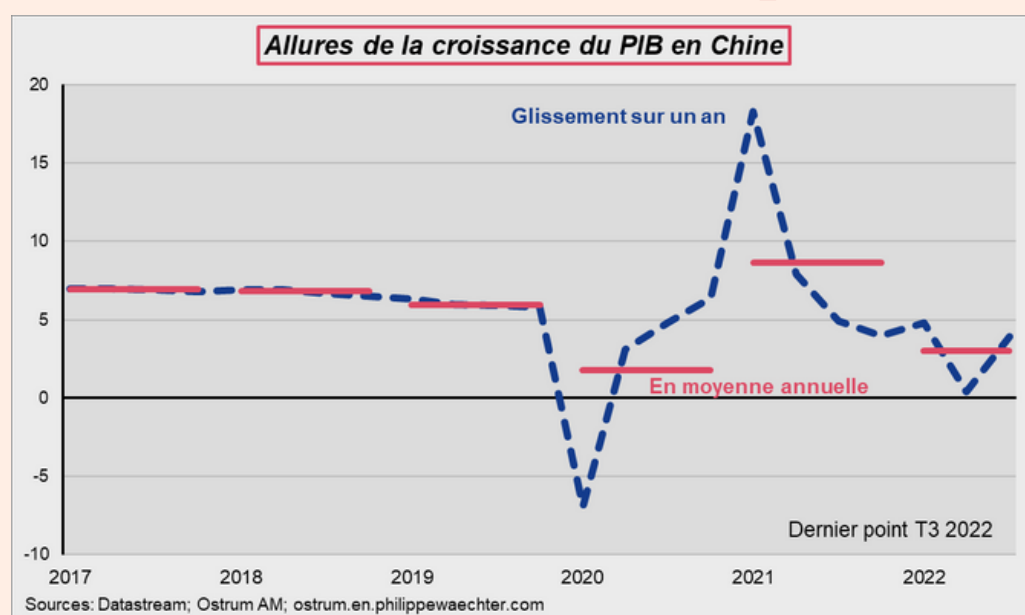


LES CLEFS DE LA SEMAINE



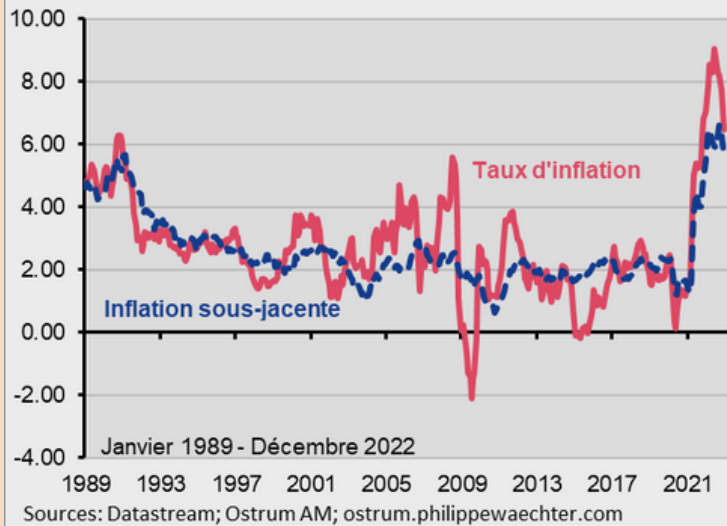
- **L'inflation US est elle en train de disparaître ? (Page 2)**
- **Les salaires ralentissent en zone Euro (Page 3)**
- **La question des salaires (Page 4)**
- **Encadré sur la persistance de l'inflation (Page 5)**
- **Production industrielle et commerce extérieur en Europe (Page 6)**
- **Inflation en Chine dans l'attente du PIB de 2022 (Page 7)**
- **Cette semaine: PIB chinois pour 2022**





L'INFLATION US EST ELLE EN TRAIN DE DISPARAITRE ?

Taux d'inflation aux USA



Le **taux d'inflation US** s'est inscrit à **6.5%** en décembre après 7.1% en novembre. Pour l'ensemble de l'année 2022, le **taux d'inflation moyen est à 8%** (à titre de comparaison, il est à 8.4% en zone Euro).

Le **taux d'inflation sous-jacent ralentit à 5.7%** contre presque 6% en novembre. Le taux moyen est de 6.15% pour l'ensemble de 2022.

L'analyse des contributions est fascinante. **Trois des quatre contributions majeures reculent encore au mois de décembre** (la somme des 4 contributions est l'inflation).

La **contribution du prix des biens** qui avait été forte et essentielle dans l'impulsion de l'inflation et dans sa propagation en raison des tensions sur l'appareil productif avec des pénuries et des rationnements **est en train de fondre**.

La **contribution du prix de l'énergie** qui culminait à plus de 3.5% en juin 2022 **est désormais inférieure à 1% se rapprochant de 0.5%**.

Quant aux **prix alimentaires**, leur **contribution recule depuis le mois d'août 2022**. Ce mouvement va se prolonger en raison de la **stabilisation du prix des engrais américains**.

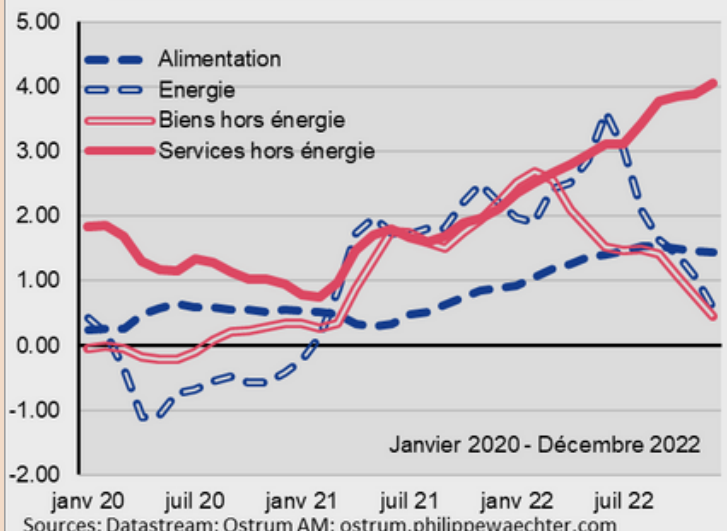
Le dernier point intéressant est l'allure même du taux d'inflation. **Sur 6 mois, le taux d'inflation est nul**. Le pic a été touché en juin mais depuis c'est la débandade.

S'il n'y avait pas la composante logement qui, elle, contribue fortement encore à l'inflation, la variation sur 6 mois de l'inflation serait franchement négative au-delà de -2%.

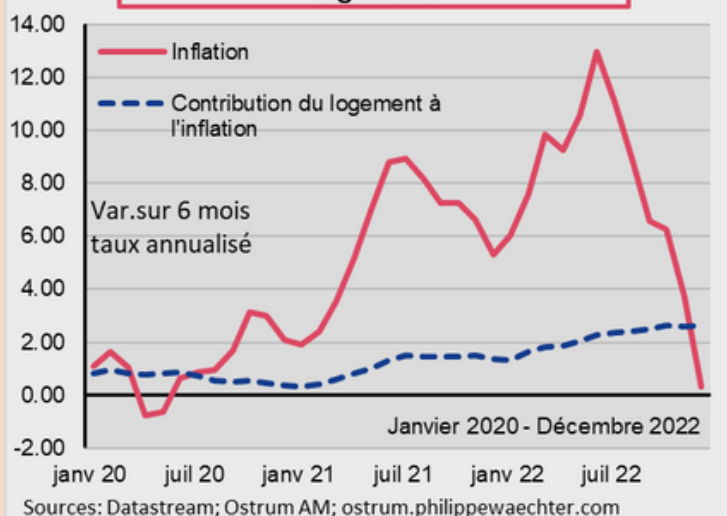
Cette **composante logement va, par construction, encore peser sur l'inflation pendant quelques mois** mais, **l'inflation est en train de disparaître**.

C'est cela la nouveauté de cette fin d'année qui suggère que l'inflation US aura été temporaire.

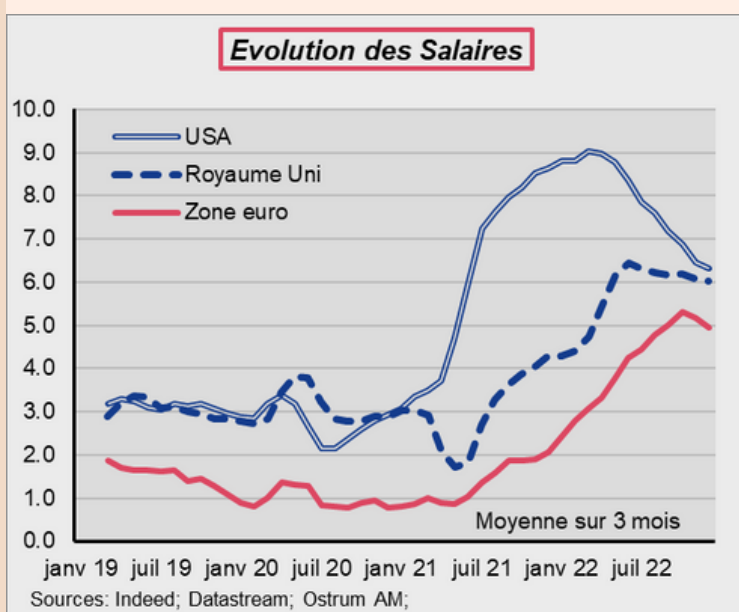
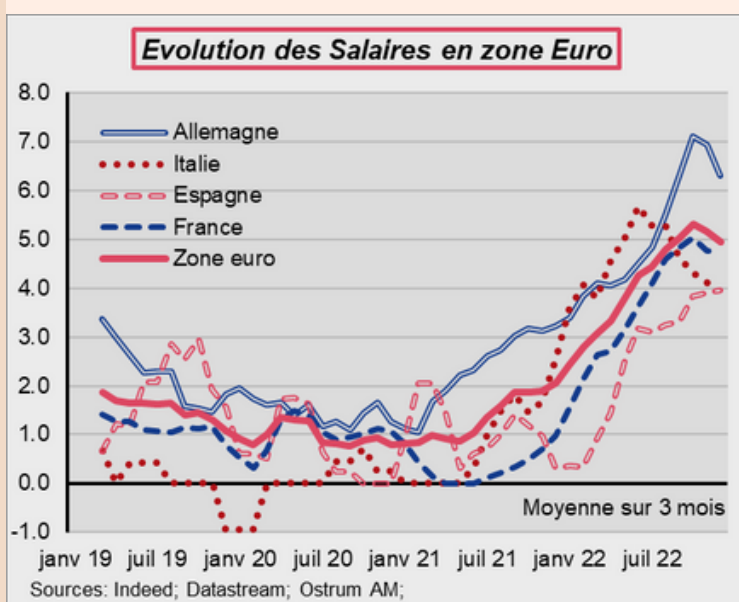
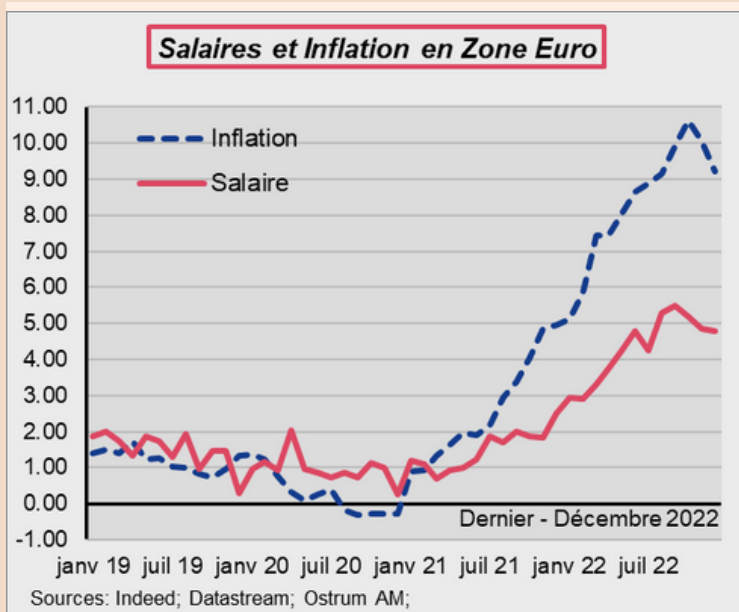
Contributions au taux d'inflation US



Taux d'inflation US et Contribution du logement



LES SALAIRES RALENTISSENT EN ZONE EURO



La **dynamique des salaires** s'infléchit depuis l'automne en zone Euro si l'on suit la mesure issue des travaux d'Indeed.

En **décembre** la hausse est de **4.8%** après un plus haut en septembre à 5.5%. En moyenne sur 3 mois, la hausse du taux de salaire est de 4.9% contre 5.2% en novembre et 5.3% en octobre.

(le site de recherche d'emploi capture les salaires des offres d'emplois postées. Il s'agit donc du salaire des nouveaux contrats pas du stock de contrats anciens).

Deux remarques

L'**ajustement des salaires à l'évolution de l'inflation est loin d'être unitaire**. Il n'y a **pas de règle d'indexation** ou de **boucle prix/salaire** à l'échelle européenne qui suggérerait une dynamique persistante.

Pour les différents pays de la zone Euro, l'allure est sensiblement similaire à celle de l'ensemble.

Des **inflexions sont constatées en France et en Allemagne**. Celle de l'Italie est plus ancienne et c'est en Espagne que le rattrapage continue de se faire.

Indeed fait le même type de relevé pour les US et le Royaume Uni.

Il apparaît clairement que le **mouvement d'inflexion est plus précoce aux US et au Royaume Uni qu'en zone Euro**. Ces trajectoires différenciées montrent les différences conjoncturelles entre les 3 pays.

Le **ralentissement est spectaculaire aux US** depuis le début du printemps 2022.

Que dit la BCE sur les salaires ?

Dans une recherche récente, la BCE s'interroge sur la dynamique des salaires.

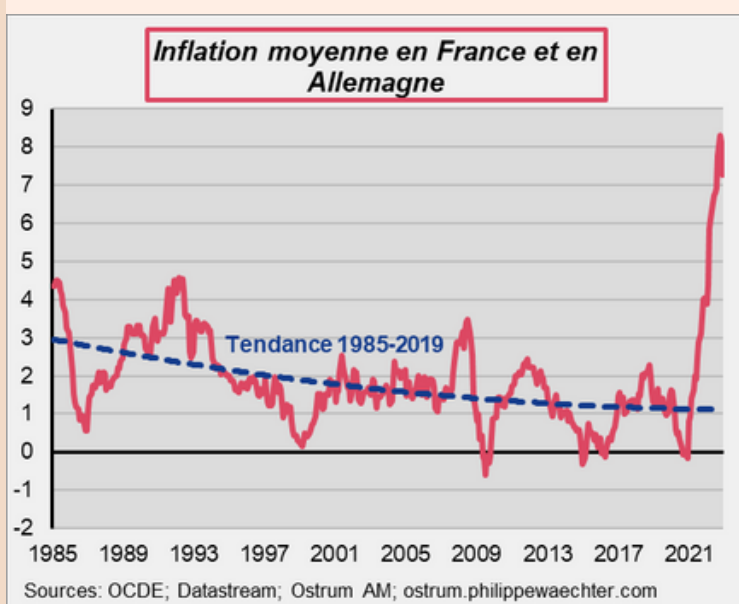
Ce qui a généralement été retenu est le début du dernier paragraphe qui indique que **les salaires devraient progresser rapidement** dans les prochains mois. Une conclusion hâtive puisque dans la **deuxième partie** de ce dernier paragraphe, les **auteurs modèrent leurs propos, laissant le lecteur dans une certaine confusion non conclusive**. Revenons sur les différents points évoqués par la BCE.



LA QUESTION DES SALAIRES

La problématique des prix et des salaires

La question des **salaires** est au cœur des interrogations de la BCE dans la **gestion de sa politique monétaire**. Une **hausse persistante des salaires est un facteur majeur pour inscrire l'inflation dans la durée**. De ce point de vue, il faut distinguer entre des règles d'indexation, comme dans les années 1970 dans plusieurs pays développés dont la France, et une hausse des salaires résultant de gains de productivité. Dans le premier cas, la règle peut créer les conditions d'une inflation permanente au-dessus de la cible souhaitée.



Pendant longtemps, **la sensibilité des salaires à l'inflation a été très réduite**. Cela s'explique notamment par la stabilité de l'inflation. La hausse des prix était limitée et évoluant dans des marges réduites, seulement pénalisée par des chocs temporaires sur le prix du pétrole.

L'inflation revenait sur sa tendance rapidement après un choc. C'est ce que suggère le graphe. En conséquence, la dynamique des prix était peu pertinente pour appréhender la dynamique des salaires. Et faire l'hypothèse qu'elle s'en éloignerait durablement était hasardeux (voir l'encadré sur la Fed de Saint Louis).

Les ruptures récentes

L'inflation est désormais plus forte. Dès lors, la **relation entre salaire et inflation change de nature puisque l'inflation ne revient pas spontanément sur sa tendance de long terme**. La modélisation d'avant le covid n'est plus aussi pertinente.

Par ailleurs, comme le souligne la BCE, les interventions des Etats sur le marché du travail ont brouillé les cartes. Si une telle intervention était souhaitable pour des raisons évidentes liées à la rigidité du marché du travail, elle a **figé la structure productive** et limité les ajustements **alors que l'économie changeait** pendant et après la période de crise sanitaire.

C'est probablement une explication des tensions toujours observables sur le marché du travail en zone Euro avec un niveau d'emploi historiquement fort et des taux d'emplois vacants très élevés

La **BCE** conclut son propos sur les salaires en indiquant que les **modèles habituelles ont perdu de leur pertinence** en raison du choc inflationniste. Mais son observation du marché du travail suggère que la robustesse du marché du travail, le retard des salaires sur l'inflation et les hausses du salaires minimum devraient tirer les salaires à la hausse. C'est ce que l'on a observé jusqu'à l'automne. **Les données récentes sur les salaires sont néanmoins moins optimistes** comme le suggère l'allure évoquée à partir de la base de données Indeed. L'effet de rattrapage sur l'activité s'essouffle et va affecter le marché du travail.



ENCADRÉ SUR LA PERSISTANCE DE L'INFLATION

La **Federal Reserve Bank de Saint Louis** s'est récemment interrogée sur **l'allure à venir de l'inflation et la persistance** de celle-ci.

Pour cela elle a découpé l'histoire américaine récente en deux sous-périodes: l'une allant de 1960 à 1983 et l'autre depuis 1983 correspondant à ce que les économistes appellent la période de grande modération durant laquelle les fluctuations des prix et de l'activité ont connu une allure beaucoup moins volatile que sur la période précédente.

La question est celle du **retour plus ou moins rapide vers l'inflation antérieure** selon la période retenue.

La Fed de Saint Louis indique que quelque soit l'indicateur retenu (les deux indicateurs de prix (CPI et PCE) et leur composante sous-jacente) le caractère persistant du choc inflationniste est beaucoup plus marqué sur la période allant de 1960 à 1983.

Sur la période de grande modération, le choc est éliminé beaucoup plus rapidement.

La question posée porte donc sur **le cadre dans lequel l'économie évoluera dans un futur proche**. Est-ce que la résurgence brutale de l'inflation depuis le printemps 2021 est un phénomène temporaire avec le retour à des évolutions modérées rapidement ? ou est-ce que le choc a transformé les relations au sein de l'économie entraînant une réduction de la prédictibilité des données économiques ?

Pour la gestion de la politique monétaire, l'équation à résoudre n'est pas la même selon le cadre retenu.

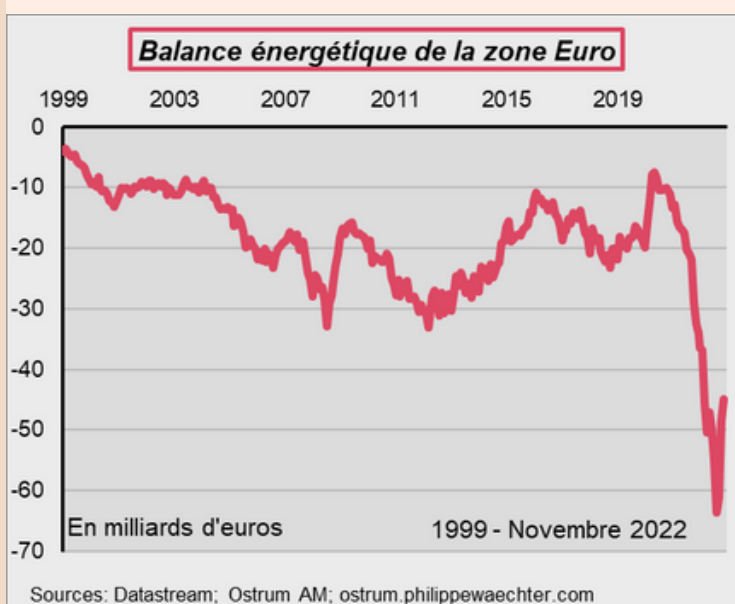
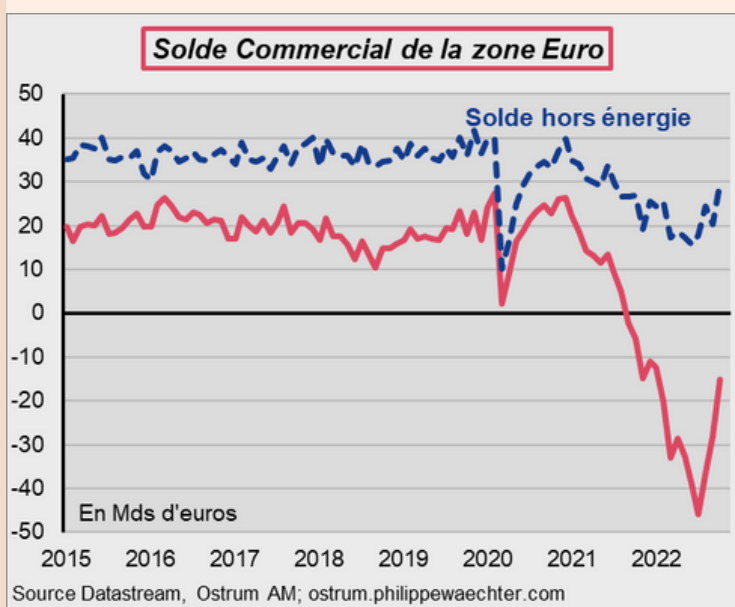
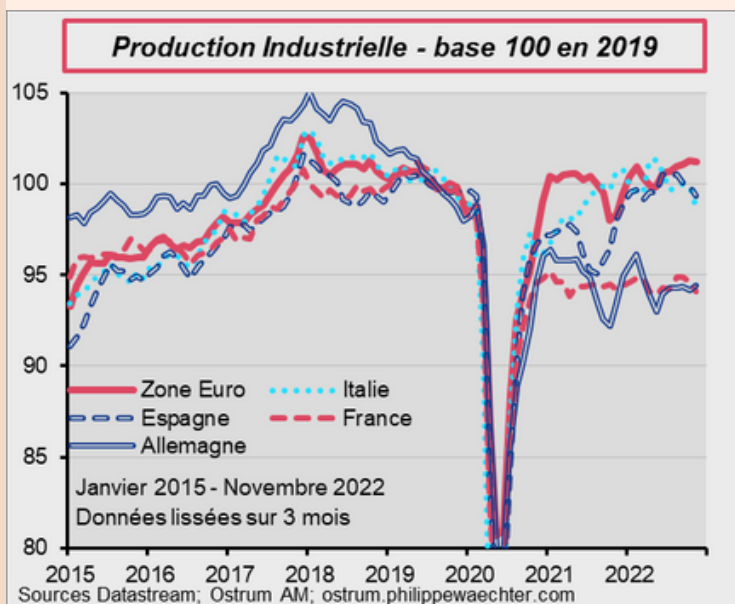
Sur la **question des salaires** évoquée plus haut, cette dimension est importante.

Si le choc de 2021 n'est qu'un **choc temporaire** alors les modèles utilisés dans le passé vont pouvoir être remis en route.

Si par contre, **l'économie change** parce que le **prix de l'énergie** est perçu comme durablement élevé, parce que l'économie se **transforme en profondeur** dans le cadre de la transition énergétique ou parce que **l'économie se verticalise** alors les **rapports de négociation vont changer en profondeur** et affecter le profil des salaires.



PRODUCTION INDUSTRIELLE ET COMMERCE EXTÉRIEUR EN EUROPE



La **production industrielle** au sein de la zone Euro a une **trajectoire robuste** alors que les **enquêtes** sont plutôt **négatives** sur l'allure de ce secteur.

La production de la **zone Euro** est revenue sur son **niveau d'avant pandémie**, soit autour de 100 ou au-delà. La même chose est constatée en **Italie** et en **Espagne**. Ces allures sont cohérentes avec celles observées avant la pandémie même auparavant.

En revanche, en **France** et en **Allemagne** la **situation** est **plus critique**. Le niveau de la production industrielle est **inférieur** d'environ **5%** à celui qu'il était en 2019. Il n'y a pas de rattrapage par rapport au niveau pré pandémie et l'allure allemande est nettement moins dynamique que durant la période 2015-2019.

L'**enjeu** est désormais la **capacité de l'Europe** à faire face aux **défis américain et/ou chinois**. La concurrence américaine va s'intensifier via l'**Inflation Targeting Act** (voir Les clés de la semaine du 19 décembre). Elle sera aussi d'une nature différente parce que le **prix plus élevé de l'énergie** pénalise l'Europe.

Faut-il adopter des mesures similaires à celle des US en Europe. **Je reviendrai sur ce point la semaine prochaine.**

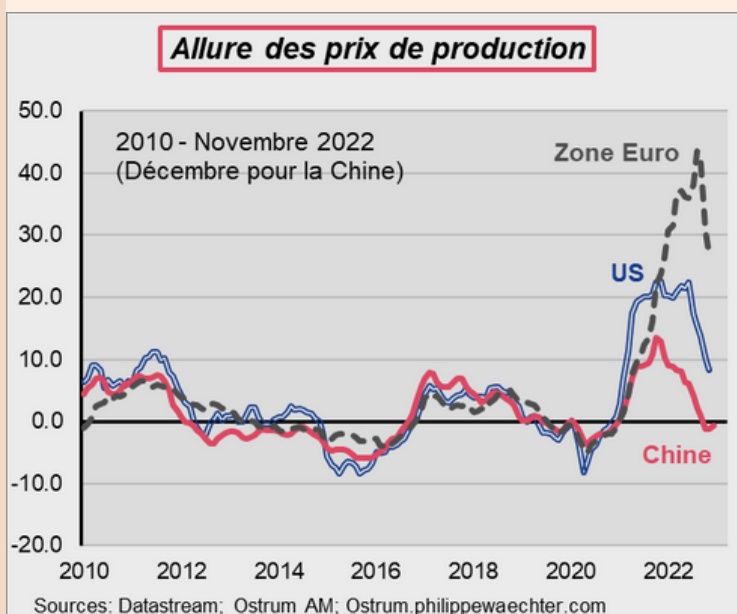
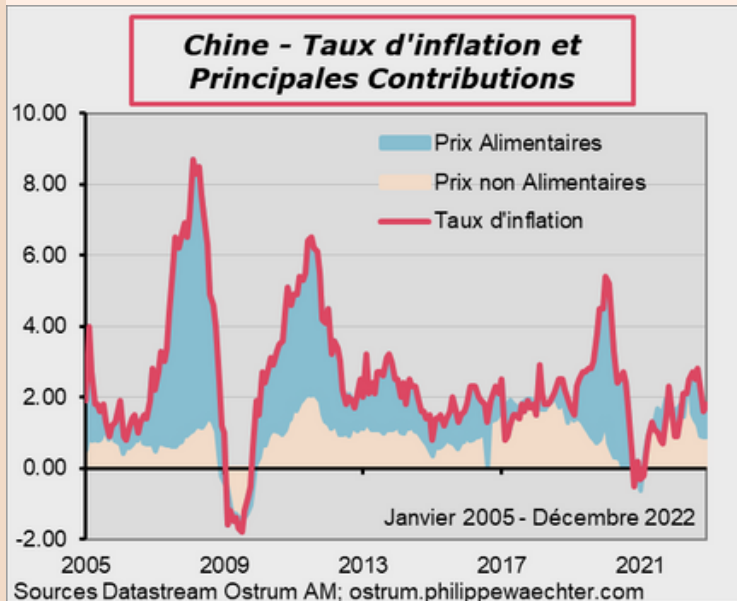
A court terme, la relative stabilité des indices suggère un **risque réduit de récession** au sein de l'ensemble des pays européens. La **dynamique de la politique économique** et la **baisse récente du prix de l'énergie** expliquent cette robustesse.

Ce changement d'allure sur les prix de l'énergie s'observe sur le profil du **commerce extérieur européen**. La **balance énergétique** est voisine de **-45 Mds** contre plus de 60 mds en août.

Le bon point aussi est le **redressement de la balance hors énergie**. Les **exportations hors énergie continuent de progresser** alors que les importations hors énergie stagnent. Le marché intérieur ne s'effondre pas.



INFLATION EN CHINE DANS L'ATTENTE DU PIB DE 2022



L'**inflation chinoise** est restée modérée à la fin de l'année 2022. Elle s'est inscrite à **1.8%** après 1.6% en novembre. Sur l'**ensemble de l'année**, le taux d'inflation moyen est de **2%** contre 0.9% un an auparavant.

C'est toujours la contribution des **prix alimentaires** qui tire la hausse des prix vers le haut alors que pour les autres biens, la contribution est stable depuis 3 mois.

Le point à retenir sur la dynamique des prix en Chine est l'**arrêt du repli des prix de production**.

Cet indice de prix avait chuté avec le recul des prix des matières premières industrielles. Ce n'est plus le cas. Les indices de matières premières se redressent et les prix en sortie d'usine tendent à se stabiliser.

C'est un point à avoir à l'esprit car les **prix de production aux US et en zone Euro** que l'on aura un peu plus tard dans le mois pour le mois de décembre **suivent le même profil** que celui de la Chine. Ce changement peut traduire l'anticipation d'une reprise de l'activité en Chine après la levée de la politique OCovid à la mi-décembre.

A la fin de l'année 2022, la **dynamique économique** est **médiocre** avec le **repli** à la fois des **importations**, demande interne peu robuste, et des **exportations**. La demande mondiale sur les produits chinois est réduite.

Le mardi 17 janvier sera publié le chiffre de **croissance** du dernier trimestre de 2022 et on disposera alors du taux de croissance pour l'ensemble de l'année.

En 2021, la croissance chinoise avait été de 8.6% en raison du rattrapage après la chute de l'activité au premier trimestre 2020.

Pour 2022, les **attentes sont au voisinage de 3%** soit nettement moins que la cible de 5.5% défini par le gouvernement.

Pour **2023**, le gouvernement devrait fixer une **cible à 5%**, l'économie bénéficiant de la reprise après la levée de la politique OCovid. L'année devrait évoluer en **deux temps**: une première partie pénalisée par la hausse des contaminations puis une **reprise à partir du printemps**.