

# LA CHRONIQUE

Par **Brigitte TROQUIER**  
Economiste

28/11/2023



## La synthèse

Les banquiers centraux vont probablement maintenir leur politique monétaire en l'état. Mais la diffusion du resserrement doit tenir compte de l'abondante liquidité qui se maintient dans les circuits de financement. Ses conséquences dépendent du modèle de transmission de cette politique à l'œuvre. A ce jour il est encore favorable aux entreprises américaines, il l'est moins dans les pays qui appliquent des taux variables ou ceux dont les alternatives de financement sont plus limitées.



## La conjoncture

### USA

- **L'ISM manufacturier** est en repli de 2,3 pts à 46,7 en oct.
- **L'ISM des services** est en repli de 2,8 pts à 51,8 en oct.
- **Les créations d'emplois** restent fermes dans le secteur privé à 447 000 en oct.
- **Les salaires** progressent de 0,3% en oct et de 4,3% en g.a.

### Zone euro

- **Les indicateurs d'activité PMI** confirment une tendance au tassement dans l'industrie et les services. A 43,1 et 47,8 respectivement.
- **Le PMI composite de la France** d'oct. à 45,3 regagne 89 pts de base sur le mois.
- **L'indice manufacturier de la France** s'enfonce un peu plus à 42,6 en oct. après 44,2 en sept.
- **L'ifo allemand d'octobre** à 86,9 gagne 1 pt tant sur la partie présente que sur les prévisions.

### Chine

- **La baisse des exportations** s'accélère, réduisant le niveau de son excédent commercial à 56,5 Mds \$ en oct.
- **La hausse des importations** de 3% sur le mois d'oct pourrait être la traduction du soutien apporté à la demande domestique depuis quelques mois.



# DE L'ÉCONOMIE



## La liquidité , meilleur ennemi de la politique monétaire

La brutalité avec laquelle la Banque centrale américaine a réagi aux tensions inflationnistes dans son pays n'a pas d'égal : 525 points d'une hausse étalée sur une période de 15 mois ne pouvait que donner un coup d'arrêt à la demande. Or au fil des trimestres, elle résiste plutôt bien aux vents contraires de ce durcissement. Si, en zone euro la conjoncture est plus dégradée, on ne peut pas exclure que cette situation soit d'abord le fait d'une crise énergétique qui a contraint les ménages et les entreprises à modifier leur comportement. Le cas de l'économie Allemagne illustre bien à ce titre les effets d'un choc énergétique dont les conséquences infusent sur la durée.

Le resserrement monétaire des banques centrales s'est traduit, d'une part par une hausse des coûts de financement et, d'autre part par une hausse de la rémunération des trésoreries. Sur le premier volet de ces conséquences, les entreprises américaines ont jusqu'à présent optimisé leur équation des charges d'intérêt net. D'une part elles ont arbitré leurs besoins soit sur les marchés soit auprès des banques pour limiter la hausse des coûts de financement. D'autre part, elles ont géré au mieux leur trésorerie encore excédentaire dans un contexte où les banques restent à la recherche de liquidité dans un environnement de taux court terme élevés. Cette gestion active s'est pour l'instant traduite au niveau global par une baisse de la charge nette d'intérêt pour les entreprises. Ce n'est néanmoins pas le cas des ménages qui malgré une gestion dynamique de leurs liquidités ont un spectre d'options plus réduit en matière de financement que ce soit pour les actifs immobiliers où le crédit consommation indexé sur les taux court terme. La liquidité encore importante, constitue probablement l'une des explications pour l'atterrissage encore modéré de la croissance américaine.



## Les marchés

### Les marchés de taux

Détente des taux long terme en ordre de bataille

### Le marché des actions

Les marchés actions saluent la détente sur les taux malgré une conjoncture plus morose.



## L'évolution des classes d'actifs

Classe d'actifs	Vues	Changement
-----------------	------	------------

### Actions

Zone Euro	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Etats-Unis	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Japon	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Marchés émergents	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>

### Autres actifs

Performance absolue	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Monétaire	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Or & métaux précieux	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>

### Taux Zone Euro

Financières sub. (hors AT1)	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
High Yield EUR	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Souverain / Invest. Grade EUR	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>

### Taux reste du monde

Dette émergente	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
High Yield USD	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>
Souverain / Invest. Grade USD	<input type="range"/>	<input type="button" value="↔"/>

Convictions affaiblies

Statu quo

Convictions renforcées

Novembre 2023

BRED Banque Populaire - Société anonyme coopérative de banque populaire régie par les articles L 512-2 et suivants du Code monétaire et financier et l'ensemble des textes relatifs aux banques populaires et aux établissements de crédit, au capital social de 1 893 934 238,40 € - Siège social : 18, quai de la Rapée - 75604 PARIS Cedex 12 - 552 091 795 R.C.S Paris - IDENT. TVA FR 09 552 091 795 - Intermédiaire en assurances immatriculé à l'ORIAS sous le numéro 07 003 608.



	24/11/2023	Variation semaine	Depuis 01/01/2023
<b>S&amp;P 500</b>	4 551,6	1,5	18,9
<b>Nasdaq</b>	134253,4	1,5	37,1
<b>Euro 50</b>	4 351,9	1,3	13,9
<b>CAC 40</b>	7261,6	1,2	11,3
<b>Nikkei</b>	33454,3	0,9	27,3
<b>MSCI EM</b>	59707,2	1,0	3,6
	24/11/2023	17/11/2023	01/01/2023
<b>\$/€</b>	1,06	1,06	1,13
<b>Brent \$</b>	79,5	91,2	83,04
<b>Bond 10 ans</b>	4,46	4,61	3,88
<b>OAT 10 ans</b>	3,2	3,3	3,07
<b>Or Once \$</b>	1839,79	1966,1	1903,2

## La liquidité , remède contre la récession

Nombreux sont ceux qui s'étonnent encore de la résilience des économies face au choc inflationniste et aux remèdes monétaires auxquelles elles ont été confrontées.

Les banques centrales, pour ne pas être prises à revers, ont concentré leur resserrement sur une courte période et maintiendront cette situation en l'état pour plusieurs mois encore. D'une part, l'inflation sous-jacente résiste, à plus de 4,2% en g.a à la fin octobre en zone euro ou en France, D'autre part, l'absorption de l'excès de liquidité qui pourrait à nouveau soutenir les hausses de prix, n'est probablement pas suffisante. Le ratio mondial de la masse monétaire est encore proche de ses plus hauts, à 143 % du PIB , soit 40 points au-dessus de son niveau de janvier 2008.

Le dégonflement des bilans de banques centrales dans les pays avancés est entamé mais il se déploie très timidement. Dans les pays émergents, où les difficultés et les coûts de financement ont augmenté, les banques centrales financent une partie des besoins des Etats en augmentant la masse monétaire tout en resserrant les coûts de leurs interventions pour enrayer l'inflation.

Globalement, le maintien de la liquidité à des niveaux confortables a probablement constitué au cours de cette dernière période un amortisseur et du choc de taux et de celui de la demande auxquels nous pouvions nous attendre. Les réserves d'épargne accumulées par les uns ou la capacité des autres à préserver leurs marges malgré des coûts en hausse ont retardé les effets du resserrement qualitatif de la politique monétaire. Si pour ces raisons, l'année économique 2023 se termine sur une note modérée, le profil de 2024 va dépendre du rythme selon lequel les banques centrales vont gérer le recul de la liquidité dans la durée et en montant.