



## LES CLEFS DE LA SEMAINE

5 FÉVRIER 2024

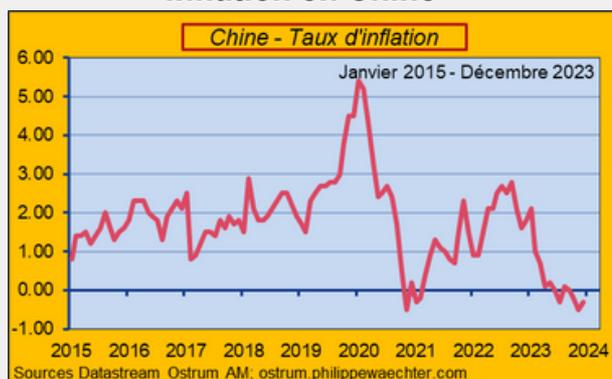


**Le graphe qui me plaît ou me préoccupe cette semaine:**

**Les exportations de Corée du sud repartent vivement à la hausse. Un signal de reprise des échanges internationaux**



**A suivre cette semaine**  
**Inflation en Chine**



- **Comparer la croissance aux US et en zone Euro: pas un exercice simple Page 2 à 4**

Performance économique, immigration et choix de politique économique

- **Inflation en zone Euro au mois de janvier Page 5**

L'inflation ralentit partout en Europe. Contributions à la baisse sauf les services

- **Croissance ou pas en zone Euro ? Page 6**

A l'exception de l'Espagne, la croissance des grands pays de la zone est médiocre fin 23

- **Marché du travail robuste aux US en janvier - Les ménages optimistes Page 7**

Créations d'emplois, taux de chômage bas, ménages optimistes sur le marché du travail

- **Reprise de l'industrie manufacturière et du commerce mondial Pages 8**

Les enquêtes donnent un signal positif Reprise des exportations coréennes

- **L'emploi en Zone Euro: toujours préoccupant Pages 8**

Les enquêtes sont toujours à un niveau très bas sur l'emploi. Embauches limitées.

- **La Fed maintient le cap Pages 8**

Croissance et pas d'inflation, la Fed n'a pas de raisons de se presser pour devenir accommodante.



## La question du 5 février 2024

### Comparer la croissance aux US et en zone Euro: pas un exercice simple

La croissance américaine est plus rapide que celle de la zone Euro. C'est indéniable sur les deux dernières années, c'est aussi vrai dans la durée. Cependant, il ne faut pas conclure de façon hâtive. Depuis 1999 et jusqu'à la pandémie, la croissance de la zone Euro est bridée par une population en âge de travailler qui ne progresse pas. La croissance du PIB par personne en âge de travailler est la même des deux côtés de l'Atlantique à la veille de la pandémie. Dès lors pour connaître une hausse plus rapide de l'activité, la taille et la dynamique de la population deviennent en enjeu économique mais aussi politique car pour doper la croissance via la population il faut augmenter les flux migratoires comme aux Etats-Unis.

Depuis la sortie de la pandémie, la croissance lente en zone Euro reflète des gains de productivité inexistant, des choix de politique économique, tant des gouvernements que de la BCE, manquant d'audace et un prix de l'énergie élevé. Un peu l'inverse de ce qui est constaté aux US. Pour retrouver de sa superbe, l'Europe doit être plus audacieuse dans ses choix en acceptant de prendre du risque, ce qui est toujours difficile quand la population est vieillissante. Elle doit être d'autant plus volontariste que son coût de fonctionnement via le prix de l'énergie est plus élevé, pénalisant de nombreuses entreprises.

L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone Euro a provoqué de nombreuses discussions sur le déclin de l'Europe face à l'Amérique triomphante.

La situation n'est cependant pas aussi simple que deux chiffres plaqués sur des réalités différentes.

Il faut inscrire les chiffres dans la durée et éviter des comparaisons hasardeuses, mais bien choisies, comme lorsque l'on prend uniquement comme référence 2008 qui était l'année la plus favorable pour la zone Euro. Au regard de cette année précise, tous les autres chiffres sont dégradés. Il est facile ensuite de valoriser les États-Unis au détriment de l'Europe.

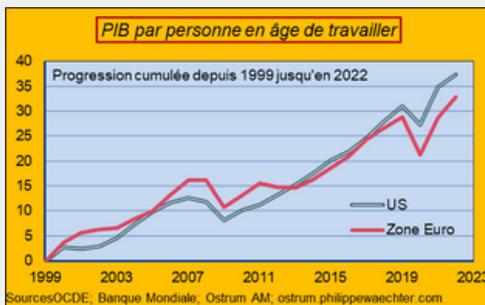
#### La situation est toujours plus complexe

Depuis la mise en place de la zone Euro, le PIB a augmenté, en 2022, de **35%** alors qu'outre-Atlantique le chiffre est de **65%**.

Cependant, sur la même période, la population en âge de travailler a stagné en zone Euro et fortement cru aux US.

Depuis 1999, on constate le **PIB par personne en âge de travailler a une allure similaire des deux côtés de l'Atlantique**. En 2019, juste avant la pandémie, les chiffres sont mêmes équivalents.

On voit sur le graphe que le décrochage date de la période de la pandémie et que l'écart qui n'a pas été rattrapé.



Si sur cette mesure, la zone Euro fait jeu égal, au moins jusqu'en 2019, avec les Etats Unis. Si le PIB américain augmente beaucoup plus vite cela signifie que la question posée est d'ordre démographique.

L'Europe souffre d'une combinaison du **vieillissement de sa population** et d'une **population active qui n'augmente pas**. Les **États-Unis**, de longue date, ont bénéficié de forts flux migratoires d'Amérique Latine et d'Asie. L'augmentation de la population active y a permis d'**accroître la population en âge de travailler, alimentant la demande** aux entreprises tout en **repoussant la contrainte de vieillissement**.

#### La dynamique de la population au cœur de la croissance

Tout cela fait une sacrée différence entre les deux régions tant maintenant que dans le futur. S'il est souhaité une **progression rapide du PIB** alors, à productivité constante, **la population en âge de travailler doit augmenter vite**.

A productivité constante, **une société vieillissante** implique une population active insuffisante pour générer la **production nécessaire** et le **revenu suffisant** pour garantir le paiement des pensions et garantir un équilibre entre les générations. C'est la **problématique européenne**. Son taux de natalité n'est pas suffisamment élevé pour accroître naturellement la taille de sa population et dans la période récente, les flux migratoires n'ont que très partiellement compensé le vieillissement rapide de la population en Italie, en Allemagne et encore en Espagne.

La question devient alors politique puisqu'une augmentation rapide de la population en âge de travailler passe par une **dynamique migratoire** plus importante.

Si l'**objectif** est de voir la **croissance progresser rapidement**, alors la **hausse des flux migratoires** est sûrement la solution. Elle permettrait de maintenir une augmentation rapide des revenus et de conserver l'équilibre entre générations au sein de la société européenne.

Une **population en âge de travailler qui diminuerait** serait une source de conflit majeur dans la répartition des revenus avec associé des risques sociaux et probablement davantage d'inflation.

#### La dimension politique qui pourrait pénaliser l'Europe

En observant ce qui se passe aux **États-Unis**, ce serait la bonne réponse. Les **flux migratoires** ont été importants dans la durée **sans pénaliser la croissance** ni les **revenus**. Plutôt l'inverse de ce que l'on entend un peu partout en Europe quant à l'impact de ces flux.

Mais la **question politique** l'**emporte** actuellement en Europe sur les considérations économiques. Les freins supplémentaires qui pourraient être mis sur les flux migratoires ne permettraient pas de soutenir une hausse rapide du PIB.

Le vieillissement inéluctable se traduirait dans un an, dans cinq ou dans 10 ans par un constat encore plus défavorable encore à l'Europe tout en observant des **conflits pour la répartition d'un revenu** dont la progression serait trop limitée.



## Le réarmement démographique

Pour contourner la question des flux migratoires, la notion de réarmement démographique a été mis en avant, notamment en France.

Cette mesure vise à faire progresser **le taux de fécondité** pour permettre un renouveau et une croissance rapide de la population en dynamisant sa jeunesse.

Une telle mesure **ne peut s'inscrire que dans la durée**, le temps de **remplacer une génération**, et l'on ne peut en attendre de résultats à court terme. Dès lors si l'objectif est d'inverser la tendance démographique rapidement, notamment pour augmenter la population en âge de travailler, cette politique ne sera pas efficace.

L'autre remarque est une interrogation sur l'**efficacité de la mesure**. En Chine, la fin de la politique de l'enfant unique ne s'est pas traduite par une hausse significative de la natalité. La population chinoise baisse, en 2023, pour la deuxième année consécutive.

## Depuis la sortie de la pandémie, l'Europe est en retrait

Si la question démographique est majeure dans la durée, elle n'explique pas la **reprise trop lente de l'économie de la zone Euro après la pandémie**.

Après le fort rattrapage en 2021, l'économie de la zone euro stagne. Depuis la mi 2022, le taux de croissance annualisé a été de 0.3% alors qu'il a été de 2.9% aux US. La différence est spectaculaire.

Cela traduit trois phénomènes, une **forte baisse de la productivité du travail**, des **politiques économiques trop timides** et une **énergie plus chère dans la durée**.

## La productivité trop faible en zone Euro

Depuis la sortie de la pandémie, la productivité n'a franchement pas la même allure des deux côtés de l'Atlantique. Le ratio du PIB sur l'emploi éclaire brutalement ce constat. Alors que l'allure des deux indicateurs était cohérente avant la pandémie, ce n'est plus du tout le cas depuis.



Par rapport à 2019, la **productivité américaine** a augmenté d'environ **5%** à la fin 2023 alors que dans la **zone Euro** sa **progression est nulle**.

Le point intéressant est que la **divergence apparaît au moment de la pandémie**. La productivité américaine augmente très vite alors qu'elle s'effondre au sein de la zone Euro.

Les niveaux atteints alors ne se sont plus jamais rapprochés ensuite.

Les choix de politique économique faits pour faire face à la pandémie sont essentiels pour comprendre la dynamique à l'œuvre.

En 2020, la **stratégie américaine avait été de subventionner les chômeurs** mais en permettant aux entreprises de licencier sur une très grande échelle. La politique économique avait alors mis l'accent sur les allocations chômage et les primes versées aux chômeurs pour garantir un certain niveau de demande.

Lors de la reprise, le retour au niveau d'emploi d'avant la pandémie a été long maintenant la dynamique de la productivité. La convergence vers le niveau d'emploi de 2019 s'est opérée au premier semestre 2022. Cela n'a pas obéré la rentabilité des entreprises.

## L'Europe mutualise le choc dans le temps

En **Europe**, ce n'est pas ce choix qui avait été fait. **La politique économique a subventionné l'emploi**. Les emplois ont été maintenus et les revenus aussi. Au dernier trimestre 2020, le niveau de l'emploi en zone Euro était supérieur à celui observé en moyenne en 2019 alors que l'activité était au plus bas.

Le choix européen reflète en partie la question démographique et la peur de ne pas retrouver les employés qualifiés une fois le risque pandémique passé. Il reflète aussi les institutions du **marché du travail**. Les ajustements sont plus rapides outre-Atlantique. Un choc similaire en zone Euro à celui constaté aux US aurait, a priori, eu des **effets persistants considérables**, provoquant un taux de chômage beaucoup plus élevé dans la durée.

Cet éclairage via la politique économique et la démographie n'explique pas toute la problématique de la productivité. Il y a aussi des questions de **formation** dans le **capital humain** (voir les différents classements scolaires peut favoriser à l'Europe) et d'**investissements insuffisants** notamment dans la recherche. L'Europe ne crée pas le cadre qui donne envie d'y investir massivement, notamment quand aux États-Unis les mesures prises sont massives en faveur des entreprises (Inflation Reduction Act par exemple).

## La politique économique est un handicap

Après les débauches de dépenses pendant la pandémie, après les mesures prises pour accompagner la crise énergétique spécifique à l'Europe, les **politiques économiques** des pays du vieux continent sont **plutôt sur la défensive**. Les niveaux de dépenses sont forts et la dette publique importante. La stratégie est plutôt à retrouver une forme d'équilibre et non pas à se lancer dans des stratégies plus ambitieuses et en attendant les investissements considérables sur la **transition énergétique**.

Cela pose **deux questions**.

Dans un monde uniquement européen, cette stratégie serait la bonne. Sauf que le monde est ouvert, elle **manque d'attractivité**. D'autres pays, les US notamment, mettent en œuvre des **politiques très volontaristes** singulièrement sur les questions de relocalisation et de réindustrialisation. Les entreprises européennes ont tendance à lorgner outre-Atlantique.

L'**autre point** est que jusqu'à présent, la politique volontariste de la Maison Blanche ne se heurte pas à une **contrainte de financement**. Le marché financier y est profond et très liquide. On se met alors à regretter de n'avoir pas fait plus vite l'Union des Marchés de Capitaux en Europe pour disposer de cette liberté. Cette union permettrait de disposer d'un marché financier homogène, profond et liquide.



Il éviterait d'avoir à se reposer la question existentielle d'émettre des obligations européennes au risque de provoquer des résistances fortes.

Par ailleurs, comme la politique économique est peu dynamique, la **politique monétaire restrictive devient très pénalisante**. La BCE est attentiste. Elle l'était dans la phase de hausse de l'inflation, elle l'est encore lorsque celle-ci ralentit. **Elle donne le sentiment de n'avoir aucune capacité à anticiper.**

### **Un choc énergétique dans la durée**

En 2022 et contrairement à l'Amérique, l'Europe a subi un **choc énergétique** de grande ampleur et dont les impacts seront longs à se dissiper.

Les entreprises, les ménages et la politique économique doivent prendre en compte ce changement radical. Les **coûts énergétiques** sont **plus forts** ce qui peut pénaliser la rentabilité des entreprises et inciter les ménages à la prudence.

Cette crise a **accélééré la dynamique de la transition** énergétique en Europe. Cela s'est traduit par un développement rapide du renouvelable ce qui est favorable et vertueux mais elle **oblige** chacune et chacun à **repenser sa trajectoire de développement** avec une **intensification** de la **décarbonation**.

L'Europe est forcément pénalisée par ce cadre nouveau d'autant que l'**Allemagne** elle même doit faire face à une remise en cause de son modèle qui était, en partie, fondée sur une énergie pas chère.

Les **prix de l'énergie**, de l'électricité notamment, sont plus **élevés** que dans les pays concurrents de la zone Euro. Ce peut être une **incitation à y développer de nouvelles activités** au détriment de l'Europe. C'est ce que l'on voit avec l'Inflation Reduction Act américain.

### **En guise de conclusion**

Tenter de comparer directement la croissance des Etats-Unis et la zone Euro à partir de mesures simples est un exercice perçu comme trop rapide. La croissance est un phénomène plus complexe que trois chiffres alignés sur un papier et discutés assis autour d'un coin de table.

Les sociétés ne sont pas les mêmes et ne peuvent pas recourir aux mêmes stratégies.

Ainsi la question des flux migratoires n'est pas du tout posée de la même façon des deux côtés de l'Atlantique. Ils ont dopé la croissance américaine.

Ainsi les différences sur le fonctionnement du marché du travail ont engendré des politiques économiques face à la pandémie qui sont opposées.

Cela s'est traduit par des divergences sur les trajectoires de productivité et sur la capacité des politiques économiques à faire face dans ce contexte nouveau. De ce point de vue, les Etats-Unis de Biden ont été plus volontariste que les Européens.

La zone Euro a subi un choc énergétique de grande ampleur que n'ont pas eu les Etats-Unis. C'est un choc d'offre tout à fait handicapant pour l'Europe.

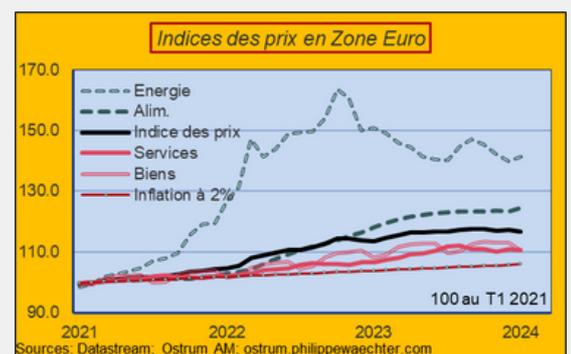
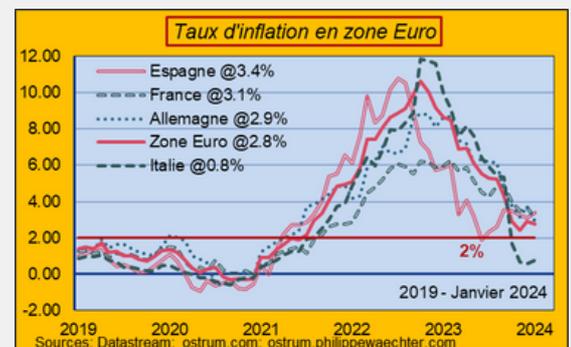
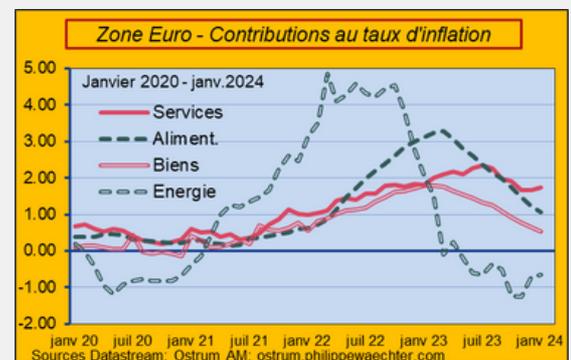
Tout cela ne minimise pas les problématiques posées à l'Europe, non pas en comparaison avec les US, mais pour essayer de préserver son modèle de société.

Il faut pour cela qu'elle revive de l'intérieur. Elle a besoin d'une population rajeunit et de politiques économiques audacieuses pour renforcer son autonomie de croissance.



## Inflation en zone Euro au mois de janvier

- Le **taux d'inflation** de la zone Euro s'est inscrit à **2.8%** en janvier 2024 après 2.9% en décembre. Le **taux d'inflation sous-jacent** est à **3.3%** après 3.4% en décembre.
- La hausse des prix a connu un **pic en octobre 2022** à 10.6%. Depuis l'évolution de l'indice des prix ralentit. Le taux d'inflation **sous-jacent** a connu un **pic en mars 2023** à 5.7%. Ce retard traduit la propagation du choc énergétique sur le reste de l'économie.
- L'analyse des **contributions** montre que celle de **l'énergie** reste toujours **négative** à hauteur de -0.65%
- Celle des **biens continue de se réduire** à 0.5% et sur le mois l'indice recule de -2.4%. Ce point est intéressant car il y avait l'**inquiétude liée** aux tensions en **Mer Rouge** et l'accès au Canal de Suez. Les enquêtes auprès des entreprises suggéraient une légère hausse. Il faut rester vigilant sur ce point.
- La **contribution** des prix **alimentaires** continue elle aussi à se **réduire**. Cela traduit le **repli du prix des céréales et du prix des engrais**. Ce mouvement va continuer et pourrait même s'accélérer à la baisse.
- La **contribution du prix des services** s'est **stabilisée** à un haut niveau. C'est la source d'incertitude de la BCE. Les salaires, essentiels dans les services, progressent, à la fin de l'année 2023, plus vite que ce que suggèrent les références historiques et les modèles.
- La **tendance de l'inflation** au sein des **pays de la zone Euro** est **identique** à celle de la zone Euro. L'Italie a une inflation toujours inférieure à 1%. Celle de l'Espagne rebondit un peu et celles de la France et de l'Allemagne reprennent leur tendance à la baisse. (On ne dispose pas du détail sauf en France dont les contributions sont proches de celles de la zone Euro)
- Le **niveau des prix reste toujours élevé quelque soit le secteur**.



Le ralentissement de l'inflation n'est pas synonyme de retour en arrière des prix.



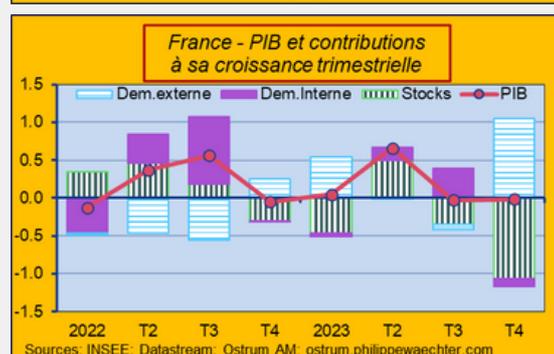
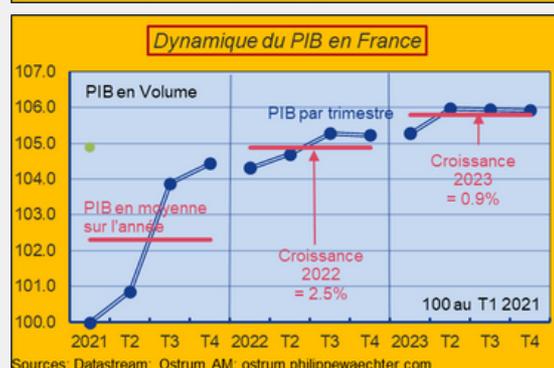
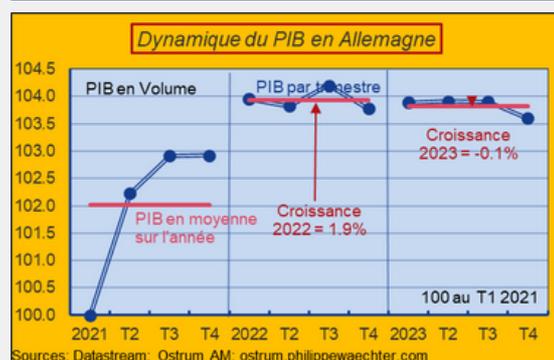
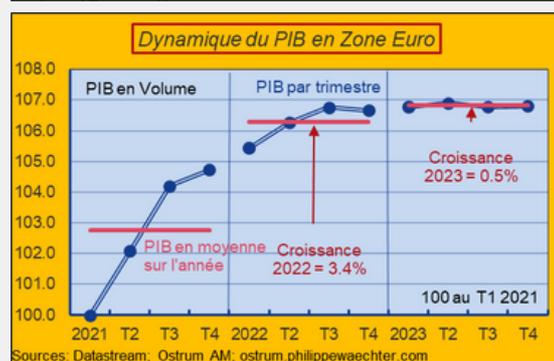
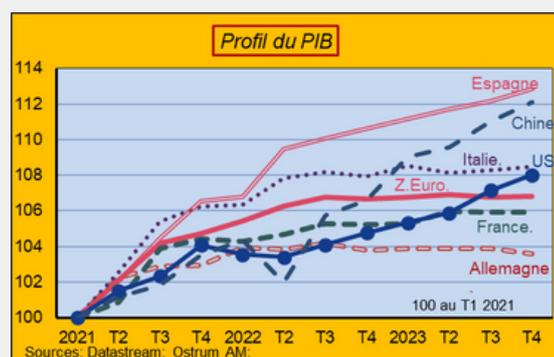
## Croissance ou pas en zone Euro ?

- Les **trajectoires de PIB**, dans le monde, sont très hétérogènes depuis la fin de la pandémie. La **meilleure performance** se constate en **Espagne** en raison notamment d'un retour à normale du tourisme.
- La **Chine**, en dépit des déceptions, et les **Etats-Unis** connaissent une **progression soutenue** de leur niveau d'activité.
- En revanche pour la **zone Euro**, le **profil est plat**. On le voit en détail dans le deuxième graphe où j'ai détaillé le profil du PIB trimestre par trimestre. On voit que le **niveau du PIB du dernier trimestre 2024** est équivalent à celui du **troisième trimestre 2022**. Sur l'ensemble de l'année le taux de croissance est de 0.5%.
- Le profil de l'**Allemagne** est dégradé avec un repli au dernier trimestre 2023 et un repli de l'activité de **-0.1%** sur l'ensemble de l'année.
- En **France**, seul le deuxième trimestre progresse. Le PIB a été stable aux 3 autres trimestres de l'année. Sur l'année, le taux de croissance est de **0.9%**.
- En **Italie**, l'activité a légèrement rebondi au T4 et sa croissance est de **0.7%** sur l'année.

### ➤ Tableau récapitulatif

	Croissance 2022	Croissance 2023	Acquis fin 23 pour 24
<b>Zone Euro</b>	<b>3.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>
<b>Allemagne</b>	<b>1.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>
<b>France</b>	<b>2.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>
<b>Italie</b>	<b>3.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.1</b>
<b>Espagne</b>	<b>5.8</b>	<b>2.5</b>	<b>0.8</b>
<b>US</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>

- A l'exception de l'Espagne, l'**acquis pour 2024 est très faible**. Les pays de la zone Euro n'ont **pas d'avance de croissance pour 2024**. (l'acquis représente la croissance moyenne en 2024 si le niveau du PIB restait sur celui du T4 2023 tout au long de l'année 2024). **Les US ont une avance importante**.

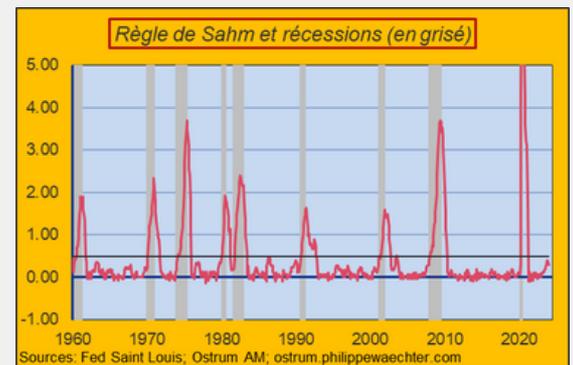
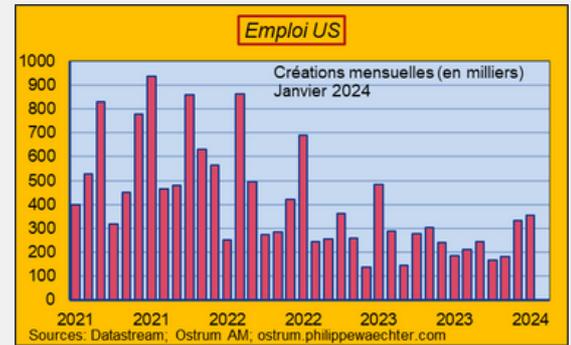


Au T4 en France, le commerce extérieur est la seule source de croissance reflétant non pas une hausse des exportations mais un recul des importations. C'est peu vertueux.



## Marché du travail robuste aux US en janvier - Les ménages optimistes

- Les **créations d'emplois** repartent à la hausse depuis deux mois aux Etats-Unis. En janvier **353 000 emplois** ont été créés après 333 000 en décembre 23.
- A titre de comparaison, **255 000 emplois** ont été créés en **moyenne** par mois en **2023**.
- Le **taux de chômage était à 3.7%** à comparer à un chiffre moyen de 3.6% sur l'ensemble de l'année 2023. Ce taux fluctue sur un niveau très bas avec un point bas à 3.4% en avril 23 et un point haut à 3.8% d'août à octobre.
- La **mesure de Claudia Sahm n'indique toujours pas de risque de récession**. Cet indicateur compare le taux de chômage moyen des trois derniers mois au minimum de ce taux de chômage sur les 12 mois précédents. Si l'écart dépasse 0.5 alors le risque de récession est fort.
- Cette **mesure** et celle présentant les **indicateurs suivis par le NBER** pour caractériser une récession, ne **suggèrent pas l'imminence d'une récession**. C'est pour cela que la Fed n'a pas d'urgence à devenir plus accommodante. La combinaison d'une politique budgétaire accommodante et d'une politique monétaire restrictive permet une croissance robuste et un taux d'inflation qui décélère. Cela apparaît plutôt efficace.
- Les **taux de salaire se stabilisent**. Cela permet désormais aux salariés d'avoir une **rémunération dont le pouvoir d'achat progresse** puisque le salaire augmente plus vite que les prix. C'est un signal qui améliore la **perception de leur environnement** par les ménages. A quelques mois des élections présidentielles, ce n'est pas forcément un mauvais choix politique que de rester sur une dynamique de ce type.
- Par ailleurs, les **ménages** ont une **vue positive sur leur capacité à trouver un emploi** maintenant (graphe) et dans les 6 mois qui viennent.
- La **productivité mesurée par le BLS** se redresse au dernier trimestre de 2023. Mesurée en écart à sa tendance de long terme, la **productivité semble avoir touché un point bas**. C'est un signal positif.





## Reprise de l'industrie manufacturière et du commerce mondial

- Les **enquêtes menées** au mois de **janvier** suggèrent que le **point bas de l'activité manufacturière est passé**. La situation est encore fragile car la dynamique des commandes reste généralement insuffisante mais en amélioration. D'ailleurs dans l'enquête ISM aux Etats-Unis l'indice des commandes est repassé au-dessus du seuil de 50. Ce n'est pas encore le cas en zone Euro.
- Le point intéressant est que **cela pourrait se traduire par une reprise des échanges internationaux**. Ce n'est pas encore le cas au regard des commandes à l'export mais on a peut être un premier signal.
- Un deuxième signal favorable à une reprise du commerce mondial est l'**accélération des exportations coréennes** notamment en direction des Etats-Unis mais aussi de la Chine. pour éclairer le débat: les exportations ont augmenté de 18% sur un an contre 5% en décembre et une allure en contraction il y a 6 mois. Leur profil est bien corrélé avec celui du commerce mondial.
- Les **échanges** coréens vers les **US sont en hausse de 27%** et vers la **Chine de 17%**. Pour le premier cela accompagne la forte croissance US, pour l'**Empire du milieu** cela peut refléter une **reprise cyclique bienvenue**. Ce serait une très bonne nouvelle pour l'économie globale et se traduirait alors par une amélioration dans la durée de l'industrie manufacturière

### L'emploi en Zone Euro: toujours préoccupant

- Les **indicateurs d'emploi**, dans les enquêtes européennes, sont **toujours dégradés** au mois de janvier. Cependant il n'y a pas de recul supplémentaire.
- Au regard du cycle européen toujours dégradé et du profil fragile de la productivité ce sont des indicateurs que nous continuons de suivre. **En janvier, les ménages de la zone euro ne semblent pas être inquiets sur le marché du travail selon l'enquête de la Commission Européenne.**

### La Fed maintient le cap

- La **banque centrale américaine a constaté que l'activité restait robuste et que l'inflation ralentissait**. Sa mesure préférée basée sur les dépenses effectives des consommateurs ralentit à la fin 2023. Au dernier trimestre, la **hausse des prix est inférieure à 2%** en rythme annualisé. L'indice des prix sous-jacent est à 2%. La **Fed gagne son pari** mais ne veut pas réagir trop rapidement. Pour l'instant les signaux d'inflexion de l'activité ne sont pas perceptibles alors que l'inflation ralentit. Pourquoi modifier cet équilibre ?

Soulignons enfin le courage de Jay Powell qui a passé sa conférence de presse a répété que la baisse des taux d'intérêt de la Fed ne se ferait pas dans l'urgence.

