

LES CLEFS DE LA SEMAINE

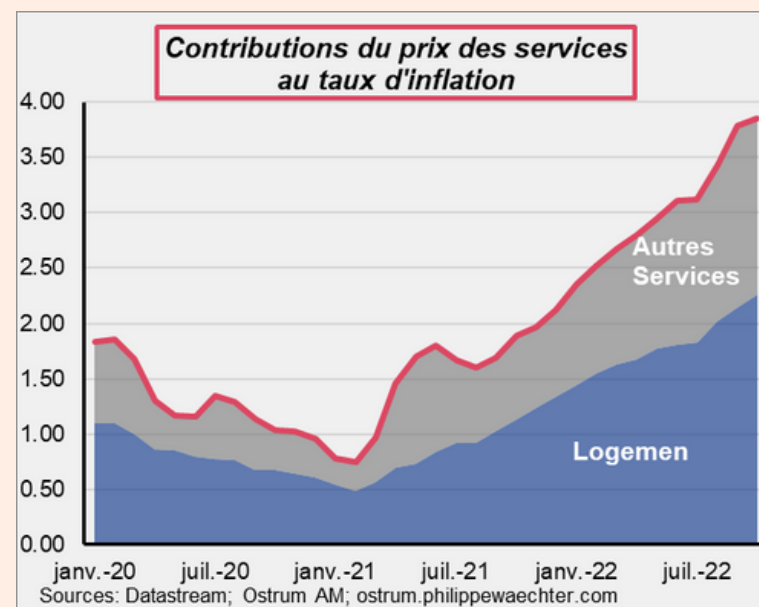
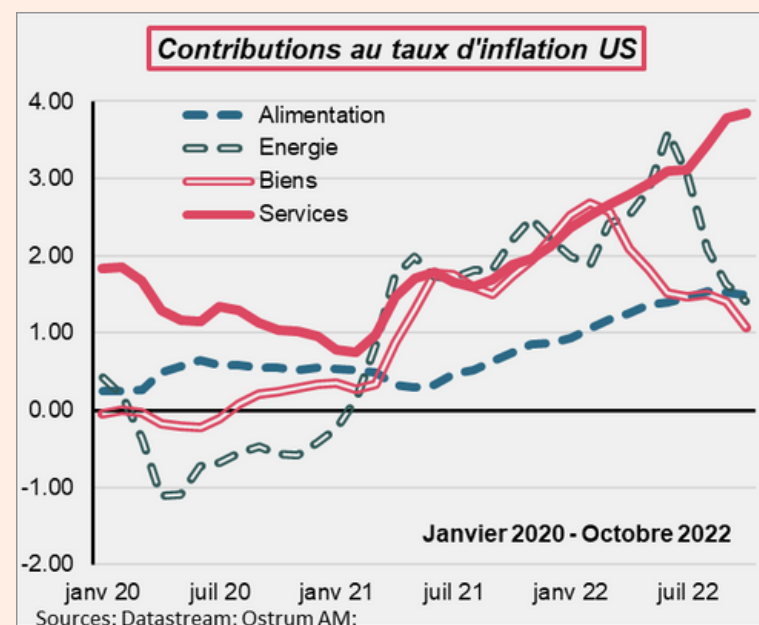
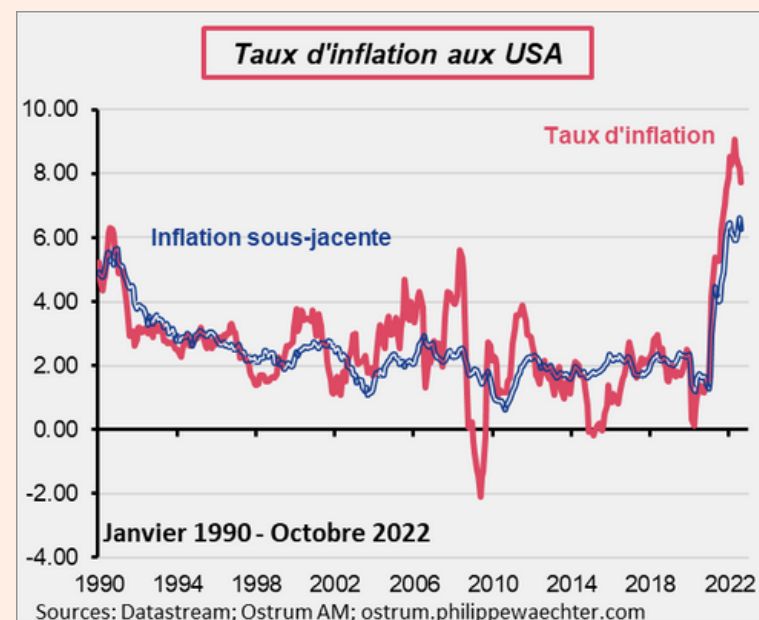


- L'Inflation américaine change de tendance
- Quelle dynamique des salaires en Europe ?
- La Chine envoie des signaux plutôt récessifs
- L'énergie en Europe, encore.....
- Le PIB pourquoi comment ?
- Le PIB des critiques dès le début
- Le PIB remis en cause
- Les brèves
- Cette semaine: Fin de la COP27



L'INFLATION AMÉRICAINE CHANGE DE TENDANCE

- Pour le 4ème mois consécutif, le **taux d'inflation ralentit**. En juin le taux d'inflation était de 9.1%, il était de **7.7% en octobre**. Parcours moins brillant pour l'**inflation sous-jacente**: Observée au plus haut à 6.6% en septembre, elle retombe à **6.3% en octobre**.
- Même si l'on peut se réjouir de début de changement de tendance, **il est trop tôt pour s'enthousiasmer**. L'inflation sous-jacente est encore trop élevée pour perdre tout sens des réalités et penser que le choc inflationniste est presque derrière nous.
- Les contributions de l'énergie et des produits alimentaires décélèrent. Le repli de l'énergie est en phase avec la modération du prix du pétrole. Le point majeur est la **forte réduction des tensions nominales dans les biens**. J'évoquais ce point la semaine dernière déjà (**Les clefs de la semaine 7 novembre**).
- Dans les **services**, le logement est un indicateur retardé. Il va continuer à progresser encore un moment (par construction de cet indice). L'autre partie des services (gris sur le graphe) intègre la hausse des salaires. **Cette partie va se dégonfler** avec la réduction des tensions salariales reflétant le dynamisme plus réduite du cycle.
- Pour éviter le profil des **années 70** (forte hausse puis repli de l'inflation avant un rebond), **la Fed ne doit pas copier son comportement de l'époque** où elle avait abaissé trop vite ses taux avant que l'ensemble des ajustements ne soient faits. **Elle doit donc remonter son taux et le maintenir élevé même en cas d'inflation plus réduite.**



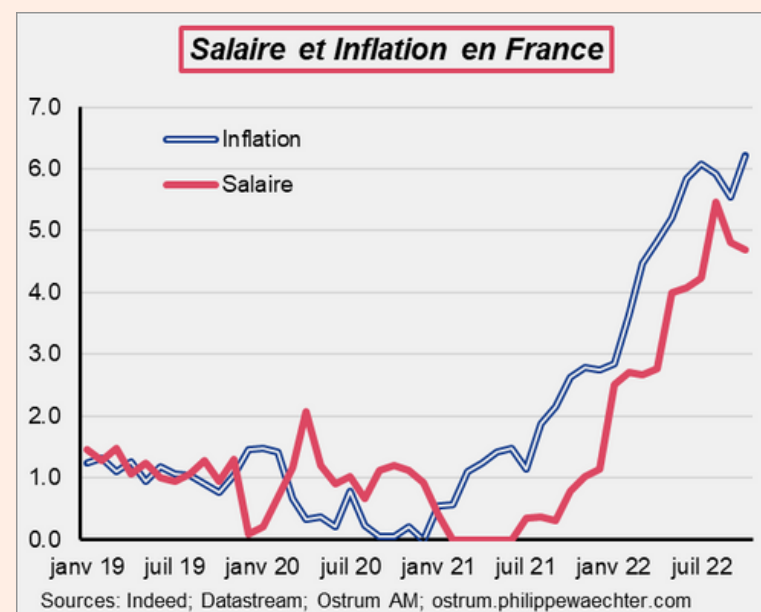
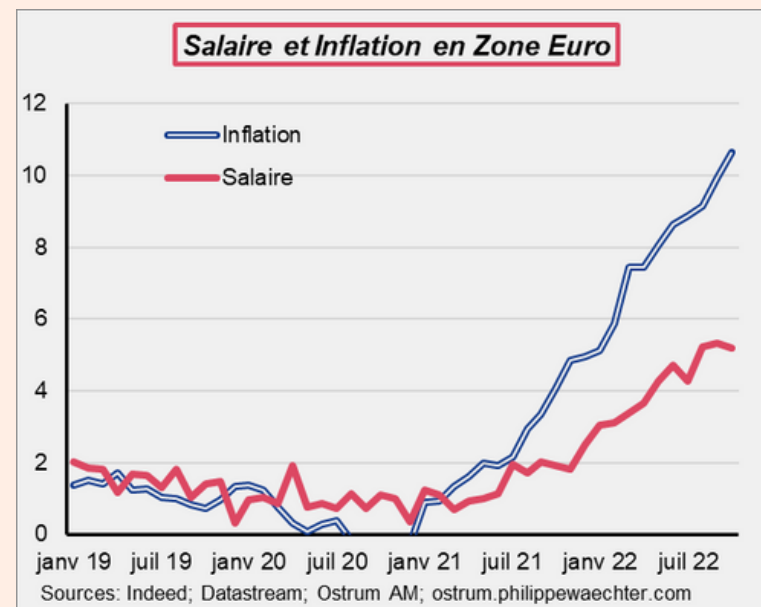


QUELLE DYNAMIQUE DES SALAIRES EN EUROPE ?

- La Banque centrale d'Irlande s'est intéressée à l'évolution des **salaires** au sein de la zone Euro et au Royaume Uni.
- Ce nouvel indicateur, qui ressemble à celui de la Fed d'Atlanta, repose sur les données publiées par le site **Indeed** (meta moteur de recherche d'emplois).
Les salaires dans les annonces reflètent à la fois la **tendance immédiate** des rémunérations mais aussi les **anticipations des employeurs**.

- L'allure de ces séries sont compatibles avec celles déjà disponibles à la BCE notamment. Elles ont l'avantage d'être mensuelle avec des actualisations facilement disponibles. Cela facilitera l'analyse du **profil de l'inflation** et la mise en place d'une éventuelle **boucle prix-salaire**.

- En octobre 2022, le taux de salaire ainsi mesuré augmente de **5.2%** sur un an à l'échelle de la **zone Euro**. Il est bien loin du taux d'inflation à **10.7%** à la même période. A priori, pas de boucle prix-salaire. En **France**, le taux de salaire (**4.7%**) progresse moins que l'inflation. L'écart est plus élevé en **Italie** et aux **Pays-Bas** où le taux de salaire progresse très lentement par rapport au taux d'inflation (4% et 11.9% en Italie; 3.8% et 14.3% aux Pays-Bas). **L'Allemagne** est le mauvais élève avec une hausse des salaires de 7.1% avec un taux d'inflation à 10.4%.
- Deux éléments pour la **gestion de la politique monétaire** et l'alerte sur une éventuelle indexation des salaires:
La **hausse des salaires semble plafonner** depuis l'été. Il n'y a **pas d'indexation unitaire** qui, comme en France dans les années 70, pourrait engendrer une inflation persistante. Pas de boucle-prix salaire.
La **hausse est néanmoins diffuse**. Elle ne suit pas le taux d'inflation mais les augmentations de 3% sont courantes traduisant un **effet de propagation** d'un choc inflationniste que la BCE doit surveiller. **Pas de pivot trop rapide en zone Euro**.





LA CHINE ENVOIE DES SIGNAUX PLUTÔT RÉCESSIFS

➤ Le **commerce extérieur chinois** reste une source de préoccupation.

Il y a deux semaines j'indiquais que, depuis le début de l'année et jusqu'au mois d'août, les **échanges internationaux de la Chine contribuaient négativement** à la progression de l'ensemble des échanges mondiaux.

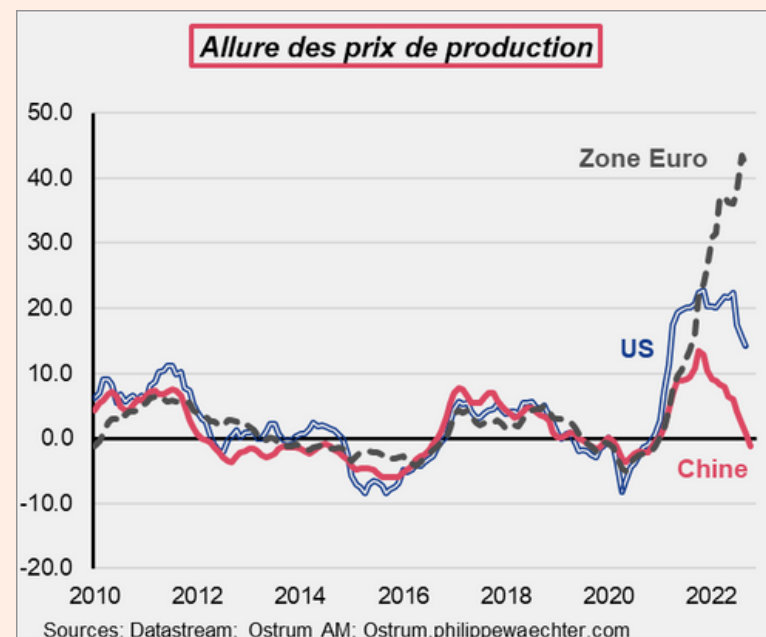
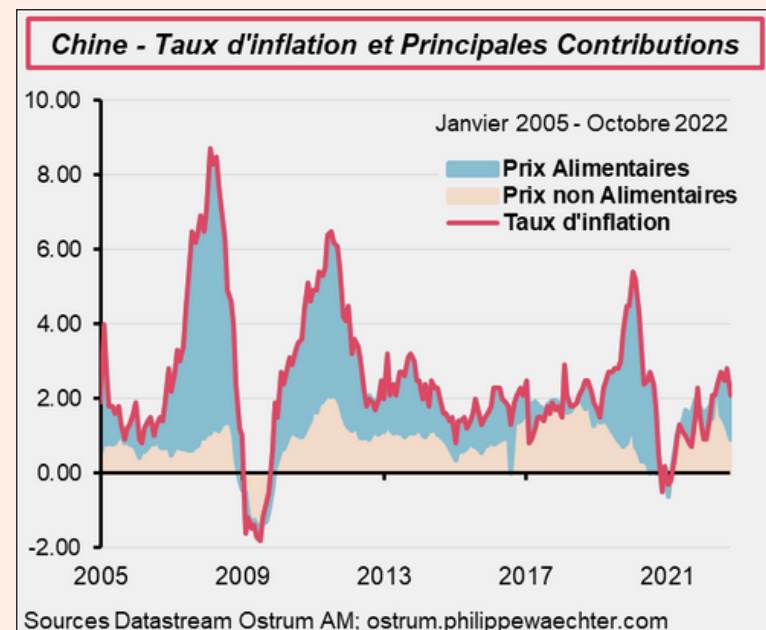
➤ Les **chiffres récents**, septembre et octobre, **n'inversent pas cette conclusion. La Chine pénalise la croissance mondiale.**

La progression des importations est quasi nulle à l'automne. Les chinois achètent peu au reste du monde mais continuent à leur vendre. Cependant, la faible progression des exportations suggère que la croissance du reste du monde est réduite.

➤ L'**inflation** est modeste en octobre à **2.1%**. Les fluctuations de l'indice des prix reflète principalement celles des **prix alimentaires**. Ce phénomène est récurrent. En octobre, c'est le **prix du porc** qui a encore progressé (+51.8%) expliquant cette hausse des prix alimentaires. **Les prix non alimentaires progressent peu.**

La **demande est réduite**. La situation intrinsèque de l'économie manque de robustesse, la politique OCovid accentuant ce phénomène.

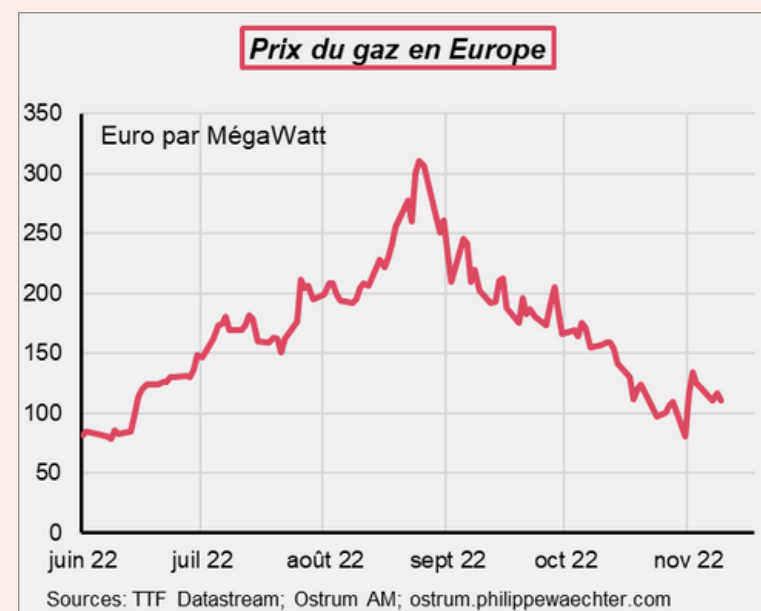
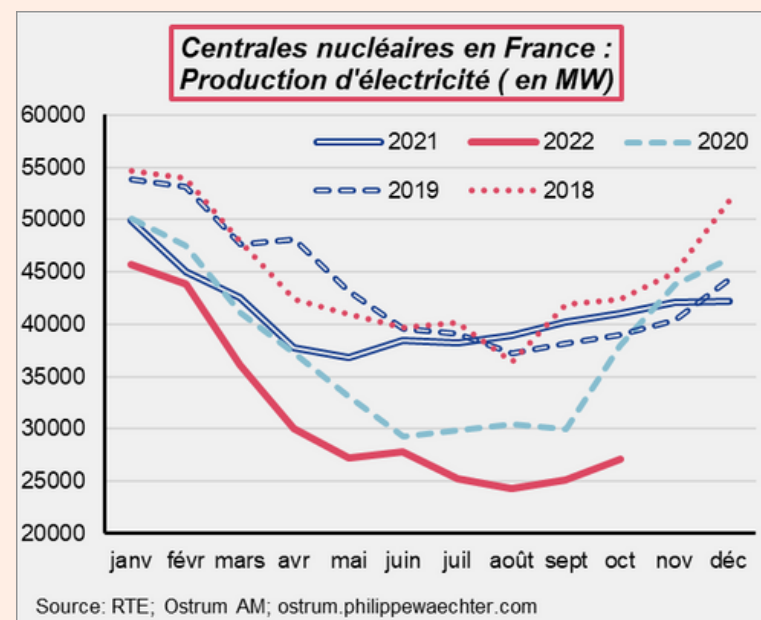
➤ Les **prix à la production reculent** pour la première fois depuis 2020. La baisse des prix des matières premières est une bonne explication qui reflète une situation macroéconomique peu dynamique. Ce mouvement suggère le **repli à venir des prix de production aux US** alors qu'en **Europe, la crise énergétique** est toujours un frein à la désinflation. J'avais évoqué ce point dans "**Les clefs de la semaine du 7 novembre**"





L'ÉNERGIE EN EUROPE, ENCORE....

- L'économie de la **zone Euro** reste conditionnée par l'allure du **marché de l'énergie**. C'est vrai pour l'**inflation** puisque la contribution de l'énergie explique la moitié de l'inflation depuis le début de l'année. C'est vrai pour l'**activité** puisque l'on craint de possibles coupures de courant cet hiver si celui-ci est trop rigoureux.
- Sur ce marché de l'énergie, une première source d'inquiétude et de fragilité est la **faible production d'électricité nucléaire en France**. En octobre 2022, la production est bien inférieure (-34%) à celle de l'an dernier.
- La France ne sera **pas capable d'exporter** rapidement de l'électricité. Les espérances de retour à la normale sont douchées toutes les semaines par EDF qui indique des **retards dans les remises en route**. En outre, l'Agence de Sureté Nucléaire (ASN) veille et découvre encore de nouvelles fissures.
- Si la France ne peut pas exporter d'électricité elle en importera et les **tensions sur le marché du gaz** vont vite revenir avec la baisse des stocks. La baisse du prix depuis la fin août est terminée.
- Ce **recul** a résulté du **climat particulièrement doux en octobre** (selon Météo France, l'anomalie climatique d'octobre était supérieure à celle d'août (écart moyen à la normales)). Cette situation est en train de changer et l'utilisation du gaz va être plus intensive.
- Le **prix du gaz est encore très élevé** par rapport aux 20 à 40 euros le mégawatt observé par le passé. Pour l'instant, compte tenu d'un marché du gaz encore tendu, il est peu probable que le prix redescende. **L'impact sera fort et durable sur les bilans d'exploitation**.
- **Deux points à suivre**: la **capacité d'EDF** à retrouver des **capacités à produire** et **surveiller la météo** en espérant qu'elle sera clémente.





LE PIB, POURQUOI COMMENT ?

La question du **PIB** (Produit Intérieur Brut) revient souvent dans les discussions que je peux avoir avec différents interlocuteurs sur l'économie. Il m'a donc semblé important d'éclairer ce point à l'origine de beaucoup de confusions mais aussi d'interrogations. Associé à une croissance perçue comme excessive, son concept est battu en brèche .

* * *

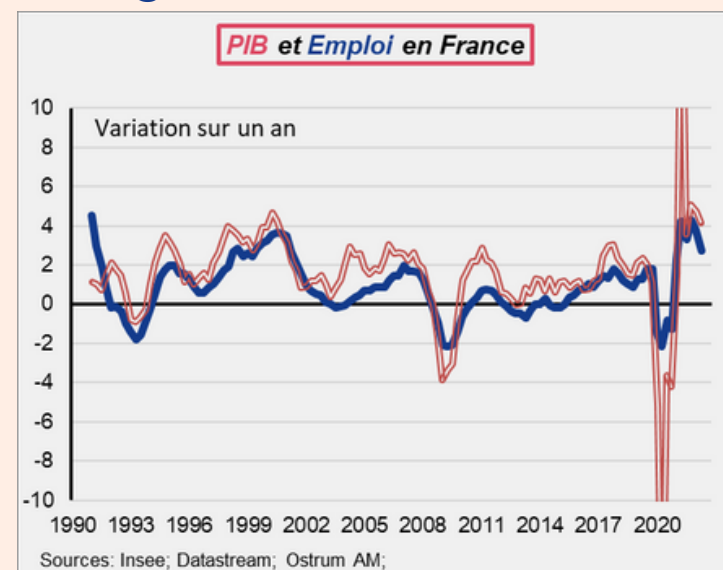
➤ Le PIB est d'abord une **construction** dont l'**objectif** est de **mesurer la production**, les dépenses et les revenus à l'échelle d'une économie. Techniquement c'est la somme des valeurs ajoutées ou des dépenses finales ou des revenus au sein de l'économie. C'est une construction avec de **nombreuses inconnues**, des choix majeurs à faire, des **arbitrages** entre des méthodes mais aussi des marges d'**incertitude**. Cela n'est pas une mesure physique simple comme la hauteur d'un arbre ou le poids d'une automobile.

➤ Sa **mise en œuvre** remonte aux balbutiements de la macroéconomie dans les années 1930. Les économistes commençaient à disposer d'un cadre macroéconomique plus complet avec les travaux théoriques de **Kalecki** et de **Keynes** et statistiques de **Frisch**, **Tinbergen** et de **Kuznets**. Il fallait alors comprendre les **conséquences de la crise de 1929**, il fallait une mesure suffisamment large pour englober de nombreux aspects de cette crise originale par bien des points. Ces travaux se sont poursuivis durant la période de la seconde guerre mondiale. Là aussi, la nécessité d'avoir une vision globale de l'économie était nécessaire.

➤ De nombreux progrès ont été faits et les méthodes ont été harmonisées entre les pays pour avoir des **mesures comparables**. Le PIB est une mesure précise de l'activité économique et c'est pour cela que d'importants moyens ont été mobilisés pour y parvenir.

➤ Dans la **gestion de la politique économique**, le PIB est un élément clé. **Son allure va conditionner l'emploi et les revenus**. Cela ne signifie pas que les relations entre l'activité et l'emploi sont intangibles et stables dans le temps mais ils sont liés.

➤ Le PIB est désormais **disponible rapidement**. Il peut vite donner un signal sur l'état de la conjoncture. Par ailleurs, les **enquêtes sont construites pour reproduire l'allure du PIB**.





LE PIB: DES CRITIQUES DÈS LE DÉBUT

➤ Depuis le début, **personne n'est dupe**, le **PIB a d'importantes lacunes**. D'abord, il n'est pas l'Alpha et l'Omega de la situation économique d'un pays. C'est juste une **mesure de l'activité** que ses producteurs essaient de rendre **la plus complète possible**.

Mais, le **PIB mesure mal** ou pas du tout le **travail non marchand** (travail domestique), le travail au noir ou encore d'autres formes de travail. L'évaluation de ces points est incertaine. Il est parfois préférable de ne pas les intégrer si cela apporte du flou supplémentaire dans la mesure de l'activité. Ce sont des choix qu'il faut faire dans les instituts statistiques.

➤ Une **critique plus fondamentale** est l'absence de prise en compte des **externalités négatives**, c'est à dire des **facteurs négatifs associés à l'activité économique**. C'est le cas de la **pollution** par exemple, de la dégradation de la **biodiversité** et du **réchauffement climatique**.

Ces points n'ont jamais été ignorés par ceux qui construisent le PIB mais celui-ci est une mesure de l'activité économique pas du bien-être.

On notera aussi que les externalités positives (innovations par exemple) sont aussi mal appréhendées.

La **distinction entre indicateur d'activité et indicateur de bien-être** est nécessaire car les deux n'ont pas le même objet. Le premier est une **mesure physique**, le second est une **mesure qualitative**.

Les deux mesures sont **complémentaires** mais **ne doivent pas être confondues**.

De ce point de vue, il semble préférable d'avoir une série d'indicateurs dont l'ensemble fournira une approche plus complète de la situation économique du pays mesuré.

Deux remarques sur un indicateur synthétique:

Il est préférable d'avoir plusieurs indicateurs qu'un seul qui serait synthétique. Un **indicateur synthétique** ajouterait de la **confusion** parce qu'il faudrait décider d'une **hiérarchie** dans les indicateurs pris en compte. Or comment pondérer des indicateurs très divers ? Qui déciderait ?

La **comparaison internationale** serait très vite **très complexe** puisque chaque indicateur synthétique serait construit en fonction des préférences de chacun des pays.

En outre, l'**interprétation** en serait difficile, renforçant le côté **boîte noire** de l'économie puisque l'indicateur n'affecterait personne en direct contrairement à l'emploi, l'inflation ou le niveau de l'activité.



LE PIB REMIS EN CAUSE

La **remise en cause du PIB n'est pas nouvelle.**

En 1969, dans son livre "Les désillusions du progrès", **Raymond Aron** soulignait l'opposition entre croissance et redistribution. "L'ambition prométhéenne (de la croissance) et l'idéal égalitaire sont difficilement compatibles"

Cette **dialectique** a resurgi avec la question de la **soutenabilité** du modèle de croissance et l'**irruption** du changement climatique.

L'opposition soulignée Raymond Aron a été exacerbée par la question du **changement climatique** qui rend la **croissance permanente non soutenable** dans la durée.

Elle n'est plus possible compte tenu du **caractère fini des ressources** disponibles. La forte réduction dans l'utilisation des énergies fossiles oblige à réfléchir à **un autre modèle.**

Cette **thématique** a été mise en avant notamment par les **tenants de la décroissance**. Ce terme doit être compris comme le choix d'un modèle qui ne repose plus sur la croissance à tout prix. Les ressorts sont ceux du partage, de la soutenabilité et de la réduction des inégalités.

Dans ce cadre, le PIB n'est plus au centre de l'image. Pour certains il n'apparaît plus nécessaire.

On sera plus nuancé car les indicateurs de bien être au cœur de l'**approche en termes de décroissance** n'a de sens que **si les revenus sont toujours robustes** et que la **production** qui sert de soubassement à ces revenus **est solide**. Sans cela la construction est fragile. **On ne peut partager que ce qui a été produit et pour cela on a une bonne mesure qui est le PIB.**

Il faut repenser le modèle de l'économie conditionnellement à la nécessaire convergence vers la neutralité carbone. Il faudra allouer les ressources différemment mais pour cela il faudra les mesurer. Le PIB sera utile pour cela.



LES BRÈVES

L'épargne en France

Pendant la pandémie, les ménages français ont accumulé de l'épargne pour faire face à l'incertitude.

J'ai pris comme mesure de cette épargne, les montants déposés sur les comptes bancaires et sur les livrets bancaires.

J'ai ensuite calculé une tendance sur la période 2015-2019 puis mesuré l'écart à cette tendance prolongée jusqu'en septembre 2022.

➤ On constate effectivement un **changement de comportement des ménages au moment de la pandémie avec un net gonflement de l'épargne.**

Elle n'est toujours pas résorbée même lorsque l'on la mesure hors inflation (la courbe bleu sur le graphe). L'inflation plus élevée a écorné cette épargne mais ne l'a pas réduite.

➤ Elle **ne sera pas une source de relance** car cette épargne est localisée chez les personnes disposant d'un revenu élevé et dont, en général, la situation est robuste. Cette **épargne est structurelle.**

L'emploi en France

Depuis la reprise de l'activité après la pandémie, l'économie française crée de **très nombreux emplois**. La sécurité sociale nous apprend même que pour les **contrats à plus d'un mois, ce sont les CDI qui sont majoritaires.**

➤ Depuis le premier trimestre 2021, **935 000 emplois ont été créés** dans le secteur privé à la fin du troisième trimestre 2022.

➤ L'emploi progresse presque aussi rapidement que le PIB, provoquant une **stagnation de la productivité**. Cela veut dire que l'économie française ne dégage **pas de degrés de liberté pour pouvoir choisir son orientation sans contrainte**. Cela **limite donc la capacité à augmenter les revenus.**

