



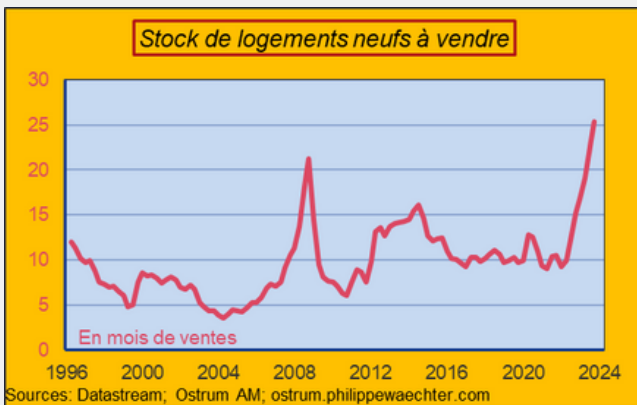
LES CLEFS DE LA SEMAINE

4 mars 2024



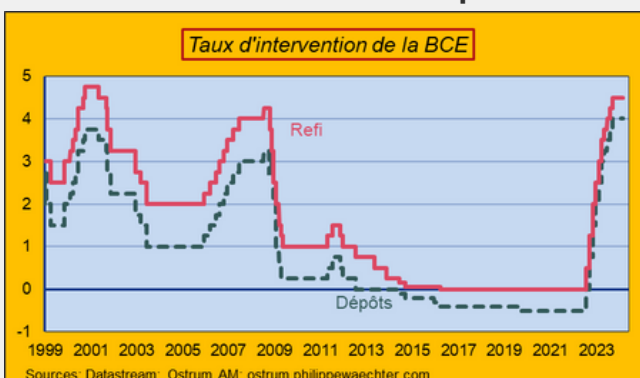
**Le graphe qui me plaît ou me préoccupe
cette semaine:**

**Le stock de logements neufs à vendre en
France représente environ 2 années de
ventes. C'est considérable et pénalisant
pour les prix.**



A suivre cette semaine

La réunion de la BCE avec prévisions



- **La Chine et l'industrie: une histoire puissante Page 2**

La Chine dispose désormais d'un outil industriel très puissant, représentant plus d'un tiers de la production manufacturière mondiale.

- **Inflation en zone Euro Page 3**

L'inflation a reculé à 2.6% en février. Ce mouvement se constate dans les principaux pays de la zone.

- **Les contributions ralentissent toutes sauf dans les services Page 3**

La contribution de l'énergie est négative pour le 10ème mois consécutif en février. L'indice des prix de l'énergie reste 43% au-dessus de son niveau d'avant cet épisode.

- **Salaires et prix des services Page 3**

Seule la contribution du prix des services reste forte. Il y a derrière une question de coût salarial.

- **La question immobilière en France Page 4**

Les ventes se sont effondrées dans le neuf. Les stocks représentent 2 années de ventes.

- **Les prix vont continuer de s'ajuster Page 4**

Les prix ont commencé à s'ajuster mais tant que les stocks seront aussi importants et que les taux d'intérêt n'auront pas franchement reculé, l'ajustement se fera à la baisse.

- **La dynamique du PIB en France Page 5**

Les gains de productivité sont inexistants dans ce cycle.

- **Le taux d'épargne reste élevé Page 4**

En dépit du ralentissement de l'inflation, les ménages restent prudents. Ils sont confiants dans le repli de la hausse des prix mais restent attentistes.

- **Population et Changement Climatique Page 5**

Le lien est ténu et peu précis. L'accumulation de carbone dans l'atmosphère et la population n'évoluent pas sur le même rythme.



La question du 4 mars 2024 - La Chine et l'industrie: une histoire puissante

La réunion du Parti Communiste Chinois, débutant le 5 mars, sera l'occasion notamment de définir le taux de croissance attendu pour 2024 et la politique économique associée. Celle-ci est définie conditionnellement au taux de croissance attendu.

Le point important sera le discours du premier ministre sur les moyens mis en œuvre et sur les objectifs et les priorités de Xi Jinping. L'économie dépend fortement de sa demande domestique, son degré d'ouverture est juste un peu plus élevé que celui, réduit, des US. Le marché interne est donc l'élément clé du développement chinois. La préférence de Xi est pour l'industrie et l'innovation plutôt qu'à l'immobilier dont il est espéré que les conditions financières plus souples permettront une résolution de la crise.

Les interrogations sont multiples sur la capacité de l'économie chinoise à conserver un **rythme élevé de croissance**.

Il est certain, cependant, que **jamais les taux connus par le passé de 10 % ne seront retrouvés**.

Cette progression très rapide reflétait l'impact d'une révolution qui a bouleversé l'économie et la société chinoise depuis les **mesures de libéralisation de l'économie prises par Deng Xiaoping en 1978** et la dynamique de **rattrapage** depuis l'ouverture de la Chine aux échanges internationaux avec l'adhésion à l'OMC en décembre 2001.

Le **relais** avait ensuite été **pris par l'immobilier** après la crise financière et avec l'aide des gouvernements locaux. Le secteur a représenté jusqu'à **30% du PIB** mais n'est plus un soutien. L'investissement immobilier se contracte depuis avril 2022 et est à -7.7% en décembre 2023. Ce ne sera pas un support de la croissance pour les mois qui viennent.

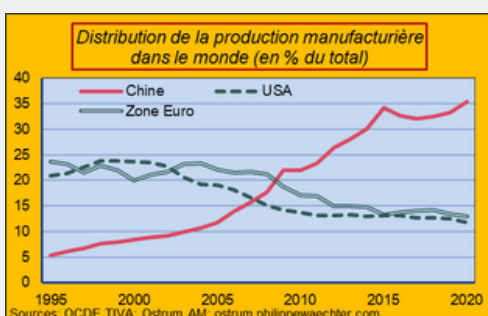
L'économie chinoise change notamment dans le **secteur manufacturier**. Par le passé, la logique était celle d'une économie qui progressait selon une logique extensive. Pour produire une unité de plus il fallait créer l'emploi associé.

Le **productivité intensive**, celle mise en avant dans les pays occidentaux s'est néanmoins manifestée depuis le **pic de l'emploi manufacturier chinois en 2013**. Après cette date, la **production augmente rapidement alors que l'emploi manufacturier se réduit**.

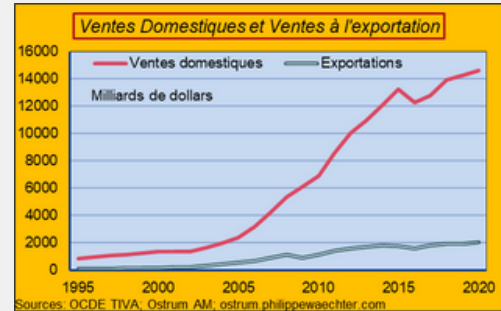
L'économie se normalise en basculant vers les services dont la contribution unitaire à la croissance du PIB est plus réduite. En conséquence, que le rythme de la croissance ralentisse n'est pas surprenant.

Il n'empêche que l'**industrie manufacturière chinoise continue de se renforcer et à innover**. On l'observe de façon anecdotique via la production d'automobiles électriques ou encore le développement de nouveaux types de semi-conducteurs qui contournent les contraintes mis en place par les US.

Deux références pour en mesurer l'ampleur. La **production industrielle** a augmenté de **5.7%** depuis 2015 en taux annualisé à la fin décembre 2023 contre **0.2 % aux US et 0.4% en zone euro** (source CPB). L'autre mesure est celle du poids de l'industrie manufacturière dans le monde. En 2020, la **Chine représentait 35% de la production mondiale contre 12% aux us et 13% en zone Euro**.



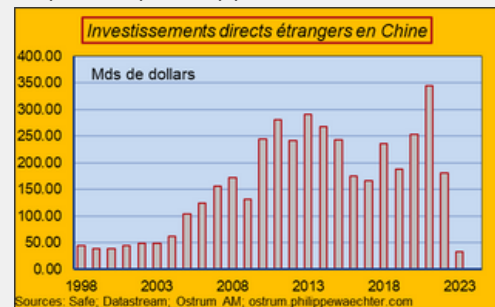
Cet environnement est porteur parce que la Chine est au **cœur des processus de production en Asie**. C'est aussi un **modèle très tourné vers la dynamique domestique**. C'est ce que montre le graphe comparant les ventes domestiques et les exportations du secteur manufacturier.



Autrement dit, la production manufacturière chinoise dont la **montée en gamme** a été une caractéristique majeure des années récentes est aujourd'hui, **innovante, forte à l'échelle internationale, intégrée** dans les chaînes de valeur, **moins dépendante** que par le passé des produits et des technologies US tout en **s'appuyant sur un marché domestique puissant**.

Pourtant, les entreprises étrangères ne se précipitent pas pour investir au pays de l'Empire du milieu.

En 2023, ces investissements ont franchement reculé, étant divisés par 10 par rapport à 2021.



A l'exception de l'Allemagne, **tous les grands pays ont réduit leurs flux d'investissement en Chine**.

Pour l'Allemagne cela peut refléter l'envie de trouver une porte de sortie à la crise interne qu'elle connaît notamment dans le secteur manufacturier. Elle espère y trouver une source d'impulsion nouvelle.

En revanche, pour les autres pays **les raisons** peuvent refléter des **arbitrages d'investissements** au regard du niveau des taux d'intérêt, cela peut traduire des **choix contraints**, notamment aux US en raison des **politiques industrielles** mises en œuvre localement (IRA aux US). Il peut aussi y avoir des contraintes pour **ne pas transférer des technologies** en Chine, notamment pour les américains.

C'est peut être aussi parce que **les Chinois n'ont plus autant besoin des investissements étrangers** pour dynamiser leur économie. **Le choix industrialiste de Xi se concrétiserait ainsi par la toute puissance chinoise dans le secteur. Cela peut être périlleux au regard de la dépendance, de fait, que l'on a vis à vis de la Chine.**



Inflation en zone Euro

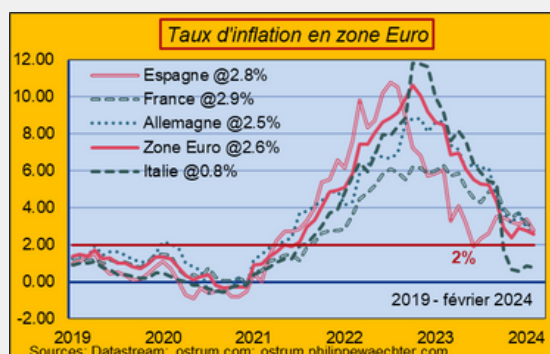
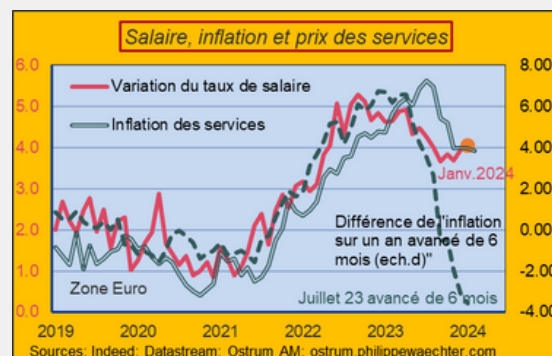
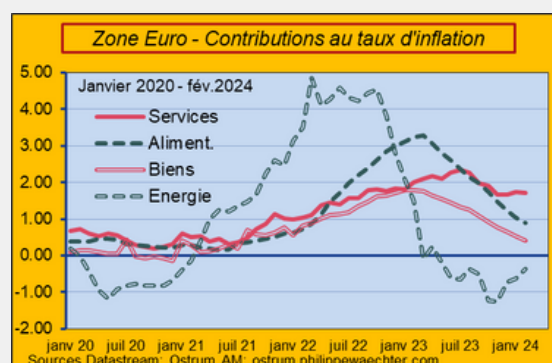
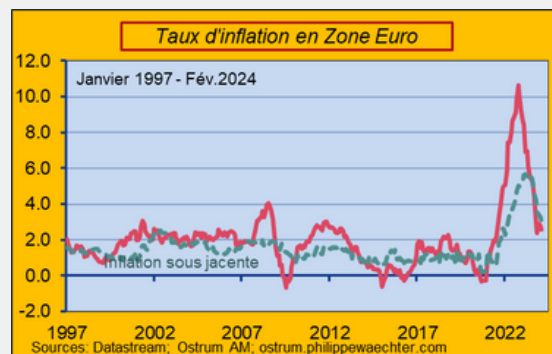
- ▶ Le **taux d'inflation** en zone Euro s'est inscrit à **2.6%** au mois de février contre 2.8% en janvier et un taux d'inflation moyen de 5.4% en 2023. Depuis le mois de juillet 2021, le taux d'inflation est supérieur à la cible de 2% de la BCE.
- ▶ Le taux d'inflation ralentit partout en zone Euro. C'est ce que montre le dernier graphe de cette page.
- ▶ Le **taux d'inflation sous-jacent** s'est établi à **3.1%** contre 3.3% en janvier et un taux moyen de 4.9% en 2023.

L'analyse des **contributions** marque toujours une contribution **négative de l'énergie**. La variation sur un an du prix de l'énergie est en retrait, tirant l'inflation vers le bas. Cependant, gardons à l'esprit que si l'indice "Energie" valait **100 au premier trimestre 2021**, avant l'épisode inflationniste, il est à **143 en février 2024**.

- ▶ Pour les **prix alimentaires**, la contribution ralentit rapidement mais l'indice est en février 2024 à **124.8**.
- ▶ Autrement dit, **ces contributions tirent l'inflation vers le bas** mais la **hausse des prix** constatés se traduit encore par une **forte baisse de pouvoir d'achat** sur ces postes.
- ▶ La contribution du **prix des biens** continue, elle-aussi, de **ralentir** et son indice de référence, toujours à partir d'une base 100 au premier trimestre 2021, est à **111**.
- ▶ La **dynamique du prix des services** est contenue dans le troisième graphe. La logique est la suivante: les **négociations salariales se calent sur les chocs d'inflation passés, nourrissant l'allure du prix des services**.
- ▶ Cet aspect est le **principal écueil de la BCE** dans la dynamique de baisse des taux d'intérêt.

Sur cet aspect des **négociations salariales**, la logique qui s'observe en **Allemagne** est intéressante. Le **marché du travail** y est **tendu** en dépit de la **récession**. Les entreprises ne veulent pas lâcher les emplois existants. Il n'y a donc pas de remontée du chômage.

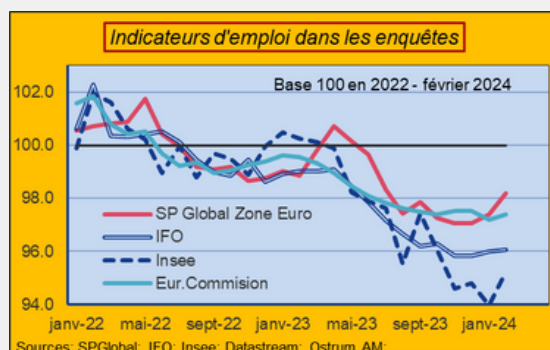
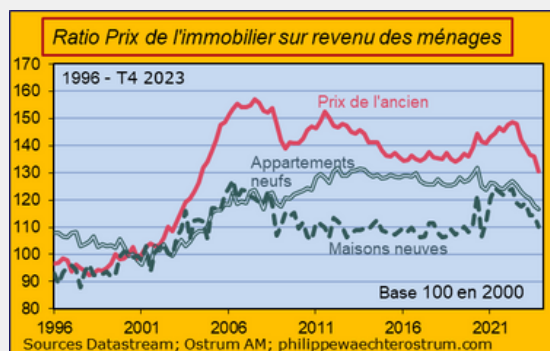
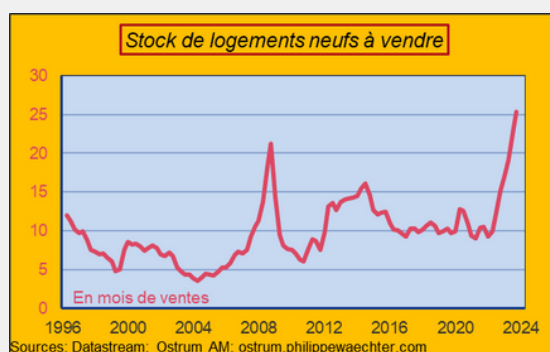
- ▶ Il y a un **manque de main d'œuvre** fort et d'**importants besoin de flux migratoires**. Mais l'Allemagne est peu attractive, l'**ajustement se fait sur les salaires**.





La dynamique de l'immobilier en France

- ▶ Les **ventes de logements neufs** se sont effondrées en 2023 en France. En moyenne sur l'année, **le repli est de -31% par rapport à la moyenne de 2022**.
- ▶ L'ampleur du **mouvement est plus fort qu'en 2008** en raison de la hausse des taux d'intérêt qui a limité la capacité d'acheter. Mais les **mesures nécessaires** pour contrer ce repli marqué se font encore attendre, contrairement à 2008.
- ▶ L'**enquête auprès des professionnels** reporte un léger rebond au premier trimestre de 2024. On ne peut pas encore parler de changement de tendance même si l'on constate une baisse des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers.
- ▶ A **court terme**, le principal souci est le **stock considérable de logements neufs à vendre**. Cela représente **2 années de vente**. Là aussi, la comparaison avec 2008 est éloquent. Cela se traduit déjà par un **fort ralentissement des mises en chantier** qui sont sous le niveau de 300 000 sur 12 mois en janvier.
- ▶ L'autre conséquence est un **mouvement de baisse de prix qui s'accroît**. La jauge ici est celle du ratio du prix de l'immobilier sur le revenu disponible des ménages. La référence était haute depuis le milieu de la première décennie des années 2000.
- ▶ Le risque est que **l'ajustement se poursuive tant que les stocks resteront élevés**. Cela peut prendre du temps sauf si la politique monétaire s'assouplit très vite et très profondément.
- ▶ Les indicateurs relatifs au **marché du travail** dans les enquêtes en zone Euro ont tendance à changer d'allure. Après le fort rebond de l'emploi après la fin de la pandémie, ces **indicateurs s'étiolaient depuis l'été 2023**.
- ▶ Ce **n'est plus le cas**. Les ménages qui ne sont pas inquiets sur l'allure du marché du travail (selon les enquêtes) pourraient ne pas être confrontés à un repli de l'emploi. **En dépit d'une faible activité, les entreprises ne souhaitent pas se séparer des postes par peur de ne pouvoir retrouver du personnel par la suite**.





Le cycle économique en France

➤ Le **taux de croissance en France** a été **confirmé à 0.9%** pour l'année 2023. Ce chiffre est légèrement inférieur à celui enregistré, en moyenne, au cours des 10 dernières années.

➤ Il n'est que **1.5% au-dessus du niveau de 2019**. L'effet rattrapage a donc été limité après la pandémie.

➤ Le taux de croissance moyen sur 10 ans montre bien les étapes de la croissance en France. **Très fort dans les années 1950-1960** en raison de la reconstruction et des effets d'innovation d'alors, le **taux de croissance a ralenti** après le premier choc pétrolier s'établissant alors à **2%** en tendance. Depuis, il ralentit et **n'est plus qu'à 1.1% en 2023**.

➤ Dans le deuxième graphe, je présente **l'allure de la productivité (PIB en volume sur emploi) après les 4 récessions connues depuis le premier choc pétrolier**.

La récession associée à celui-ci et celle consécutive à la réunification allemande **n'ont pas eu d'impact trop important**. L'activité a rapidement redémarré.

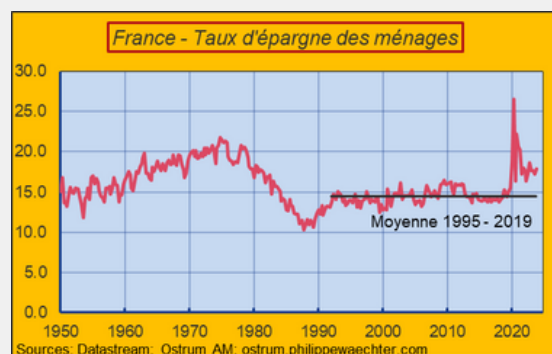
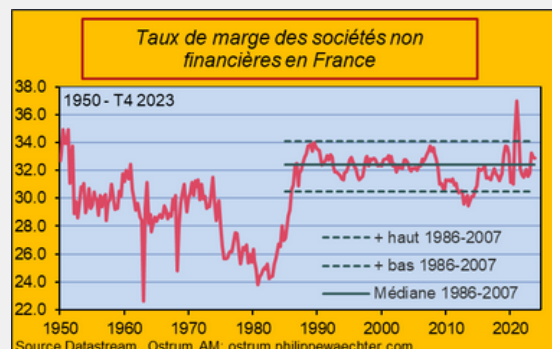
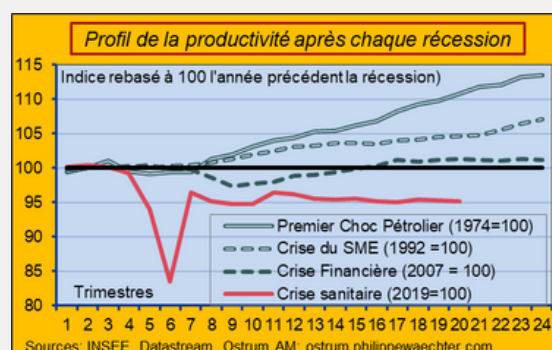
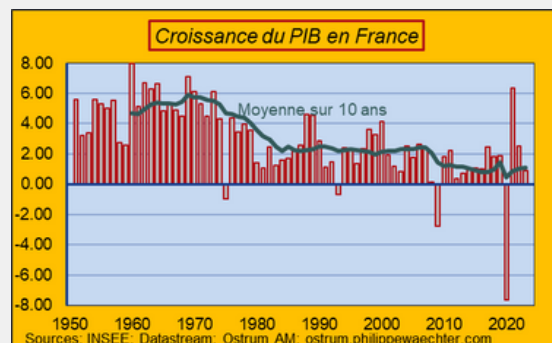
➤ Cela n'a pas été le cas **après la crise financière** de 2008. Le niveau de productivité est juste revenu sur son niveau d'avant récession sans accélération.

➤ La **crise pandémique** a un **effet persistant** souligné à de nombreuses reprises. La productivité est plus faible qu'avant celle-ci et ne montre **pas de signaux d'amélioration**.

Il y a une **forme d'inefficacité préoccupante** qui pourrait avoir un impact fort sur les marges des entreprises qui se sont normalisées.

➤ Le **taux d'épargne reste très élevé**. La perception de la fin de l'inflation n'est pas encore perceptible dans le comportement des ménages. Dans les enquêtes ils ne s'attendent pas à une réaccélération des prix à la hausse mais dans les faits, **l'inquiétude associée à l'inflation n'a pas disparu**.

La **faible collecte** en Livret A et LDDS en janvier est néanmoins peut être un premier signal d'une nouvelle ère.





Turbulences Macroéconomiques #10

1 Mars 2024

Changement climatique et population mondiale: un lien peu précis

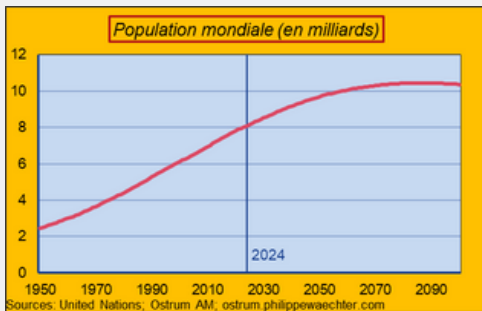
La population qui a atteint 8 milliards d'individus en 2023 est un défi pour la terre. La densité dans l'occupation des lieux, l'urbanisation et la concentration des modes de production agricoles et industrielles sont des éléments qui nuisent à la biodiversité et qui alimentent la pollution de l'eau et de l'air. Mais, la taille de la population et l'attente de 10 milliards d'habitants au-delà de 2060 est-elle un facteur explicatif de l'accumulation de gaz à effet de serre dans l'atmosphère et du changement climatique ?

La réponse est forcément nuancée. Parce que le carbone accumulé provient essentiellement des pays industrialisés qui ne sont qu'une petite partie de la population mondiale. Et, puisque les populations qui vont continuer de s'accroître sont celles qui émettent le moins de carbone, la hausse du carbone dans l'atmosphère sera limitée.

Dès lors, argumenter sur la taille excessive de la population mondiale pour expliquer le changement climatique est excessif et traduit généralement le point de vue des pays développés dont la population n'augmente plus.

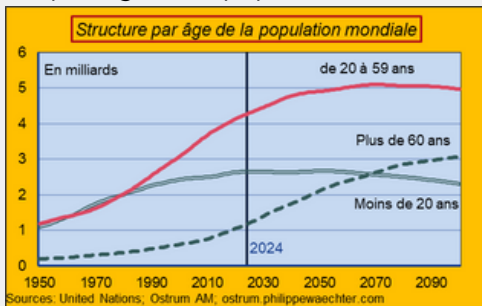
La **population mondiale** est désormais de **8 milliards** d'individus et les projections qui sont faites suggèrent qu'il y aura **un milliard** de personnes **en plus** en 2040 et un **milliard supplémentaire** après **2060**.

Dans l'utilisation des chiffres de la démographie, la projection jusqu'en 2050 est fiable car la plupart des personnes qui vivront dans 30 ans sont déjà nées. Elle reflète la croissance soutenue de la démographie dans les décennies passées et l'importance de la population "jeune" dans la population mondiale. Dès lors le taux de fécondité qui évoluera au cours des prochaines décennies n'est pas immédiatement déterminant.



Le deuxième aspect de la population est sa **structure par âge**.

Il y a deux changements radicaux quand on regarde la structure par âge de la population mondiale.

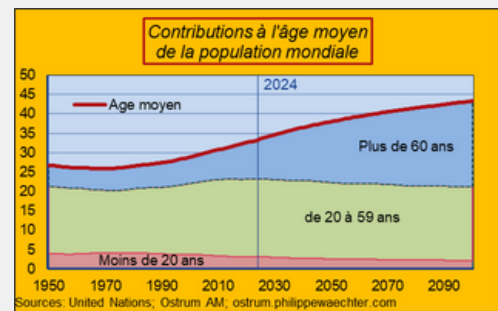


La **population active**, mesurée ici comme celle allant de 20 à 60 ans, **va rapidement stagner**.

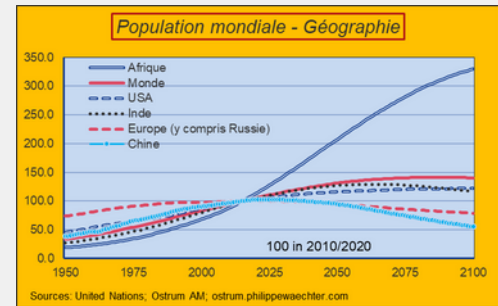
Cependant, les **évolutions géographiques** ne seront **pas homogènes**. Les **pays pour lesquels la population va augmenter** dans les 50 prochaines années ont une part de cette **population active qui passera de 51% actuellement à 73% en 2100** dans la population active mondiale. Cela se traduira par une hausse de l'activité économique avec un risque d'émissions supplémentaires de carbone. Mais le point de départ est très bas limitant son impact.

Pour les pays développés, la population active va diminuer, pesant alors sur la capacité à faire de la croissance tout en limitant son empreinte carbone en flux.

La deuxième remarque est que la **population des plus de 60 ans progresse très vite**, au détriment de la population des jeunes, ceux de moins de 20 ans. L'âge moyen va tendre vers 45 ans et la contribution des plus de 60 ans va rapidement s'accroître au cours des prochaines années.



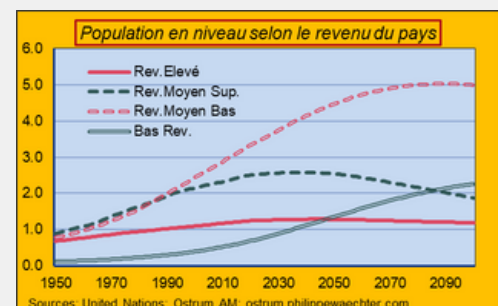
La **troisième dimension** dans l'allure de la population mondiale est sa **distribution géographique**.



L'élément le plus marquant est à la fois la **progression spectaculaire de l'Afrique**, le **recul de l'Europe** et surtout celui **de la Chine**.

Cette distribution est majeure pour comprendre les enjeux entre cette population et la question des émissions de gaz à effet de serre.

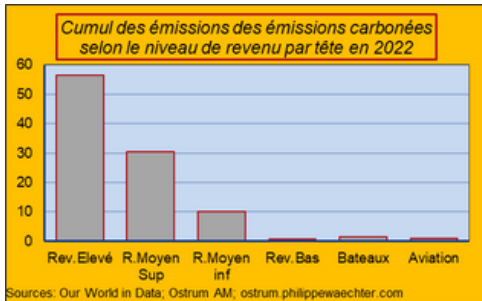
En effet, les **régions connaissant la plus forte hausse de leur population sont celles qui émettent très peu**.





Turbulences Macroéconomiques #10 - 1 mars 2024

La **démographie** est majeure pour comprendre la problématique du changement climatique mais attention c'est un peu un **faux-ami**. Il faut pouvoir distinguer les **stocks de carbone émis** par le passé et les **flux actuels**. Les stocks expliquent le changement climatique, les flux montrent les sources d'ajustement sachant que le carbone émis à une durée de vie très longue.

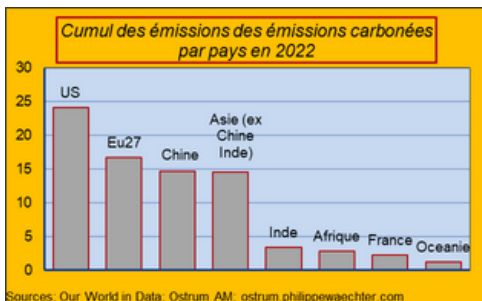


Sur le graphe figurent les **chiffres des émissions carbonées cumulées jusqu'en 2022**.

Les pays ayant un revenu élevé (plus de 13206 dollars par tête en 2021) ont émis 56% des émissions carbonées. **Le carbone dans l'atmosphère provient à hauteur de 56% des pays développés**. En revanche, les **pays à revenus bas n'ont émis que 0.6% des émissions cumulées**.

Pour faire le total à 100, figurent aussi les émissions cumulées associées au trafic international des avions et des bateaux.

Pour être plus spécifique, la décomposition par région ou par grands pays est pertinente.

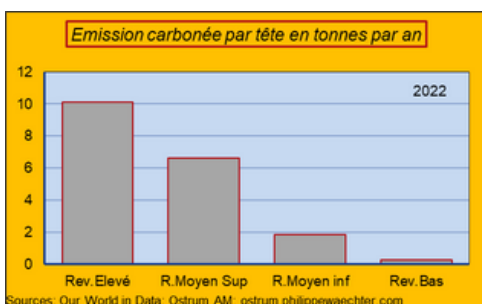


On constate que le **poids de chaque région n'est pas cohérent avec le poids de sa population**.

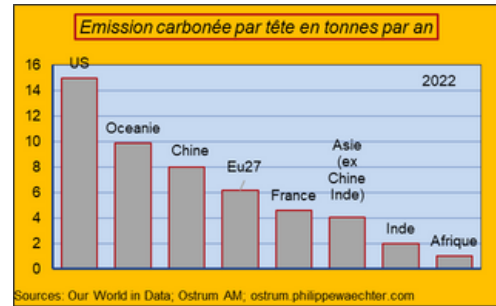
L'**Inde et l'Afrique** ont un cumul des émissions carbonées très réduit alors que ce sont des régions à population très élevée

L'analyse des flux montre que les émissions courantes sont très dépendantes du revenu par habitant. C'est ce que suggère le graphe ci-dessous.

Les **pays à haut revenus sont ceux qui, chaque année, émettent le plus alors que les émissions pour les pays les plus pauvres sont très faibles**.



Ici aussi, il est pertinent de regarder les évolutions par grands pays ou par grandes régions.



Deux remarques:

- Les écarts sont considérables.
- **Les pays dont la population croît le plus vite sont généralement ceux pour lesquels le niveau des émissions carbonées est très faible**. C'est le cas de l'Inde et de l'Afrique notamment.

Autrement dit, **la relation entre la démographie et les émissions carbonées et donc le changement climatique n'est pas immédiate**.

Prendre comme argument la taille de la population mondiale pour expliquer le changement climatique n'est pas pertinent. C'est une idée souvent évoquée dans les régions où la population n'augmente plus.

Réduire la progression de la **population africaine**, au regard de ses émissions carbonées, n'aurait qu'un **impact limité et pénaliserait son développement économique**. Cela ne résoudrait en rien la question de l'impact de l'accumulation des émissions carbonées, depuis la révolution industrielle, faite par les pays occidentaux depuis la révolution industrielle.

Deux conséquences:

La **première est que la rupture des comportements** doit d'abord être le fait des pays développés même si ces derniers voient leurs émissions reculer depuis quelques années. Il faut aller plus loin et ne pas laisser la charge de l'ajustement aux pays émergents. Ils doivent eux aussi pouvoir se développer.

De ce point de vue, je trouve **les objectifs présentés par la Commission Européenne à l'horizon 2040 très pertinents**. Il y a nécessité d'une **rupture** pour se caler sur la trajectoire de la neutralité carbone. Il n'y aura pas de continuité avec le passé récent. Il faut que l'on se prépare à des ruptures car la situation va changer de façon spectaculaire.

La **deuxième remarque** que les population qui progressent très vite seront aussi celles qui seront les plus pénalisées par le changement climatique au risque d'en pénaliser le développement et d'accentuer les flux migratoires.

Le monde ne fera pas l'économie d'un comportement nouveau pour être plus coopératif.

La **population n'est qu'un paramètre dans l'analyse du changement climatique**. Deux autres paramètres sont essentiels pour comprendre la dynamique du changement climatique: l'activité et la technologie associée à celle-ci. L'impact des activités humaines est le produit de ces trois facteurs: population, activité et technologie selon l'équation **I=PAT**. On en reparlera