



## LES CLEFS DE LA SEMAINE

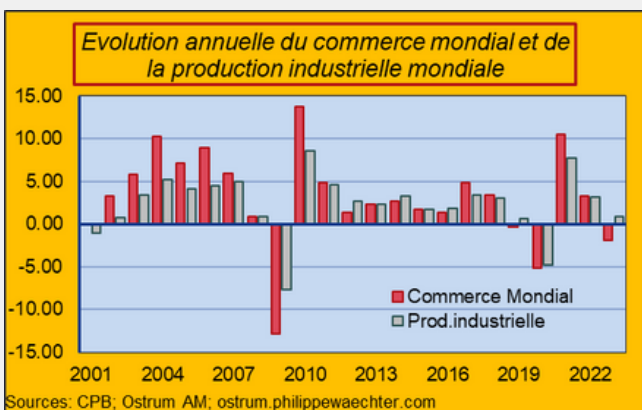
1.

26 FÉVRIER 2024



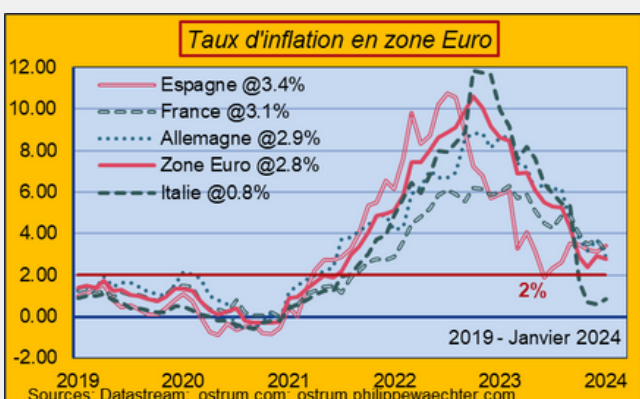
**Le graphe qui me plaît ou me préoccupe  
cette semaine:**

**Le commerce mondial a reculé de 1.5% en  
2023 alors que la production industrielle  
progressait de 0.9%**



**A suivre cette semaine**

**L'inflation pour février en zone Euro**



### • **Le commerce mondial en 2023 Page 2**

Le commerce mondial en volume a reculé de -1.9% en 2023. La zone Euro a été le principal frein aux échanges

### • **Dynamique cyclique en zone Euro Page 3**

L'indice synthétique d'activité pour la zone Euro s'améliore nettement en février. Allure robuste hors France et Allemagne

### • **Le risque de récession diminue Page 3**

L'activité manufacturière retrouve de la vigueur depuis le début de l'année. La production industrielle devrait se reprendre au premier semestre

### • **Le cycle de l'emploi s'améliore Page 3**

Dans les enquêtes, les entreprises souhaitent retrouver le chemin de l'embauche. C'est fort au sein de la zone Euro hors France et Allemagne

### • **Les tensions sur les prix sont limitées**

### • **Le cycle économique en France Page 4**

Le point marquant est l'amélioration de l'industrie. La distribution apparaît toujours fragile.

### • **Climat des affaires vs l'Ifo allemand Page 4**

L'Ifo en Allemagne reflète les difficultés d'adaptation de l'économie allemande aux nouvelles conditions globales.

### • **Le monde de demain: un puzzle encore mal défini Page 5 - 6**

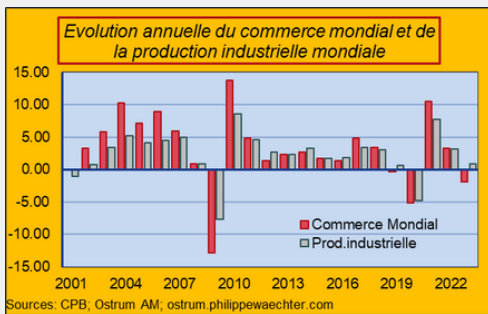
Le passage d'une économie conditionnée par la demande à une économie conditionnée par l'offre. Impact majeur sur la régulation.



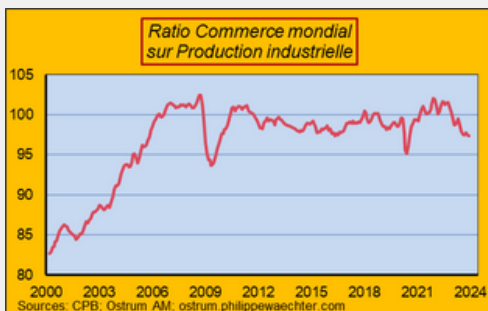
## La question du 26 février 2024 - Le commerce mondial en 2023

La commerce mondial, en volume, s'est contracté en 2023 alors que dans le même temps, la production industrielle mondiale augmentait. En conséquence, le ratio entre le commerce et la production qui était stable depuis 2007 a chuté. Il est trop tôt pour parler de démondialisation mais c'est un repère qu'il sera important de suivre. Un repli plus accentué traduirait une forme différente de la dynamique globale favorisant les productions locales au détriment du développement international. La contraction des échanges vient principalement de la zone Euro, et c'est la conséquence du choc énergétique de 2022.

En 2023, le commerce mondial en volume s'est contracté de -1.9% alors que la production industrielle progressait de 0.9%.



Cela se traduit par une baisse du ratio du commerce mondial par rapport à la production industrielle. C'est ce que montre très clairement le deuxième graphe.



Sous deux formes différentes, on observe les différentes étapes de l'activité mondiale depuis le début des années 2000.

Jusqu'à la crise financière de 2008/2009, les échanges progressaient très rapidement, beaucoup plus vite que la production industrielle. L'impulsion venait d'abord de la Chine qui s'ouvrait alors au commerce mondial. Puis la zone Euro avait pris le relais avec une forte reprise des échanges.

Une fois la crise financière passée, les deux grandeurs ont évolué à des allures cohérentes. Le ratio est stable jusqu'en 2022 en faisant fi de la période de pandémie.

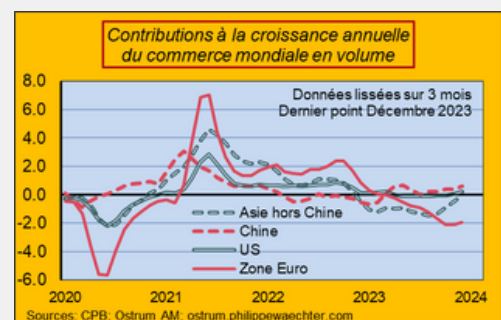
En 2023, le ratio se replie reflétant une dynamique des échanges moins rapide que celle de la production industrielle.

On ne parlera pas encore de démondialisation, il est beaucoup trop tôt pour évoquer de phénomène. Cependant, on a vu circuler récemment un graphe dans lequel les échanges internationaux progressaient plus vite que le PIB mondial en 2022 et 2023. Ce graphe est juste mais il est en valeur alors que le ratio évoqué plus haut est en volume. Ce dernier est cohérent avec le ratio des échanges et du PIB exprimés en volume dont l'allure s'est replié.

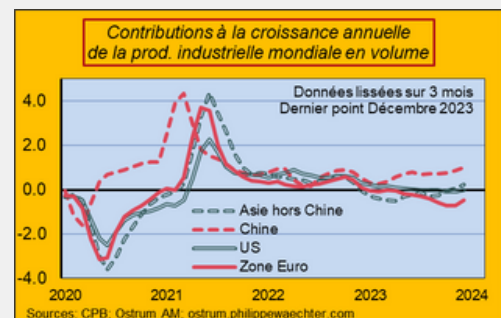
Dans l'évolution nominale, la hausse rapide du ratio traduit simplement un effet de prix des matières premières et notamment de l'énergie. Cela ne nous renseigne pas ou mal sur la question du renforcement ou de l'affaiblissement du processus de mondialisation.

Sur l'allure du commerce mondial, la question est de savoir qui est coupable ?

Au sein des grandes régions, tel que retracé dans le graphe ci-dessous, la zone Euro est la grande responsable de la contraction du commerce mondial avec une contribution de -1.9% à la fin de l'année. Sans la zone Euro, les échanges auraient progressé en 2023. Certes, le Royaume Uni, l'Amérique latine et l'Afrique et le Moyen Orient contribuent négativement aux échanges mais les chiffres sont loin de ceux de la zone Euro.



L'histoire est assez similaire concernant la production industrielle. La zone Euro n'a pas empêché la production mondiale de croître mais elle a été un frein important à son expansion.



La Chine, en dépit des propos souvent alarmistes, reste une source de support fort pour l'activité même si elle n'est plus la source d'impulsion qu'elle a pu être.

Les Etats-Unis sont relativement neutres sur les développements constatés en 2023 tant pour les échanges que pour la production industrielle.

La zone Euro en 2023 a subi le contrecoup de la crise énergétique de 2022. Tout au long de l'année, le profil des échanges européens s'est étioilé. Il en est de même pour la production industrielle.

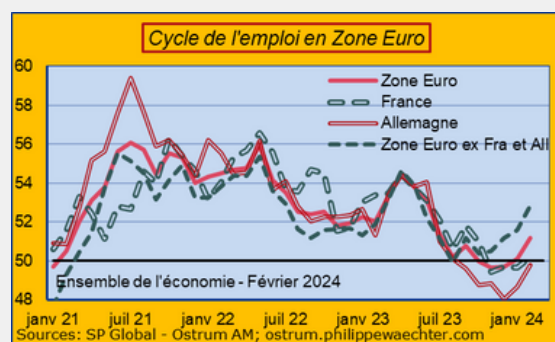
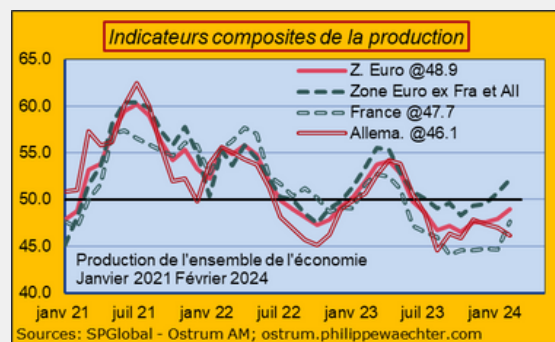
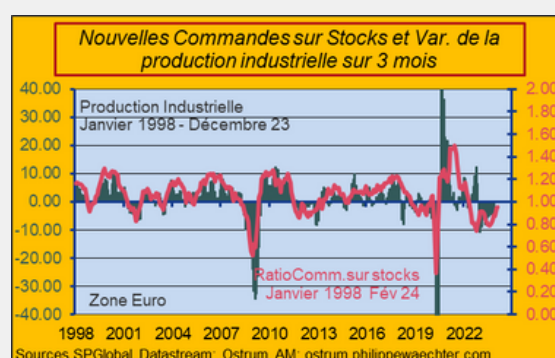
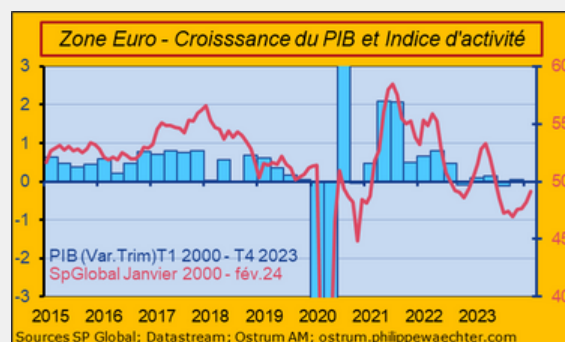
Ce choc énergétique s'est traduit par une perte de pouvoir d'achat des salaires, limitant la consommation, et par des politiques budgétaires qui n'ont pas été expansionnistes.

L'économie mondiale n'a pas été très dynamique et n'a pas pu entraîner l'Europe avec elle comme cela a souvent été le cas par le passé. Cela veut dire que la zone Euro doit se donner les moyens d'une plus grande autonomie de croissance. Cela pourrait passer en premier lieu par la politique monétaire plus souple de la BCE.



## Dynamique cyclique en zone Euro

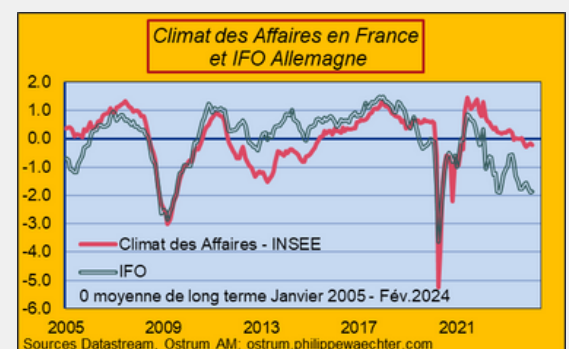
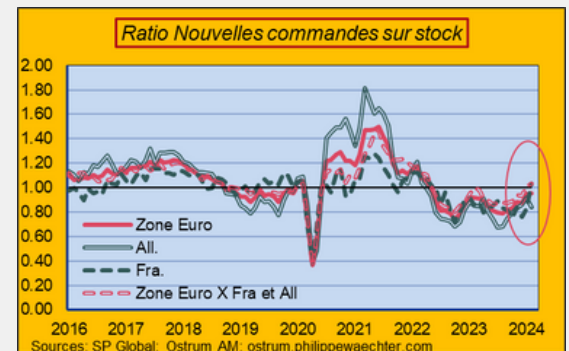
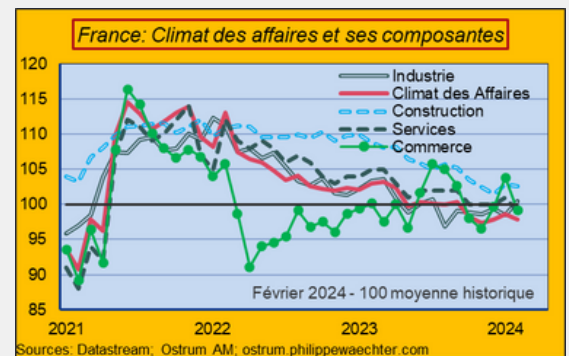
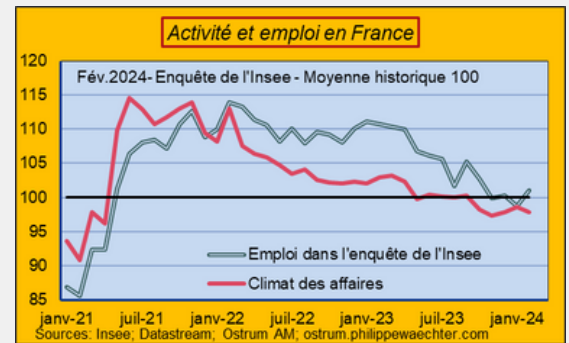
- L'**indice synthétique** pour la zone Euro de l'enquête SP Global s'**améliore nettement** en février.
- L'indice est **toujours au-dessous de 50** mais il a gagné **+2,5** points depuis le mois d'octobre. C'est l'amélioration des **services** qui tire l'ensemble.
- Le **secteur manufacturier est porté par tous les pays**, y compris la France mais **pénalisé par l'Allemagne**.
- Sur ce plan, le **ratio des commandes sur stocks s'améliore**. La **production industrielle va avoir une allure plus robuste** au cours des prochains mois.
- D'ailleurs, si l'on regarde ce **ratio hors Allemagne et France**, il est **repassé au-dessus de 1** signifiant une amélioration des commandes par rapport aux stocks. **La production va rebondir**.
- L'**indice composite** de la zone Euro **hors France et Allemagne s'améliore rapidement**. Il est désormais **largement au-dessus** de la séparatrice de **50**. **L'activité progresse rapidement en dehors de la France et de l'Allemagne**.
- On notera l'**amélioration significative de l'indice français** notamment dans l'industrie (comme dans l'enquête de l'Insee)
- Cela peut signifier que le **risque de récession s'éloigne** au sein de la zone Euro. L'**allure du PIB** dans le premier graphe pourrait redevenir **plus positif en dépit de l'Allemagne**.
- L'**indice des prix payés** par les entreprises ne se détériore pas, **compatible avec un taux d'inflation bas**. On **ne perçoit pas** dans le secteur manufacturier de **conséquences majeures associées aux tensions du Canal de Suez**.
- **Bonne nouvelle sur l'emploi. Le rebond des envies d'embauches est fort sur la zone Euro notamment hors France et Allemagne.**





## Le cycle économique en France

- Les **indicateurs d'enquêtes** publiés par l'**Insee** pour le mois de février évoluent **autour** de leur **moyenne historique** à 100.
- L'indice du **Climat des Affaires** retombe légèrement à **97.8** alors que l'indicateur d'**emploi** revient au-dessus de sa moyenne à **101.1** en raison d'**attentes plus optimistes** dans les **services** hors intérim.
- Le **profil depuis la sortie de la pandémie** est clair. D'abord une **forte reprise** de l'activité et de l'emploi selon une dynamique de rattrapage après de longs mois avec une activité réduite. **Puis un étiolement** de l'activité puis de l'emploi dans un contexte de perte de pouvoir d'achat et de contraction du commerce mondial.
- La **décomposition** de l'indice du Climat des Affaires fait ressortir le **léger rebond de l'industrie**. L'indice n'était pas revenu au-dessus de sa moyenne depuis juillet 2023. Ce point est compatible avec l'amélioration constatée un peu partout du secteur manufacturier.
- En revanche, les **services** et la **distribution** se **replient** après l'embellie du mois de janvier. Quant à la **construction**, son indicateur **continue de ralentir en tendance**.
- Regardons l'**industrie** si le **rebond se confirme**. Ce serait une excellent nouvelle. Dans l'enquête SP Global on constate qu'en février, le ratio des commandes sur stocks est repassé au-dessus de l'unité. Les stocks se sont réduits. Certes les commandes ne progressent pas vite mais c'est une première étape. Pour une perception plus globale, on surveillera les **exportations en Asie** et notamment en Corée où les exportations ont vivement progressé en janvier.
- L'indice IFO pour le mois de février se stabilise à un très bas niveau. La révision de la croissance à 0.2% (au lieu de 1.3%) reflète le pessimisme contenu dans les enquêtes allemandes.





## Turbulences Macroéconomiques #9

23 février 2024

### Le monde de demain: un puzzle encore mal défini

La macroéconomie globale change, et donc forcément son mode de régulation évolue. Durant la période de grande modération qui peut être associée à la montée en puissance de la globalisation, l'économie avait tendance à évoluer autour d'une tendance stable. La régulation s'opérait par la politique monétaire même lorsque les chocs étaient de grandes ampleurs comme lors de la crise financière. Avec la nouvelle géographie du monde, sa polarisation, après la pandémie et la crise énergétique, et en attendant les effets dans la durée de la transition énergétique, cette tendance change, sans pour autant que l'on puisse la définir ex-ante. Elle pourrait ainsi disposer d'une dose d'instabilité.

La régulation ne peut plus être celle du "fine tuning", celle de l'ajustement au plus près. Le puzzle de l'économie mondiale n'est pas encore réellement défini. Mais, le nouveau cadre nécessitera beaucoup d'investissements et l'utilisation de l'épargne existante. Cela se traduira par des taux d'intérêt réels plus élevés et une dynamique du conflit plus inflationniste.

À Jackson Hole, l'été dernier, **Christine Lagarde** s'interrogeait sur l'avenir de la politique monétaire dans un monde dominé par les chocs d'offre.

**Mario Draghi** lui a explicitement répondu le 15 février lors du congrès américain des économistes d'entreprise (NABE). La politique monétaire aura un rôle secondaire en complément de la politique budgétaire.

Avant la pandémie, l'économie était celle de la **grande modération**, marquée par une faible volatilité de la croissance et de l'inflation. La politique des banques centrales était efficace, car l'ajustement s'opérait en nuance, sans brutalité et s'inscrivait dans la durée.

Imaginons une économie évoluant et fluctuant autour d'une tendance. Elle se caractérise donc par un retour vers l'allure moyenne, la politique monétaire évitant les écarts excessifs. L'économie est stable par nature.

Son **allure** est **conditionnée** principalement par la **demande** et sa régulation s'opère via la politique monétaire. Depuis le milieu des années 1980, elle a été plutôt efficace.

#### Pour Mario Draghi, l'économie globale sort de ce paradigme.

L'économie devra s'accommoder davantage des **chocs d'offre** que des chocs de demande. L'économie change et va continuer de changer. **Un choc d'offre est un choc sur la tendance.** Celle-ci est ainsi altérée dans la durée. Dans le modèle qui prévalait, la tendance n'évoluait pas ou à la marge. C'est cette dissimilitude qui justifie des modes de régulation différents.

Quelques points illustrent ce changement de repères. Le **monde se polarise** alors qu'il était très ouvert et qu'il y avait des opportunités partout. Le monde se régionalise.

Au-delà des questions technologiques et des tensions politiques, les inquiétudes sur les chaînes d'approvisionnement pendant la pandémie ont modifié les stratégies au sein des pays développés.

Le manque de paracétamol, de masques chirurgicaux durant la crise sanitaire puis la pénurie de semi-conducteurs durant la reprise post-Covid ont eu raison des zéloteurs du libre-échange à tout prix, **incitant à relocaliser des activités existantes**, mais également à inscrire les changements à venir, associés à la transition énergétique, dans cette dynamique plus locale.

La **crise énergétique**, avec la guerre en Ukraine, a accentué le souhait et la volonté d'une plus grande autonomie en Europe. Cela a, en partie, fonctionné au regard du développement rapide des énergies renouvelables. L'Europe est cependant passée d'une dépendance russe à une dépendance américaine quant à l'approvisionnement en gaz. C'est un choix discutable, mais qui va s'inscrire dans le temps.

La **troisième rupture est la nécessité de mettre en œuvre la transition énergétique.** Il va falloir investir massivement.

Mais, particularité du moment, l'investissement va avoir une double mission.

Il doit accroître la quantité de capital. Cependant, à court terme, une grande partie du capital nouveau se substituera au capital existant devenu obsolète. C'est un changement radical de perspectives, car il faudra faire très vite pour d'abord **renouveler le capital existant** pour s'inscrire sur la trajectoire de neutralité carbone.

Entre les changements immédiats et la rupture dans la durée associée à la transition énergétique, l'économie va connaître une longue période de bouleversement avec un risque fort d'instabilité. **La tendance va changer et elle pourrait disposer en son sein d'une dose d'instabilité.**

En conséquence, la hiérarchie et la coordination des politiques économiques doivent être revisitées. Le rôle des politiques budgétaire et monétaire doit être revisité.

#### L'économie devient plus rugueuse, et n'est plus considérée comme stable par essence

L'**économie de la globalisation était en grande partie celle des marchés** avec une régulation confiée aux banques centrales sur l'idée que le modèle était stable. **L'économie devient plus rugueuse, et n'est plus considérée comme stable par essence** en raison des bouleversements évoqués.

La **politique monétaire perd de son efficacité.** Elle ne peut pas intervenir et être efficace sur des problématiques de marché du travail, de transition énergétique ou de concurrence.

La **politique budgétaire reprend du pouvoir**, parce qu'elle a une capacité à intervenir plus directement et plus vite.

Les délais de la politique économique deviennent essentiels. Si l'économie est plutôt stable, ces délais ne sont pas trop importants.



## **Turbulences Macroéconomiques #9 - 23 février 2024**

Dans une économie en plein bouleversement, les délais entre la décision et son impact sont majeurs. La politique budgétaire peut alors être plus efficace.

### *Le balancier inverse son mouvement*

Le **balancier entre les deux types de politiques économiques change d'allure**. Il avait oscillé longuement en faveur de la politique monétaire, il bascule vers la politique budgétaire.

L'économiste belge Paul de Grauwe avait discuté cette question récemment dans un petit livre.

L'**économie de marché** est régulée par la banque centrale, car les investisseurs ont le sentiment de pouvoir donner un prix à tout. Et, dans ces périodes, c'est souvent vrai.

Cependant, dans les **périodes de bifurcation**, de rupture de trajectoires, il est **impossible de fixer un prix** à tous les états de la nature. La **politique budgétaire** devient alors l'**atout majeur** pour porter de **nouvelles trajectoires et corriger les déséquilibres**. Les gouvernements n'ont pas une connaissance parfaite du monde qui nous entoure, mais ils ont une capacité à agir vite avec des délais d'impact, courts. Cela ne les empêche pas de se tromper, mais c'est inévitable dans un monde en bouleversement.

### *Une épargne globale qui va se réduire*

L'économie globale qui se dessine va donc avoir plusieurs caractéristiques :

Un **monde qui se polarise** se caractérise par des tensions politiques et géopolitiques. On peut lui associer une concurrence technologique plus marquée et des flux migratoires importants. Dans ce nouvel environnement, les gouvernements auront des comptes à rendre à leurs électeurs.

Pourrait-on imaginer, dans cette nouvelle géographie, que **quelques pays puissent faire cavalier seul** avec des excédents extérieurs considérables ? Les échanges entre régions polarisés devront donc tendre à s'équilibrer.

L'**excès d'épargne**, associés aux excédents de balances courantes de certains grands pays, **va se réduire**. La baisse des taux d'intérêt réels qui en résultait appartient au passé.

La transition énergétique doit être une incitation à investir plus massivement que dans un passé récent. Les dépenses en capital doivent être de grande ampleur avec une mise en œuvre rapide si l'objectif est celui de la neutralité carbone.

### *Des taux d'intérêt réels haussiers*

**Moins d'épargne et plus d'investissement**, c'est la recette pour avoir des **taux d'intérêt réels plus élevés** dans la durée. Pour les marchés financiers, c'est un bouleversement qui s'inscrira dans le temps.

Mais, l'histoire ne s'arrête pas. À la politique budgétaire plus active, plus réactive et au cœur de l'investissement pour la transition énergétique seront associés des **déficits publics plus importants**.

Pour limiter la perception du risque sur les marchés et les actifs financiers, il faudra que la **politique budgétaire** soit **crédible** et **lisible** dans la durée. C'est une condition pour disposer de taux d'intérêt des banques centrales pas trop élevés afin d'éviter les effets d'accumulation excessive des **dettes publiques**. Dans le même temps, et c'est là que la remarque de Christine Lagarde s'applique, les banques centrales devront tout faire pour éviter une **incertitude supplémentaire** associée à un taux d'inflation trop élevé.

Il y aura forcément **plus d'inflation** car la redéfinition du cadre de l'économie, ce changement dans la tendance vont provoquer des **bouleversements** dans l'**allocation des ressources**. Des tensions dans la captation de la valeur ajoutée vont apparaître au risque d'engendrer de l'inflation dans la durée. Dans l'**épisode récent d'inflation**, les entreprises ont été montré du doigt pour avoir eu tendance à ajuster leurs prix à la hausse pour s'approprier une part supplémentaire de la valeur ajoutée. Dans les bouleversements qui s'annoncent, ce mécanisme et d'autres seront associés à une **logique du conflit** dans la **répartition de la valeur**. La tâche des banquiers centraux, de veiller sur l'inflation, devient plus complexe. Les institutions monétaires doivent aussi de se repenser et repenser leur stratégie.

### *L'économie mondiale sur le fil du rasoir*

Le **puzzle** qui se met en place est **plus complexe** que celui avec lequel nous avons l'habitude de jouer. Les pièces ne sont pas toutes bien détournées, les couleurs sont changeantes, le nombre de pièces évoluent au fil du temps et le pourtour du puzzle lui même n'est pas achevé.

#### **Trois points importants**

Le monde qui se polarise définit forcément des **objectifs** et des **trajectoires** spécifiques à **chaque région**, même si au cœur des problématiques est posée la question de la transition énergétique.

Draghi suggère que certains pays n'ont pas respecté les **règles du commerce international** pour pouvoir se développer rapidement. Ces contournements seront-ils acceptables dans ce nouveau cadre polarisé ? **Les pays lésés pourront-ils encore tourner le regard ?** Surement pas, car c'est leur propre survie qui est en jeu.

Le dernier aspect est celui de la **technologie**. L'économie est envahie par la technologie et beaucoup pensent que celle-ci sera le moyen principal pour faire face au changement climatique. Dès lors, la question de la **domination technologique** ne peut pas être écartée. Les Chinois ont un avantage considérable sur cet aspect, tant en termes d'innovations que de volume de production. Comment penser les développements macroéconomiques sous cette contrainte ?

Un nouveau numéro de **Turbulences Macroéconomiques** sera nécessaire pour y répondre.