



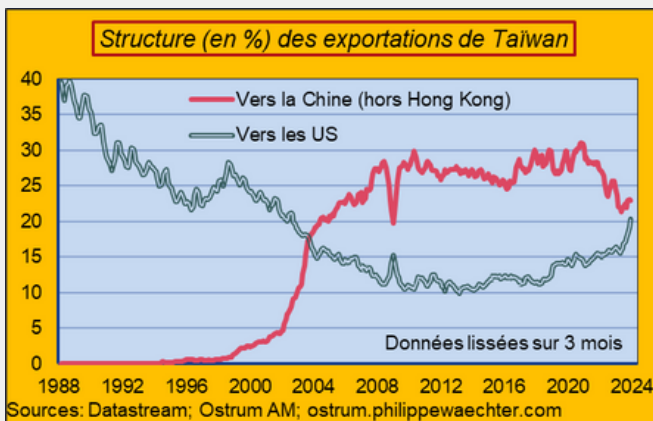
LES CLEFS DE LA SEMAINE

15 JANVIER 2024



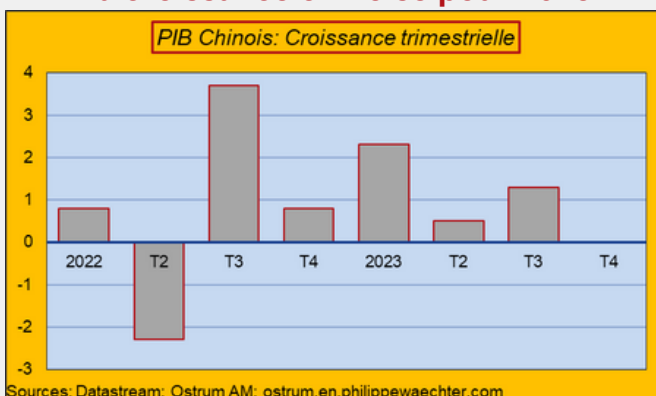
- La consommation, en France, reste atone
- Confiance des ménages et ventes de détail en zone Euro
- La question de l'emploi en zone Euro: une résistance bienvenue
- Les ménages optimistes sur le marché du travail
- La production industrielle en zone Euro
- L'inflation américaine
- L'énergie et les services: l'explication
- L'inflation et la Fed

Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:
Changement d'équilibre à Taïwan



- Les élections à Taïwan
- La température en France
- Réflexions pour 2024
- 1 - Peut on s'inscrire dans la transition énergétique si le prix du pétrole reste aussi bon marché ?
- 2 - Les élections en 2024
- 3 - Les tensions géopolitiques
- 4- La politique industrielle

A suivre cette semaine
La croissance chinoise pour 2023





La consommation, en France, reste atone

Les dépenses de consommation des ménages français évoluent peu depuis le début de l'année 2023. La courbe rouge sur le graphe est horizontale sur l'ensemble de l'année 2023 jusqu'en novembre.

La hausse des biens durables reflète les fortes dépenses en auto malgré la faible consommation en biens d'équipement de la maison (moins d'achats immobiliers). La consommation de produits alimentaires reste faible, effet des prix élevés. D'où la volonté de Bruno Le Maire d'inverser l'allure des prix alimentaires pour inverser cette tendance.

Confiance des ménages et ventes de détail en zone Euro

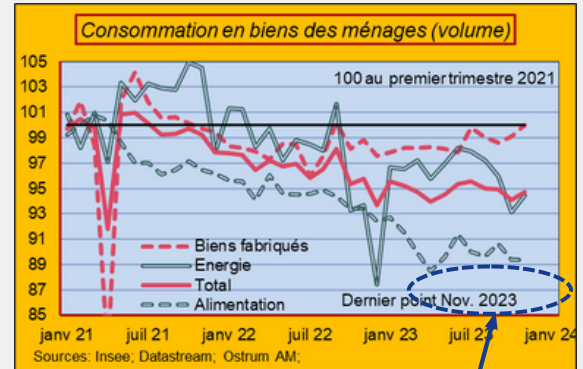
Les deux mesures dont l'allure se ressemble dans la durée sont toujours en territoire de repli. Certes le moral des ménages est bien plus élevé qu'en début d'année reflétant la baisse significative de l'inflation sur l'ensemble de 2023. Néanmoins, les dépenses des ménages restent limitées. On peut s'attendre à ce que la baisse supplémentaire attendue de l'inflation se traduira par un partage du revenu des ménages plus en faveur de la consommation. Ce sera un enjeu de la conjoncture 2023 en zone Euro

La question de l'emploi en zone Euro: une résistance bienvenue

Les enquêtes menées auprès des entreprises montrent un changement de régime depuis le printemps 2023. Auparavant, sur la lancée de la sortie de la pandémie, l'emploi progressait très rapidement partout en zone Euro. Cependant, la conjoncture morose a infléchi cet optimisme. Les indicateurs de la Commission, de l'Ifo, de l'Insee ou de SP Global montrent un décrochage significatif. Les entreprises ne souhaitent plus embaucher sur une échelle aussi importante. Pourtant, en dépit de la dégradation du cycle, les indicateurs sur l'emploi ne se dégradent plus en décembre. C'est un signal important à souligner. Le choc sur l'emploi sera peut être moins fort qu'attendu.

Les ménages optimistes sur le marché du travail

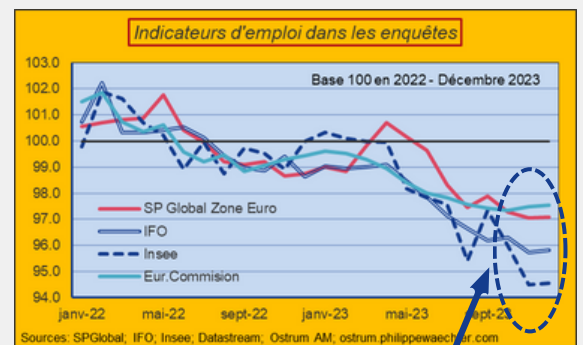
Les ménages maintiennent une perception positive du marché du travail en dépit du ralentissement des embauches sur la fin 2023. En France, les ménages sont un peu moins confiants qu'en début d'année sur le marché du travail. Pas encore d'inquiétude mais désormais un sujet de préoccupation.



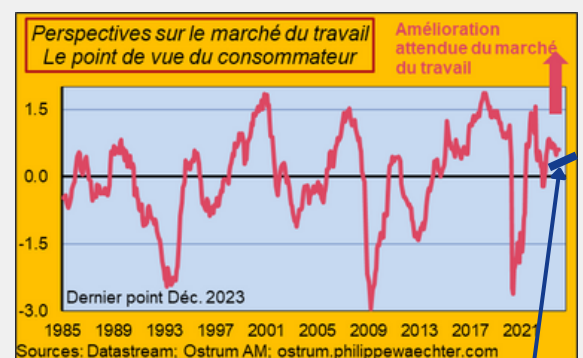
Tant que les prix resteront élevés (+21% par rapport au T1 2021), les dépenses alimentaires resteront déprimées.



Les indicateurs sont bien au-dessus des points bas mais sans engendrer de dynamique robuste susceptible à court terme d'entraîner la croissance



Stabilisation des indicateurs d'emplois dans les enquêtes auprès des entreprises. Le maintien du statu quo serait une bonne nouvelle



Les ménages de la zone Euro ne sont pas franchement inquiets sur l'évolution du marché du travail dans les prochains mois.



La production industrielle en zone Euro

Depuis 2022, l'allure de l'activité industrielle est très différenciée. La France et l'Espagne maintiennent un niveau stable. A la fin du mois de novembre 2023, les indices sont légèrement supérieurs à ceux constatés en début 2022.

Ce n'est pas le cas de l'Allemagne et de l'Italie qui 4 et 3% respectivement au-dessous de ce niveau de référence. En conséquence, le risque de récession est fort au sein de ces deux pays.

Pour la zone Euro, l'histoire du risque de récession est similaire.

L'inflation américaine

En décembre 2023, le taux d'inflation US s'est inscrit à 3.4% contre 3.1 % en novembre. Sur l'ensemble de l'année 2023, le taux d'inflation moyen est de 4.1% contre 8% en 2022. Le taux d'inflation moyen a été divisé par 2.

L'acquis pour 2024 à la fin 2023 est de 0.65% contre 1.4% à la fin 2022 pour 2023.

Le taux d'inflation sous-jacent s'est établi à 3.9%.

C'est le chiffre le plus bas depuis mai 2021.

Sur l'ensemble de l'année 2023, le taux sous-jacent est en moyenne de 4.8% contre 6.2% en 2022.

L'énergie et les services: l'explication

Le rebond de l'inflation en décembre résulte de la contribution moins négative de l'énergie au taux d'inflation et à la stabilité de celle du prix des services. C'est en phase avec la légère remontée des salaires dans l'enquête de la Fed d'Atlanta.

Le prix des biens ont toujours une contribution à 0%. C'était la norme sur la période 2000-2019. Il y a ici une certaine normalisation.

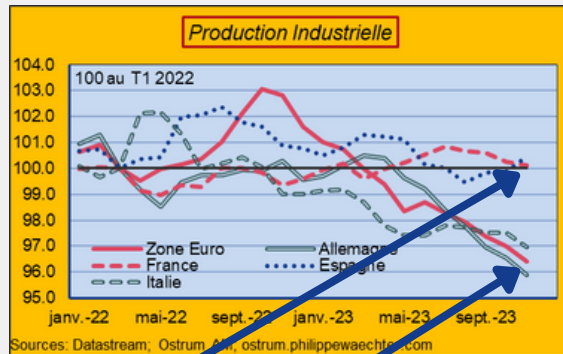
Pour les prix alimentaires, la contribution continue de ralentir mais les prix sont 20% au-dessus du niveau du premier trimestre 2021. La variation des prix se réduit mais n'efface pas la hausse.

La contribution du logement diminue en tendance.

Mais elle s'est réduite d'un point depuis le début de l'année c'est considérable.

L'inflation et la Fed

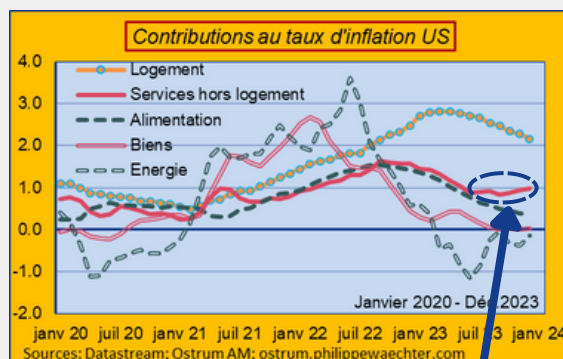
Le repli de l'inflation est un facteur générateur de la baisse des taux d'intérêt. Cependant lorsque l'économie va bien, et c'est le cas, et en l'absence de choc négatif sur l'économie, la banque centrale US n'a pas de raison de se presser.



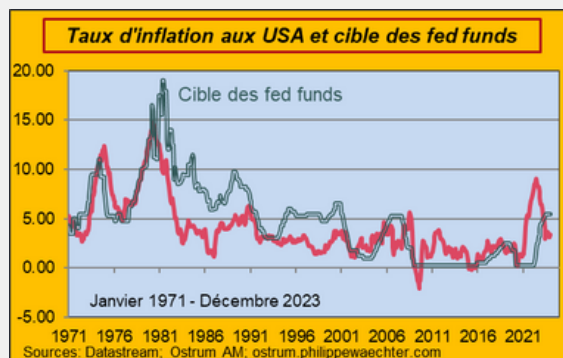
Différence significative entre les allures française et allemande. La seconde est probablement le reflet de la contraction du commerce mondial.



Le taux d'inflation hors logement s'est inscrit à 2% en décembre. On voit que depuis plusieurs mois, ce taux est en dessous de la cible de 2%.



Lorsque l'on regarde les contributions, on constate l'inflexion très nette de toutes les composantes. Les services font de la résistance. C'est le point à surveiller.



Il y a généralement un retard d'un peu plus d'un trimestre entre l'inflexion de l'inflation et celle du taux de la Fed.



Les élections à Taïwan

Le dossier sur Taïwan est complexe car il comporte plusieurs niveaux.

Il y a la dimension politique des relations avec la Chine et le discours toujours très offensif de Xi sur le nécessaire rattachement de Taïwan à l'Empire du milieu.

Il y a la volonté des Taïwanais de conserver leur indépendance. Le vote de samedi était très clair de ce point de vue.

Il y a un changement d'équilibre dans le commerce extérieur de Taïwan depuis quelques mois avec la réduction de la part de la Chine et un attrait plus fort des Etats-Unis.

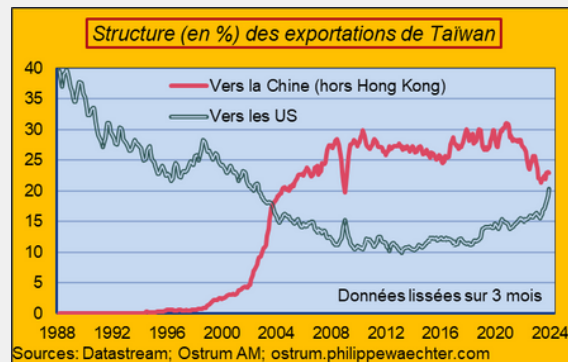
Cette hausse des exportations vers les US peut être liée à l'intérêt des américains pour les semi-conducteurs de TSMC. Deux grosses usines se sont installées en Arizona pour réduire le risque d'approvisionnement des Etats-Unis en semi-conducteurs.

A l'échelle internationale, le détroit de Formose entre les deux pays est un lieu de passage intense pour la flotte commerciale. Prendre le risque de bloquer cette route c'est créer une situation délicate pour le commerce mondial.

Les relations sont tendues entre les deux pays. Plusieurs questions doivent être posées

1 - Selon quels facteurs y aurait-il urgence à intervenir très rapidement pour la Chine ? Pour des raisons de souveraineté externe c'est prendre un gros risque et pourquoi maintenant ? Pour des raisons internes ? Ce serait alors se poser la question de savoir si la dégradation sociale est telle que la Chine cherche à unifier ses citoyens derrière elle pour retrouver de l'unité ?

2 - Si attaque il devait y avoir, la Chine n'a-t-elle pas intérêt à attendre de voir la façon dont les deux conflits du moment, entre l'Ukraine et la Russie et entre le Hamas et Israël, s'achèvent et la façon dont les pays occidentaux, notamment les américains s'en sortent. Si leur crédibilité est affectée, la Chine disposerait alors de marges importantes pour satisfaire ses propres desseins.



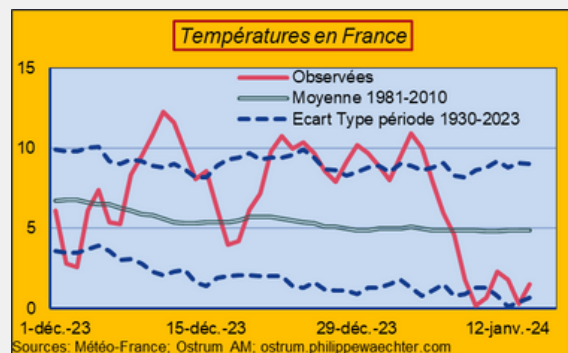
Différence significative entre les allures française et allemande. La seconde est probablement le reflet de la contraction du commerce mondial.

La température en France

Pour ceux qui s'interrogent sur la vague de froid constatée depuis une semaine.

J'ai repris les données quotidiennes de Météo France. On constate que la plupart du temps, depuis décembre, la température est supérieure à la moyenne historique.

Le point bas est sur la partie inférieure de l'écart type. Autant dire que c'est un froid un peu banal. Depuis début janvier et jusqu'au 14, la température moyenne est très légèrement inférieure à la moyenne à -0.25°C .





Turbulences Macroéconomiques #7 - Janvier 2024

Réflexions pour 2024

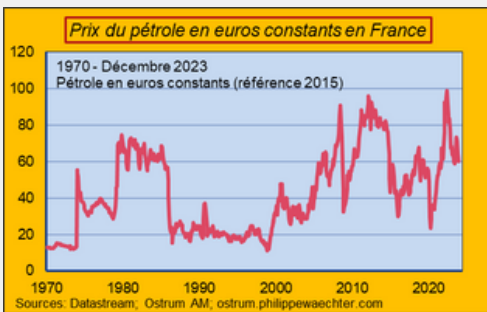
Les questions cycliques ne changent pas avec la nouvelle année. On continuera, en 2024, à nous interroger sur le profil de l'inflation, sur l'activité, sur le comportement des banques centrales ou encore sur le prix du gaz.

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**.

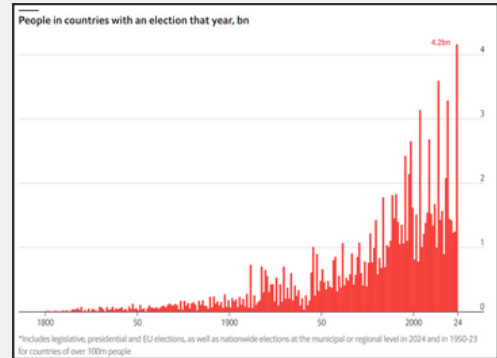
La guerre des prix entamée récemment par l'Arabie saoudite n'est pas une bonne nouvelle car elle entame ainsi un **bras de fer avec les producteurs américains** puisqu'en agissant de la sorte elle réduit nettement la rentabilité des producteurs américains. **Le résultat sera un prix durablement plus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