la tendance observée lors de la COP21 à Paris en 2015, la convergence vers 1.5°C se ferait en 2045. Dans un calcul récent, l'institution anticipe une convergence en 2034.

Cela fait **19 années perdues**, celles de 2034 à 2045 et celles depuis l'accord de Paris puisque la tendance n'a pas été modifiée à la baisse et s'est même **accentuée à la hausse**.



Pourquoi doit on s'alerter ?

Dans une **configuration habituelle**, les chocs sur le climat n'ont **pas d'effets de persistance trop important**. Autrement dit, un choc a une conséquence sur le climat qui n'est pas durable, il y a un retour à la normale.

Cependant, la **multiplication des chocs** et la **dérive observée sur la température** peuvent faire basculer les comportements. De la sorte, **il n'y a plus de retour à la normale et les phénomènes peuvent alors s'amplifier**.

L'affaiblissement des courants chauds (Jet Stream) explique, pour partie, l'apparition et la persistance des dômes de chaleur en Amérique du nord.

Un autre exemple est la fonte de la banquise. Tant que les conditions sont "normales", la banquise fond en été et se reglace en hiver. Cependant, si la température s'élève, la banquise fond plus fortement. En conséquence, la surface océanique devient plus sombre, absorbant alors davantage la lumière. Cette lumière n'est plus réverbérée par la glace blanche. Cela accentue le réchauffement global et accroît encore davantage la fonte de la banquise.

C'est ce **type de risque qui est en jeu** avec le réchauffement de la température. Cette **incapacité à revenir à la "normale"** crée les conditions d'un dérèglement dont les composantes peuvent s'accumuler avec des conséquences économiques, politiques et sociétales très importantes.

Ces phénomènes alertent forcément en 2024 car l'année qui vient de s'achever est la plus chaude depuis que des relevés sont effectués y compris en utilisant toutes les techniques pour fouiller le passé.

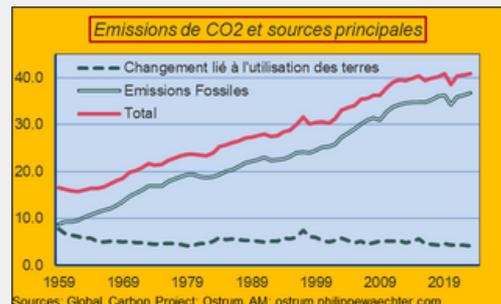
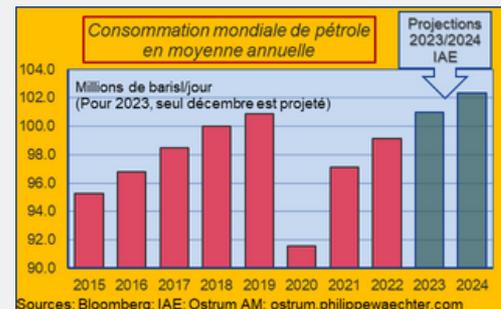
Dans un monde qui n'arrive pas à maîtriser ses émissions de CO₂, **le risque est alors d'aller plus vite que ce que l'on veut imaginer**. Copernicus prévoit 2034 pour converger 1.5°C, il est encore temps de faire le nécessaire pour ne pas raccourcir cette échéance.

4 - COP28 - Comme un goût amer

Lors de la réunion du mois de novembre à Dubaï, il y avait une **vraie opportunité** de mettre en place des éléments indiquant la possibilité d'une **sortie des énergies fossiles** à un horizon fini.

Il n'était pas attendu de date mais la possibilité de basculer à l'échelle globale vers un engagement de moins utiliser les énergies fossiles.

Cet **engagement aurait été d'autant plus important que le monde n'a jamais consommé autant d'énergies fossiles** alors que les émissions de carbone ne sont pas maîtrisées.



De la COP28, il ressort que **ceux qui veulent faire basculer le monde vers une trajectoire soutenable ont à faire les investissements nécessaires. Pour les autres**, notamment les producteurs d'énergies fossiles, ils **doivent d'abord répondre à la demande** qui reste très dynamique.

Même si un grand pas a été franchi avec la mise en place du fonds Perte et Dommage pour permettre aux pays les moins riches de faire face au défi climatique, on ne peut se satisfaire de ces résultats sur les énergies fossiles.

Deux points à rappeler plus un

Selon Global Carbon Project, **pour caler la trajectoire du réchauffement climatique à 1.5°C** il faudrait atteindre la **neutralité carbone** (zéro émission carbone) en **2040**. Si l'objectif est 2°C, la neutralité doit être atteinte en 2080. Cela laisse plus de temps mais avec des conséquences globales terriblement pénalisantes pour tous.

Selon l'IAE, pour tendre vers la **neutralité carbone en 2050**, il faudrait réduire la consommation de pétrole de 102 Millions de barils par jour actuellement (et jusqu'en 2030 selon l'IAE) à **24 millions**..... Le chemin à parcourir est considérable.

La **COP29**, en novembre prochain, se tiendra en **Azerbaïdjan**, autre gros producteur d'énergies fossiles.



Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

5 - La politique monétaire en 2023 et après

Les décisions attendues des banques centrales ont nourri les gazettes tout au long de l'année. Etaient-elles trop restrictives ? Avaient-elles atteint le taux pivot qui les inciterait à ne pas durcir davantage la stratégie mise en œuvre ? Plus récemment, la question porte sur le moment où elles vont commencer à relâcher leur contrainte.

Quelques points à retenir

1- Les **banques centrales** ne pouvaient **pas être indifférentes à l'inflation** qui se développait. C'est une question de **crédibilité** puisque leur mandat porte sur la stabilité des prix.

Ne rien faire en considérant que l'inflation serait transitoire en sortie de pandémie, c'était prendre le risque de voir l'inflation s'inscrire dans la durée. Aucun banquier central ne veut prendre ce risque spécifique. Même en pensant que l'épisode inflationniste serait transitoire, les banques centrales devaient agir.

2 - Néanmoins, **elles ont subi les évolutions de l'inflation** car une bonne partie de la hausse des prix ressortait du prix de l'énergie et des prix alimentaires. Aux US, cela avait néanmoins précédé par une **forte hausse de la demande** après le chèque important versé aux ménages en mars 2021.

En **Europe**, l'inflation a été **plus persistante** en raison de la crise énergétique évoquée plus haut. Mais ni la Fed, ni la BCE n'ont la capacité à réguler le prix du pétrole, du gaz ou du blé. Il fallait simplement limiter la capacité de contagion de ces chocs sur le reste de l'économie.

3- La difficulté pour les banques centrales est que l'inflation a ralenti dès la seconde partie de 2022, que les **taux d'intérêt** ont franchement été **relevés** mais que **l'impact sur la demande a été réduit**. La politique monétaire a eu à faire face à des chocs d'offre et n'a pas eu la capacité à gérer la demande alors que c'est sa tâche habituelle.

Cela oblige les **banques centrales à repenser leur stratégie**. Si l'économie se déglobalise, si les échanges sont moins fluides, s'il y a des pénuries et des rationnements, **la gestion de la demande par les taux d'intérêt ne sera plus pertinente**. C'est le cadre nouveau dans lequel on est peut être entré.

4 - **Les banques centrales ne sont pas toutes dans la même situation.**

La **Fed aux US n'a aucune raison conjoncturelle de réduire ses taux d'intérêt** dans les mois qui viennent. L'économie a connu une croissance robuste en 2023 avec une combinaison de politique économique efficace. **La politique budgétaire a été très accommodante**, facilitant la dynamique des échanges, alors que la politique monétaire était restrictive. **Cette combinaison a permis de la croissance et une inflation qui s'est franchement ralenti.**

En **Europe**, le **risque de récession est élevé** à la fin de l'année. Si la politique monétaire a été restrictive, la **politique budgétaire**, elle, n'a **pas été expansionniste**. De plus les ménages face à l'inflation ont eu plutôt tendance à épargner alors qu'aux US ils se sont endettés et ont désépargnés.

Aucune raison de se presser du côté de la Fed

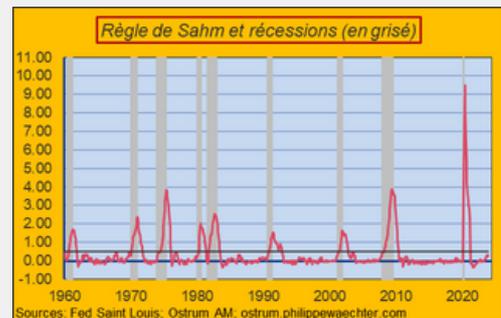
La **Fed n'a pas de raison de devenir accommodante**. Pour s'en convaincre j'ai repris les différents facteurs que le NBER regarde pour décréter la survenance d'une récession. J'ai regardé aussi la mesure de Sahm, cette économiste américaine qui a défini une règle, infaillible depuis la seconde guerre mondiale sur l'imminence d'une récession.

Les **indicateurs suivis par le NBER ne suggèrent pas une inversion de tendance** susceptible d'engendrer une récession. Tous sont plutôt haussiers et l'économie ne semble pas subir un choc qui pourrait mener à une récession.



La **règle créée par Claudia Sahm** compare le taux de chômage en moyenne sur 3 mois aux point bas de ce taux de chômage constaté sur les 12 derniers mois. Si l'écart est supérieur à 0.5% (la ligne grise sur le graphe) alors la probabilité d'une récession est forte (en grisé sur le graphe).

En intégrant le chiffre du taux de chômage de décembre, **la règle ne suggère pas la possibilité d'une récession.**



Dans ces conditions, on comprend les **réticences des membres du FOMC à réduire rapidement le niveau des taux d'intérêt.**

Ce serait même **contreproductif**. En effet, la **politique budgétaire restera accommodante** durant cette année électorale américaine. Si la politique monétaire le devient également, la **machine risque de s'emballer** et un risque de **surchauffe** derrière. Cela permettrait, peut-être, de bien passer 2024 mais les ajustements par la suite pourraient être pénalisants pour l'économie américaine.

Des **politiques budgétaire et monétaire accommodantes au même moment** est, hors conditions exceptionnelles, **une mauvaise combinaison** pour maintenir le cycle économique sur une trajectoire soutenable dans la durée.



Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

La BCE est un peu plus dans l'urgence

En zone Euro, la situation est toute autre. Les indicateurs cycliques sont dans la **zone de contraction de l'activité**, le PIB s'est contracté au 3ème trimestre et il n'est pas exclu qu'il en soit de même au dernier trimestre.

La **BCE est crédible sur l'inflation** et depuis longtemps. La corrélation entre le durcissement ou le relâchement de la politique monétaire et l'inflation est faible. En revanche, **l'allure de la politique monétaire se cale bien sur le cycle mesurée par l'indice SP Global**. La stratégie monétaire est mesurée par la différence sur 6 mois du taux refi.

Toute **contraction** (resp. accélération) de l'activité se traduit par une **baisse** (resp. une hausse) **du taux refi** avec un délai de quelques mois.

L'activisme de la BCE a été limité dans la période post-récession de 2011. Les risques sur l'expansion étaient perçus comme fort alors que le taux d'inflation était très réduit. L'autorité monétaire ne souhaitait pas créer un choc négatif sur la croissance. En outre, l'économie européenne dont le cycle s'inscrit dans ceux des américains et des chinois, avait besoin de support interne via la consommation. L'économie n'engendrait pas d'impulsion, celle ci venait des Etats-Unis et de la Chine, mais il fallait **alimenter la demande**. Des **taux d'intérêt très bas ont fait l'affaire** même si cela s'est traduit par un endettement plus élevé.

Le dilemme pour la BCE est le suivant: **l'économie globale est moins bien coordonnée** que dans un passé récent. La **capacité à bénéficier des impulsions externes est plus réduite**. Il faut **donc soutenir l'activité et inverser la dynamique des dépenses des consommateurs**.



Le **recul de l'inflation va faciliter la reprise des dépenses** mais la **politique monétaire accommodante, avec les moindres pressions sur l'euro, facilitera aussi les ajustements**. Cela est d'autant plus précieux que la politique budgétaire à l'échelle de l'Europe ne sera pas accommodante.

Au regard du cycle économique et en raison de l'absence d'impulsion en provenance du reste du monde, il est probable que **la BCE agira plus vite qu'attendu** par les investisseurs et plus vite que ce que signale la BCE actuellement. Cela serait conforme au graphe.

6 - L'élargissement du groupe des BRICs

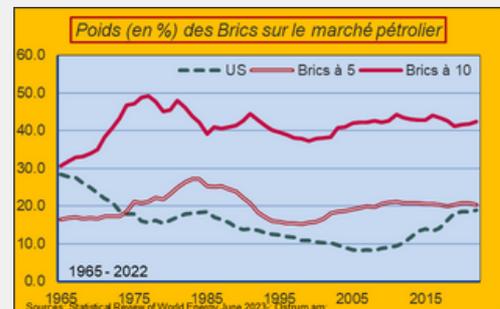
Le 24 août 2023, le **groupe des BRICs** (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du sud) est passé à **11 membres**. L'Argentine, l'Arabie saoudite, l'Egypte, les Emirats Arabes Unis, l'Ethiopie et l'Iran devaient rejoindre les fondateurs le 1er janvier 2024. **Ils ne seront finalement que 5 à adhérer**. Le nouveau président argentin Javier Milei a renoncé à s'inscrire dans ce cercle.

Ce groupe élargi oblige à y réfléchir différemment. Initialement les BRIC, sans l'Afrique du Sud, était avant tout la construction analytique d'un économiste d'une grande banque d'affaires américaine. En dépit des réunions annuelles, il n'y avait pas d'institutions constituées.

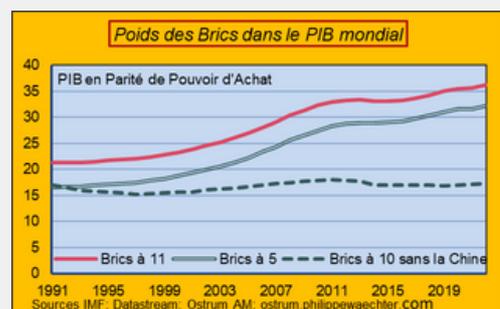
Cela va probablement changer avec les BRICs à 10. **Quatre points à mettre en avant**

1- un point commun lors de la réunion du mois d'août est la volonté affichée de remettre en cause la puissance du dollar dans les transactions. Lors de cette réunion 5 pays sont entrés dans le groupe mais de très nombreux autres pays participaient. Parmi eux beaucoup sont producteurs de matières premières. La tentation de rendre l'ensemble de ces pays plus autonome vis à vis des Etats-Unis s'est exprimé via le souhait d'une émancipation vis à vis du billet vert.

2- Les BRICs à 10 deviennent une puissance énergétique. Ils disposent de plus de 40% de la production mondiale de pétrole. Dans la phase de transition énergétique ce total est important.



3- Les BRICs sans la Chine a peu de puissance économique. Le graphe montre le poids des BRICs à 10 avec et dans la Chine. L'importance du groupement vient de l'expansion chinoise depuis une trentaine d'années.



4- La remise en cause de la dynamique de globalisation a un enjeu politique fort par essence puisque tout n'est plus conditionné par la dynamique de l'économie. La Chine a fait part à Johannesburg de son souhait d'orienter et d'infléchir les choix politiques du groupe. Cette rupture est probablement la plus importante par rapport à l'ancien groupement.

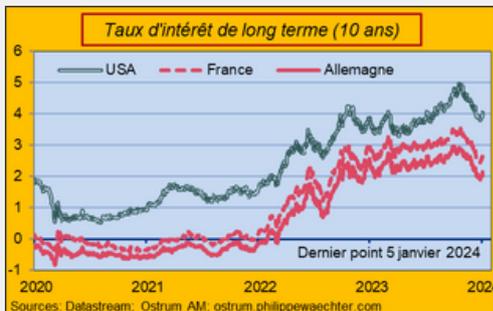


Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

D'abord parce qu'elle se passe au moment où l'Occident a mis la Russie au ban. **La Russie reste un membre important des BRICs**. Cela a été encore répété par Xi dans ses vœux de nouvel an. Ce point politique est majeur au moment où l'Inde menée par Modi veut être le leader du **Grand Sud**. La question du leadership va forcément se poser. Enfin le choix de l'Arabie saoudite d'adhérer est forcément politique. Le pays qui était proche des Etats-Unis fait un pas important vers la Chine.

7 - Taux d'intérêt de long terme

Les taux d'intérêt de long terme ont **fortement augmenté depuis le début de la hausse de l'inflation**. Au premier trimestre 2021, le taux des obligations américaines à 10 ans était de 1.3%. Au cours des trois derniers mois de 2023 ce taux était en moyenne de 4.4%. En Allemagne les références sont de -0.44% et 2.5% et en France de -0.17% et 3.1%. **La hausse entre les deux périodes est de l'ordre de 300 points de base**.



On voit immédiatement deux sources d'impact des taux d'intérêt plus élevés.

Le premier pour les **agents économiques endettés**. Du ménages à l'état, la hausse du taux d'intérêt a un effet qui peut être fort. On le voit dans toutes les discussions sur le coût de la dette publique.

L'autre impact est le choc que peut engendrer des taux d'intérêt plus élevés sur le **marché immobilier**.

Les emprunteurs voient leur capacité d'emprunt se réduire. Cela limite aussi la mobilité des ménages qui possèdent déjà un crédit. Ils ont souvent souscrit un crédit à taux très bas et tout nouveau crédit se ferait à un taux beaucoup plus fort. Cela est une source de changement dans le comportement du marché immobilier. On le voit aux USA où les moindres transactions ne se traduisent pas par une baisse des prix.

Le comportement n'est pas le même cependant en Europe. Les prix orientés à la baisse pourraient avoir un effet cyclique important.

Le taux d'intérêt de long terme reflète l'ajustement sous contrainte des anticipations. En conséquence, sa trajectoire peut être **très flexible à la hausse comme à la baisse**.

Parmi les contraintes depuis 2022 il y a la perception que la politique monétaire ne reviendra pas au taux 0%, que le quantitative easing est du passé et que les transformations qui vont jaloner l'économie mondiale notamment lors de la transition énergétique ne seront pas compatibles avec un taux d'inflation aussi faible que dans un passé récent.

Dans ce monde bouleversé, il n'est pas étonnant qu'il y ait de la volatilité en raison de **l'instabilité des anticipations**.

On peut comprendre l'allure des taux d'intérêt par morceaux sans avoir une explication globale pour l'allure constatée sur les 12 à 18 derniers mois.

Cette **instabilité** est une **menace** concernant la **soutenabilité** de la dette publique alors que les besoins d'investissements publics sont considérables pour caler l'économie sur le bon profil de la transition énergétique.

Au delà des dépenses effectives, la question sur la soutenabilité portera sur l'**écart** entre le **taux d'intérêt** et le **taux de croissance** nominal de l'économie. Un taux d'intérêt plus élevé engendre un effet boule de neige qui se traduit par un endettement plus élevé et un risque d'instabilité. Un taux d'intérêt plus faible que le taux de croissance engendre la convergence vers la stabilité de l'endettement.

On perçoit ainsi l'**incertitude** associé à l'endettement public plus élevé si les dépenses associées ne permettent pas d'améliorer les **perspectives de croissance et de productivité**.

La politique industrielle ambitieuse des US se traduit par une forte hausse de l'endettement public. Mais sera ce suffisant pour améliorer la croissance potentielle ? C'est une question à laquelle on ne sait pas répondre.

Il est probable que dans la **période de transition** que l'on connaît avec la fin des politiques monétaires accommodantes, la dette publique importante, la transition énergétique et la transformation du système économique et politique global, **les taux d'intérêt de long terme vont rester élevés et encore pas mal fluctuer**. Ils feront leur office de mesure de l'incertitude et du risque d'instabilité macroéconomique.

8 - Intelligence Artificielle

La grande transformation pourrait être l'Intelligence Artificielle (IA). Cette problématique n'est pas récente mais elle a pris un tournant majeur en 2023. Elle n'était plus réservée aux informaticiens mais est **devenue accessible au consommateur**.

L'Intelligence Artificielle c'est la capacité de synthétiser de façon complète des sources d'information très diverses.

Ce qui est nouveau est qu'il est possible désormais de l'utiliser facilement dans le quotidien: Écrire un texte, répondre à des e-mails, traduire des textes, produire des images synthétiques ou synthétiser des données. C'est cette disponibilité qui est apparu en 2023. Car l'IA était déjà dans votre application de musique en streaming, de vidéo,

Comme à chaque fois qu'apparaît une innovation de rupture, la **première analyse est de s'interroger sur ses conséquences en matière d'emplois**.

Des canuts à l'irruption d'internet la question a toujours été la même indiquant que l'emploi allait être fortement touché. L'IA n'échappe pas à la règle. Pourtant, les travaux convergent tous pour dire que **finalement l'emploi s'est plutôt bien porté après une innovation** aussi importante soit elle.

Cependant avec l'innovation, **l'emploi et le type d'emploi vont changer** et cela veut dire qu'il faut renforcer **l'éducation** pour prendre avantage des **opportunités** qui seront créées. La principale difficulté de l'IA porte sur notre **capacité collective à intégrer** dans nos comportements et à créer les conditions pour que l'on puisse l'exploiter efficacement. Cela passe par l'information et l'éducation.



Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

A l'échelle **macroéconomique**, la **question que pose l'IA porte sur sa capacité à générer des gains de productivité**. (Les gains de productivité c'est de faire que 1+1 fait un peu plus que 2 au sein du système productif)

C'est le point essentiel dans les pays développés où les gains de productivité sont très faibles depuis une vingtaine d'années. (voir le graphe)

C'est d'ailleurs une des raisons des taux d'intérêt très bas. Les gains de productivité permettent de générer des revenus supplémentaires. Pendant les trente glorieuses ces gains étaient très élevés et le pouvoir d'achat des revenus augmentaient très vite. La chute des gains de productivité a incité les banques centrales, en abaissant les taux d'intérêt, à réduire les contraintes sur la demande.

S'il y a des **gains de productivité la croissance potentielle s'améliorera** et les questions relatives au financement des retraites par exemple ne seront plus pertinentes.

L'IA est donc un enjeu majeur nécessitant une grande capacité d'**adaptation du capital humain** mais c'est aussi une **source potentielle de productivité**. Ce point est d'autant plus important pour les pays développés que leur productivité est à la traîne.

La productivité globale progresse plus vite actuellement pour l'ensemble du monde que pour les US et la zone Euro. Derrière la capacité d'adaptation il y a donc un enjeu économique et politique majeur.



9 - la Politique industrielle

Après la pandémie et les rationnements et pénuries associés, après les ruptures géopolitiques, après les interrogations sur la dynamique de la globalisation, **il est apparu raisonnable, pour chaque pays, de vouloir être plus autonome dans son mode de production**.

L'enjeu était important lors de la **pandémie** avec les masques médicaux, les vaccins ou encore la production de paracétamol.

Il l'a encore été après avec la **pénurie de semi-conducteurs** au moment de la reprise. Les délais pour disposer d'une automobile neuve avaient augmenté de façon spectaculaire car les constructeurs étaient devenus dépendants de la Chine, de Taïwan et de quelques autres producteurs.

L'Europe et les US qui avaient une part importante dans la production de semi-conducteurs au début des années 1990 (environ 80 de part de marché) ont perdu les capacités d'être aussi essentiels avec désormais une part de marché autour de 20%

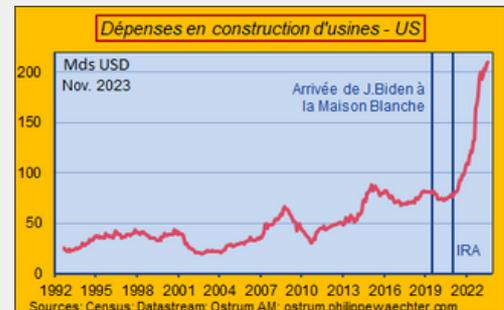
Aujourd'hui, l'avenir passe par l'ensemble des activités qui seront conditionnées par la transition énergétique. Les besoins en énergies vont basculer davantage vers l'électricité. La part de la consommation finale d'électricité dans l'ensemble des énergies va doubler à l'horizon 2050.

L'état des lieux montre une très grande dépendance des pays occidentaux vis à vis des pays asiatiques et vis à vis de la Chine en particulier.

Les véhicules électriques, les panneaux solaires, les batteries et de nombreux autres produits sont chinois.

La politique industrielle mise en œuvre dans de nombreux pays a pour objectif un rééquilibrage dans les approvisionnements et une moins grande dépendance.

L'Amérique de Joe Biden l'a bien compris. Le Chips Act et l'Inflation Reduction Act ont pour dessein de valider ces deux points: rééquilibrage des approvisionnements et moins grande dépendance. Les incitations ont pour l'instant bien fonctionné et les investissements ont été très importants.



L'Europe passe un peu à côté en dépit de déclarations fortes.

Les US n'hésitent pas à s'endetter dans l'espoir de créer un choc de productivité via le renouveau de l'industrie. Si cela fonctionne, la question de l'endettement n'en sera plus une.

L'Europe est plus axée sur l'endettement excessif que sur un pari comme celui des américains.

L'Europe manque d'attractivité. En 2023, selon le rapport Trendeo, l'Europe attire moins de 10% des investissements industriels. Les attermoissements politiques et une énergie chère sont probablement des freins à ces dépenses.

Il y a probablement un frein plus important qui est l'absence d'un véritable marché intérieur européen qui permettrait de s'installer facilement et sans coût n'importe où en Europe comme peuvent le faire les entreprises américaines sur le territoire américain. Cela réduit les économies d'échelle et ne permet pas de disposer de champions européens.

Il faut que les **Européens inversent la tendance rapidement**. Un récent rapport de la Cour des Comptes en France n'était pas très optimiste quant à la relocalisation des industries et à la réindustrialisation du tissu économique en France. Cela va être un enjeu essentiel dans les années à venir.

Chinois et américains misent sur le renouveau de l'industrie dans le cadre de la transition énergétique pour moderniser et renouveler leur outil de production. **L'Europe doit se replacer dans cette course pour conserver son influence économique et politique à l'échelle de la planète.**



Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

Réflexions pour 2024

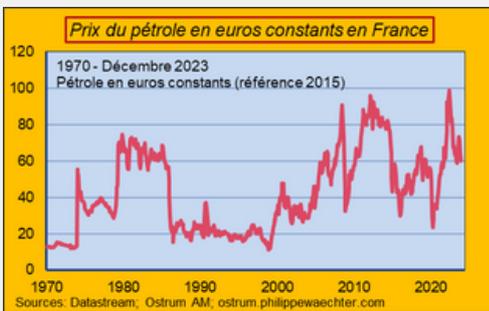
Les questions cycliques ne changent pas avec la nouvelle année. On continuera, en 2024, à nous interroger sur le profil de l'inflation, sur l'activité, sur le comportement des banques centrales ou encore sur le prix du gaz.

Cependant, il y a des points qui vont être spécifiques à l'année qui s'ouvre. J'en ai noté quatre.

1 - Peut on s'inscrire dans la transition énergétique si le prix du pétrole reste aussi bon marché ?

Le **prix du pétrole n'est pas cher**. Il fluctue autour de 60 euros (en euros constants) depuis 2005. Et il est à 60 euros en décembre 2023.

Ce **prix incite à en consommer et d'ailleurs sa consommation est d'ailleurs au plus haut**.



Autant dire que la **transition énergétique n'a pas franchement commencé**. C'est l'interprétation que l'on pouvait faire du communiqué de la COP28. Ajouter du renouvelable à la consommation d'énergie sans substitution aux énergies fossiles ce n'est pas entamer la transition énergétique. C'est pourtant ce à quoi on assiste et c'est dramatique.

La **résurgence de la production américaine à la fin 2023 est une bonne nouvelle pour le taux d'inflation mais une mauvaise nouvelle pour la planète**.

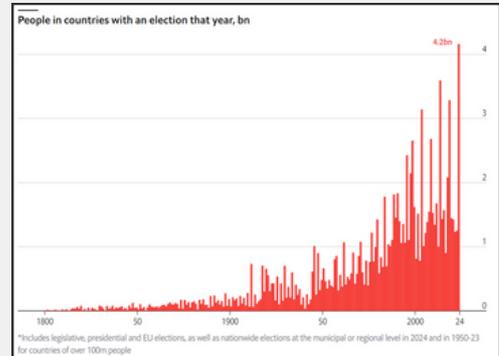
La guerre des prix entamée récemment par l'Arabie saoudite n'est pas une bonne nouvelle car elle entame ainsi un **bras de fer avec les producteurs américains** puisqu'en agissant de la sorte elle réduit nettement la rentabilité des producteurs américains. **Le résultat sera un prix durablement plus bas relançant ainsi la consommation de pétrole si cela était nécessaire**.



La transition énergétique ce n'est donc la préoccupation que de ceux qui en subissent les conséquences. Et clairement ce ne sont pas les pays producteurs de pétrole. Pourtant **la planète ne peut plus attendre**.

2 - Les élections en 2024

Pour la première fois, la moitié de la population mondiale va voter. La population des pays qui vont voter représente plus de **4 milliards de personnes**.



Parmi les grands moments de cette année, on retrouvera l'**élection présidentielle américaine**, les **élections européennes**, les **élections générales en Grande Bretagne** et en **Inde**, la présidentielle **russe** ou encore, cette semaine, la présidentielle à **Taiwan**.

Toutes ces élections ne s'inscrivent pas dans un **cadre forcément démocratique**. Il ne faut pas confondre les deux éléments. D'après the Economist qui suit **71** des 76 pays qui auront des élections, **43 seulement auront la possibilité de voter librement** et sans contrainte et 28 auront des élections sans que les conditions démocratiques soient remplies.

S'il est difficile d'anticiper les chocs de grande ampleur sur le plan économique, **on peut se préparer aux chocs politiques issus des élections**. La dizaine d'années qui vient de s'écouler n'a pas été avare en surprise. L'élection de Trump ou le Brexit ont été des surprises au moment de la lecture des résultats.

Parmi les points à surveiller, il y a l'élection américaine avec un nouveau duel, a priori, entre Biden et Trump. En **Europe**, les tendances politiques récentes portent sur la **surveillance des flux migratoires** et la critique et le **rejet des institutions européennes**. Si une telle dynamique l'emportait, la construction européenne pourrait être remise en cause. **En outre les alliances européennes pourraient être remises en cause, notamment sur le conflit en Ukraine**.

En **Inde**, Modi, l'actuel premier ministre, devrait conserver le pouvoir mais l'on perçoit des critiques plus marquées en interne. En Russie, la présidentielle devrait à nouveau permettre à Poutine de conserver le pouvoir, faute de combattants.

A Taiwan, l'élection a lieu le 13 janvier et si les indépendantistes vont probablement se maintenir au pouvoir, le résultat devra être interprété à l'aune du rôle de Taiwan dans la géoéconomie globale (importance des semi-conducteurs produits là bas) et aussi au regard des tensions entre les USA et la Chine concernant l'indépendance de ce pays.

Les surprises vont venir de cette dimension politique en 2024. En décembre 2024, le monde pourrait être tout autre.



Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

3 - Les tensions géopolitiques

La problématique du **Canal de Suez** résume bien les questions posées par le nouveau cadre global qui se dessine; un monde plus rugueux et moins lisse.

Les **navires ne peuvent plus utiliser le canal** en raison des risques provenant des interventions armées, missiles et drones, des Houthis basés au Yémen. En conséquence, le **transit par le canal a chuté** à son plus bas niveau depuis 4 ans alors que le trafic représente 15% du commerce mondial. Cette situation a une dimension économique puisque les cargos doivent faire le tour de l'Afrique par le **cap de Bonne Espérance**, rallongeant les **délais** (10 jours de plus) et augmentant les **coûts et donc le prix des biens importés notamment en Europe**. . Cela pourrait aussi inciter à mettre en place des production dans des régions non dépendantes du canal.

Sur le **plan politique**, ces tensions sont associées au conflit entre Israël et le Hamas mais traduisent aussi l'instabilité du Yémen que l'Arabie saoudite voudrait résoudre.

Qui pourrait intervenir ? Les Etats-Unis ne peuvent le faire sauf à engendrer davantage de tensions compte tenu du support à Israël. La situation est d'autant plus complexe que l'Arabie s'est mise à l'écart des Etats-Unis en adhérant aux BRICs rééquilibrant ainsi ses relations avec les USA et la Chine.

Ces tensions avec les Houthis est aussi un signal d'extension du conflit entre Israël et le Hamas. Au Liban, en Iran le conflit s'est étendu. On s'est tous concentré sur le marché du pétrole pour mesurer le risque et l'ampleur de l'extension. Mais le prix du pétrole dépend aussi d'autres paramètres (voir le point 1) et l'extension existe avec un équilibre politique qui a changé.

* * *

En quelques courtes années, le monde a changé de façon radicale.

D'une approche coopérative, plutôt coordonnée et largement conditionnée par les questions économiques, le cadre global s'est politisé accentuant les tensions et les rivalités tant économiques que politiques.

On pourrait l'écrire ainsi: la globalisation formée d'une société-monde portée par l'unification des marchés et le progrès des technologies est désormais concurrencée par l'exacerbation des revendications identitaires, le besoin d'autonomie et la radicalisation de la violence.

Le fragile équilibre entre global et local avait basculé vers le global pendant une vingtaine ou une trentaine d'années. Le mouvement de balancier revient vers le local, vers l'envie d'une moindre dépendance, d'une capacité à faire face et une moindre acceptation des règles globales.

La particularité vient de l'antagonisme lié à l'envie d'autonomie, de production locale et de choix identitaires plus marqués alors que l'économie reste fortement globalisée avec des interdépendances très marquées, l'Europe importe beaucoup de Chine, et, dans le même temps, des contraintes qui ne peuvent se résoudre qu'à l'échelle globale comme le vieillissement, la biodiversité ou le changement climatique.

C'est en cela que le monde devient plus rugueux et moins lisse. Il était lisse lorsque la globalisation était dominante et que l'intérêt économique collectif l'emportait. Ce n'est plus le cas. Chaque revendication locale crée des aspérités. Comme le suggérait Raymond Aron, c'est ce monde rugueux qui est plus "normal" plutôt que le monde lisse.

* * *

On pourrait multiplier les exemples de ces ruptures. La production de semi-conducteurs reflète ce besoin d'autonomie et l'envie d'une moindre dépendance, surtout après la crise de 2021. Les choix américains ont aussi une dimension politique pour ne pas dépendre directement du rival qu'est devenu la Chine. On peut aussi évoquer les tensions récentes entre la Chine et l'Europe sur l'automobile électrique, celles plus anciennes entre les Etats-Unis et l'Empire du milieu mais aussi la volonté des USA d'attirer la production globale sur son territoire même si cela se fait au détriment des Européens, ses alliés proches.

C'est aussi le choix argentin de ne plus attendre du reste du monde la solution pour ses propres tourments. Le nouveau président ne veut pas entrer dans le groupe des BRICs, préférant d'abord redonner à l'Argentine les capacités de décider pour elle-même. C'est une option audacieuse qui sera probablement douloureuse pour les Argentins.

On pourrait rationaliser ce nouveau monde en se focalisant sur les Etats-Unis et la Chine. Les deux principales puissances sont en concurrence sur le plan politique et économique. Cette construction est peu commune puisqu'au cours des dernières décennies la concurrence était soit politique (URSS) soit économique (Japon), jamais les deux. Avec la Chine et les Etats-Unis, une recomposition du monde a et aura forcément lieu créant des dynamiques communes avec d'autres régions du monde. C'est le cas de l'Europe plus proche des USA mais c'est le cas de la Russie proche de la Chine.

On doit se préparer à une polarisation plus marquée du monde avec des intérêts régionaux qui ne s'inscrivent plus dans le cadre des deux dernières décennies.

Le risque est que cette configuration multipolaire engendre une dynamique chaotique, incertaine, volatile et instable.

* * *

La volatilité et l'instabilité des taux d'intérêt de long terme traduisent cette recomposition du monde. C'est un monde plus risqué, plus rugueux et moins déterministe avec néanmoins des ambitions fortes concernant la transition énergétique.

Le monde se reconstruit d'une autre manière, ne reposant plus complètement sur la globalisation mais avec des tentations locales fortes.

La volatilité et l'instabilité des taux d'intérêt de long terme seront d'autant plus importantes que les banques centrales qui avaient pris en charge les risques depuis plus d'une dizaine d'années abandonnent le navire.



Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

4- La politique industrielle

La question industrielle va forcément se poser rapidement. Il y a deux points opposés à mettre en avant.

La Chine qui est devenue le principal pays manufacturier souhaite sous l'impulsion de Xi accroître son emprise sur ce secteur. De 31% de l'activité manufacturière mondiale, la Chine souhaite atteindre 36% sur la prochaine décennie. Le gouvernement facilite les financements pour que ce secteur reprenne le leadership de l'activité en Chine, compensant ainsi la fragilité du secteur immobilier.

L'autre point est la volonté de nombreux pays de retrouver des capacités industrielles plus importantes. Ce choix dicte clairement la politique économique de la Maison Blanche. L'idée est à la fois d'être plus autonome, moins dépendant du reste du monde mais aussi de réduire le déséquilibre extérieur en substituant des productions locales aux importations.

L'Inde souhaite aussi devenir un leader sur le secteur manufacturier en profitant d'un taux de salaire réduit. Cela permettrait aussi de réduire le déficit commercial. L'Europe aussi à cette volonté de relocaliser et de réindustrialiser pour gagner en autonomie.

* * *

Le risque est que cette multiplication des initiatives industrielles ne soit pas mutuellement compatible. Il faut qu'il y ait un consommateur pour acheter les produits issus de cette nouvelle donne industrielle. Le consommateur chinois doit vouloir absorber ce surplus et donc épargner moins mais pour être compatible avec le schéma global, le consommateur américain doit acheter plus de biens américains mais aussi au moins autant ou plus de biens chinois.

Pas sûr que la multiplication des initiatives industrielles trouve tous les consommateurs nécessaires pour éviter une surcapacité.

* * *

Si l'offre est en excès, la concurrence pourrait s'opérer sur les prix. Une monnaie qui se déprécie comme le yuan et les produits deviennent vite plus compétitifs. Le Royaume Uni vient ainsi de mettre en place des mesures anti-dumping sur l'acier chinois.

Dans la période de globalisation, l'allocation des ressources se faisait selon une dynamique assez simple. Les pays ayant les coûts les plus faibles produisaient des biens manufacturiers avec l'aide des pays industrialisés qui facilitaient les transferts de technologies. La capacité que se donnait la Chine à fabriquer tel ou tel bien correspondait aussi à la réduction de production de ces biens dans les pays occidentaux.

Si tout le monde veut produire les mêmes biens et même davantage, il y a surcapacité, exacerbation de la concurrence par les prix et finalement un risque fort de protectionnisme.

L'économie devient vraiment rugueuse et plus complexe.