



LES CLEFS DE 2022 EN 7 POINTS

**MES MEILLEURS VOEUX
POUR CETTE NOUVELLE ANNÉE**



Synthèse

- 1 - Le choc énergétique**
- 2 - Le taux d'inflation élevé**
- 3 - Les politiques monétaires restrictives**
- 4 - La politique budgétaire accommodante**
- 5 - Un cadre international qui change**
- 6 - Un nouveau paradigme à définir**
- 7 - Une chance pour le climat**



SYNTHÈSE

La crise en Ukraine a rappelé que **l'énergie**, au cœur du développement économique depuis la révolution industrielle, n'est **ni abondante, ni bon marché**. La dynamique de nos économies doit se recomposer autour de cette contrainte en phase avec la transition énergétique.

L'inflation, principalement conditionnée par l'évolution du prix de l'énergie, a engendré **deux types de réaction de politique économique**.

En Europe, les **gouvernements** ont pris progressivement la mesure de cette inflation rapide en mettant en place des mesures pour ne pas trop pénaliser le budget des ménages. Cette **mutualisation du choc** permettra de ne pas trop peser sur la conjoncture et sur l'emploi.

La **BCE** a pour objectif de créer les conditions pour que l'économie ne crée plus d'incitations à monter les prix et les salaires. **L'économie doit donc ralentir fortement**. Dès lors, les hausses des prix ou des salaires ne pourront plus être le vecteur d'ajustement. Il faudra pour chacun composer autrement pour rester compétitif.

L'articulation entre ces deux leviers de la politique économique doit permettre de ne pas entrer en récession, évitant ainsi un coût considérable pour l'économie. Il faudrait néanmoins pour cela **faire entrer le secteur privé dans la négociation**.

Le **monde se verticalise** pour des raisons de rivalité économique et de tensions politiques. La fluidité qui avait accompagné la globalisation des deux dernières décennies est en partie du passé.

Cela n'est pas sans conséquence sur le marché du travail. Celui-ci s'était fortement élargi avec la mondialisation. Sa **taille va se réduire** du fait de la plus forte verticalité de l'économie. Cela changera les **pouvoirs de négociation** sur le marché du travail. La verticalisation de l'économie ne créera plus de désinflation importée et le changement sur le marché du travail modifiera forcément l'allure de l'inflation.

L'autre élément clé sera le climat. La configuration très dégradée de l'été et le choc ukrainien se sont traduits par une **accélération des investissements** sur les **énergies renouvelables**. Les crises accélèrent les phases de transition et en la matière on ne peut que s'en réjouir.



1 - LE CHOC ÉNERGÉTIQUE

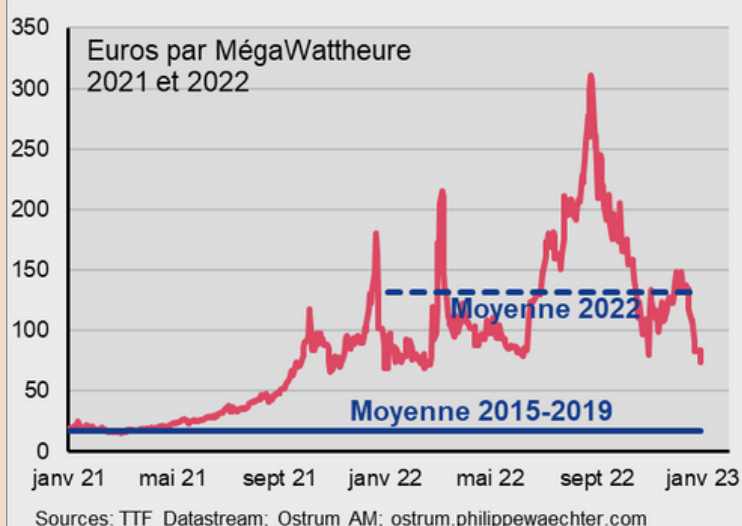
La problématique

Le prix de **l'énergie** a conditionné le comportement de l'économie européenne en 2022. Le prix du **pétrole** était élevé depuis la reprise post-covid au printemps 2021, progressant encore en 2022. Son prix moyen, en euros, était alors 85% plus cher que le prix moyen constaté en 2019.

Le prix du **gaz** et de **l'électricité** ont vivement augmenté dans la deuxième partie de 2021 mais leur prix s'est encore accru en 2022. Le prix moyen du gaz en 2022 est 7,5 fois le prix moyen constaté sur la période 2015-2019 et près de 2 fois le prix de la deuxième moitié de 2021.

Le prix de l'électricité est conditionné à celui du gaz (la dernière centrale utilisée pour produire de l'électricité est généralement au gaz)

Prix du gaz en Europe



Pourquoi ?

L'enjeu porte sur le prix du gaz. Trois éléments

1 - Une **demande** d'électricité **plus forte** qu'attendue à l'automne 2021 lors de la reprise provoquant une demande plus forte de gaz.

2 - Des **coupures** d'approvisionnements en gaz ont lieu à partir de l'été 2021 par la **Russie** mais rien de systématique.

3 - Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les sanctions prises contre Moscou, la **Russie réduit** fortement ses **approvisionnements** en gaz à l'Europe. Le gaz russe représentait alors 40% des besoins du vieux continent.

Comment ?

L'Europe a dû capter l'offre d'autres producteurs que la Russie. Souvent il s'est agi de **gaz liquéfié** (GNL). La demande restant forte pour ne pas contraindre la reprise de l'activité et l'offre globale étant réduite par le retrait de la Russie, les **prix se sont envolés** avec une très forte **volatilité** (pic en août au moment des inquiétudes sur le remplissage des réserves pour l'hiver)

L'impact macroéconomique

La hausse du prix de l'énergie est la composante principale de la hausse persistante de l'inflation en 2022.

Le coût supplémentaire de l'énergie est un prélèvement pour l'économie européenne, diminuant son revenu. Les importations ont coûté beaucoup plus cher mais ce prix élevé n'a pu être répercuté sur celui des exportations. **Les acteurs internes paient le prix.**



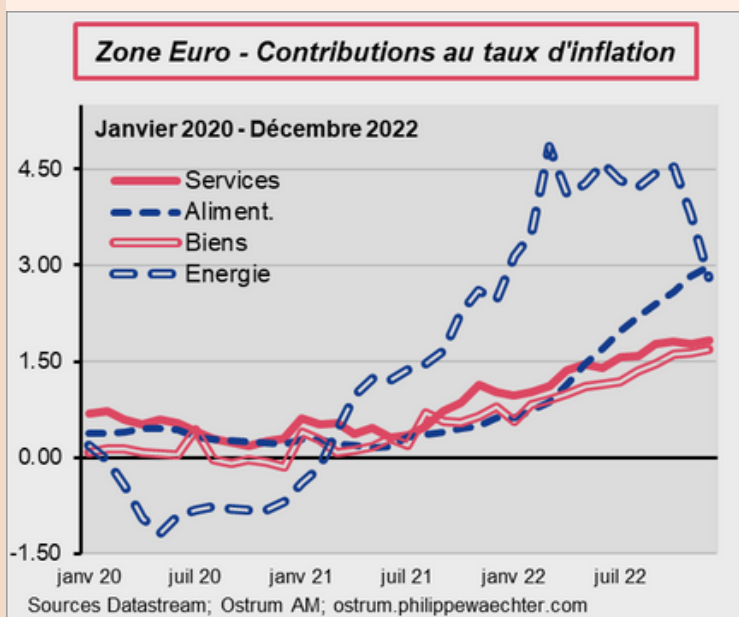
2 - LE TAUX D'INFLATION ÉLEVÉ

La problématique

Le taux d'inflation n'a, en 2022, jamais été aussi élevé depuis le début des années 1980 dans les grands pays européens.

L'inflation forte est une **source de déséquilibre macroéconomique** car les contrats (de travail, de retraite, commerciaux, financiers,..) ne sont pas indexés de la même façon. Il y a donc un effet redistributif important. En outre, les **plus bas revenus** sont généralement vite piégés par un taux d'inflation fort sur les biens essentiels comme l'énergie et l'alimentaire. Ils doivent faire des choix douloureux qui ne sont pas les meilleurs, ni pour eux ni pour l'ensemble de la société. Pour les revenus plus élevés les choix sont moins drastiques car l'épargne peut jouer un rôle amortisseur.

L'inflation plus importante **brouille l'horizon** et est constitutive d'une plus grande incertitude qui pénalise les comportements et les prises de risque.



D'où vient elle ?

La **hausse du prix de l'énergie** est le **facteur clé** pour comprendre le profil de l'inflation en zone Euro. C'est la plus forte contribution à l'inflation mais c'est aussi le prix de l'énergie qui force la progression des **prix alimentaires**.

La part de l'énergie dans l'inflation a augmenté avec la hausse du prix du pétrole et est restée à un très haut niveau en raison de la **crise du gaz** et de l'électricité. Les prix alimentaires ne suivent plus le prix des matières premières agricoles mais celui du **prix des engrais** conditionné par le prix du gaz.

Les interrogations

- 1- L'allure du prix de l'énergie**, notamment en début d'année. La dépendance à la météo sera forte en janvier et février avec un risque de prix plus fort et de volatilité marquée.
- 2 - Ce prix dépendra aussi de la fin de l'approvisionnement russe** et d'une possible reprise de la **demande chinoise** (la politique Covid avait limité la demande chinoise en 2022).
- 3- La diffusion de ces chocs énergétiques** dans le reste des prix. L'Insee indiquait que les 2/3 des industriels devaient renouveler leur contrat de gaz et/ou d'électricité fin 2022 ou début 2023. C'est une façon d'appréhender cet effet de diffusion
- 4- Les salaires.** Depuis l'automne, l'allure des salaires se modère ne poussant pas vers une boucle prix/salaire. Le point ici n'est pas la hausse des salaires à un instant du temps mais les règles qui en s'inscrivant dans la durée pourraient maintenir une inflation élevée provoquant ainsi un choc négatif sur l'activité.

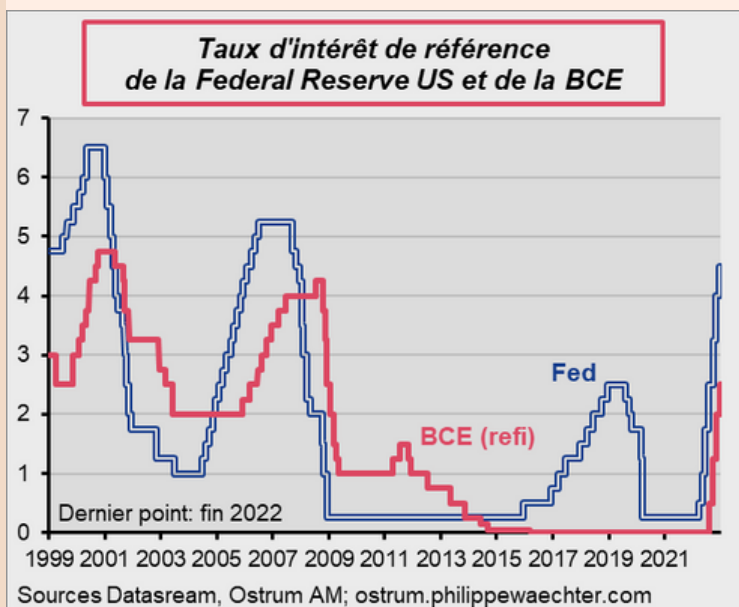


3 - LA POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE

La problématique

Face à la vive progression les banques centrales ont adopté des **stratégies monétaires restrictives**.

Hésitante au départ la BCE s'interrogeait sur la **persistance de l'inflation**. Celle ci provenant d'abord d'une hausse du prix du pétrole, son réflexe a été de ne pas intervenir. Elle avait alors raison car elle ne maîtrise pas le prix du pétrole. Durcir le ton lorsque le prix de l'or noir monte et l'inflation avec lui c'est prendre le risque de peser sur le profil de l'activité dans 6 ou 9 mois. Mais qui connaît le prix du pétrole à cet horizon ? Peut être sera t il plus bas que lors de l'alerte. **Les banques centrales sont neutres sur les mouvements de matières premières**, d'autant que le **lien avec la hausse des salaires est généralement réduit**. Il n'y a pas d'effet de persistance.



Le fait déclencheur

C'est la **crise du gaz** qui a incité la BCE à changer la focale de sa loupe d'observation de l'inflation. La réduction de l'approvisionnement russe créait un **risque de choc énergétique inflationniste** d'abord puis un **risque de persistance** de l'inflation avec la **diffusion** du choc dans le reste de l'économie.

C'est cette dernière partie de la proposition qui a convaincu la Banque Centrale Européenne. Elle ne durcit le ton qu'à partir de la réunion du 27 juillet.

Si **reproche** il y a, c'est de ne pas avoir pris rapidement la mesure du conflit en Ukraine et du risque qu'il faisait porter à l'Europe.

Les Etats-Unis n'ont pas eu les mêmes contraintes

La **situation de la Fed n'est pas comparable** avec celle de la BCE. La relance Biden a créé outre-Atlantique, des tensions sur le marché des biens et sur le marché du travail. Les prix des biens ont augmenté dès le printemps 2021 et le profil des salaires s'est cabré à la même époque en raison du déséquilibre sur le marché du travail américain.

A l'aune de ces deux marchés la **Fed aurait pu s'activer plus vite**, elle n'a pas pris la mesure du changement constaté sur la dynamique de la population active à l'issue de la pandémie.

Pas de relance comparable en Europe et donc pas la même analyse.

Des politiques durablement restrictives

La BCE et la Fed ont décidé de réduire la taille de leur bilan, c'est un **complément** qui accentue l'**effet restrictif** des taux d'intérêt. Les autorités monétaires ne veulent pas donner de signal d'inflexion tant que l'inflation n'apparaît pas maîtrisée. **Ce sera sûrement plus long qu'attendu mais une fois le mouvement déclenché cela ira vite** (Théorème de Dornbusch)



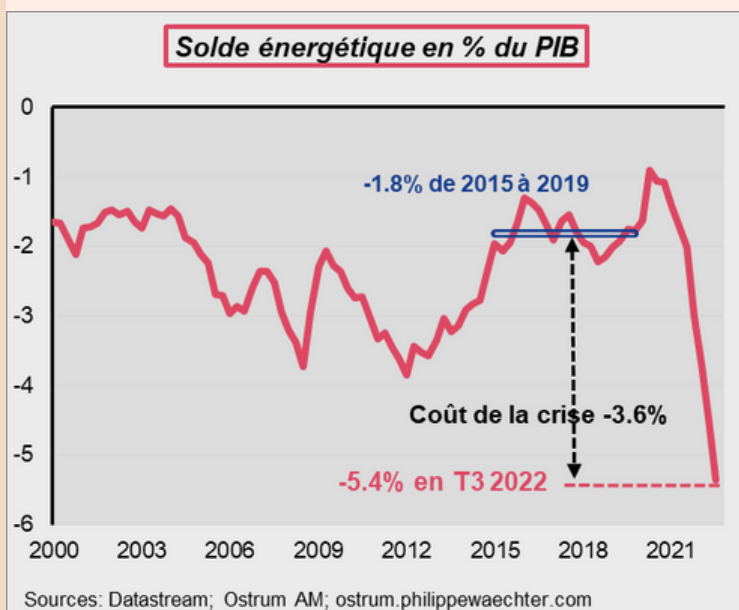
4 - LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE ACCOMMODANTE

La problématique

Le **choc énergétique** s'est traduit par une **hausse rapide du prix des importations**. Celui-ci n'a pu être répercuté sur le prix des exportations. C'est une **dégradation des termes de l'échange**. Ce sont donc les ménages et les entreprises qui ont à payer ce surcoût.

Une façon de le représenter est d'observer l'allure du solde énergétique en % du PIB. J'ai pris ici l'ensemble de la zone Euro. Le **déficit énergétique** s'est fortement accru tout au long de l'année 2022 pour s'établir à 5.4% du PIB au 3ème trimestre. Avant la crise, le solde moyen était de -1.8%.

Ce supplément de déficit doit être financé. Qui paiera ? Telle est la question posée à la politique budgétaire.



L'arrangement européen

En France d'abord et dans le prolongement du quoiqu'il en coûte développé pendant la pandémie, **l'Etat a pris à sa charge le supplément de coût pour les ménages**. Des chèques versés aux réductions du prix du litre d'essence en passant par la hausse limitée, en 2022, pour le consommateur du prix du gaz et de l'électricité, l'Etat est intervenu massivement **pour ne pas déprimer la demande**.

La France est partie la plus vite mais les autres pays européens ont suivi.

Ces mesures expliquent la bonne tenue de la demande interne alors que le choc externe a été de grande ampleur.

Le programme d'achat d'actifs par la BCE a permis de compléter ce processus de mutualisation du choc. Ce programme changera d'allure à partir de mars prochain puisque la BCE a décidé de commencer à réduire la taille de son bilan à cette date.

L'allure du revenu réel

La prise en compte des termes de l'échange se traduit par une baisse du revenu réel. La hausse des prix des importations, qu'il faut payer aux fournisseurs, non compensée par celle des prix aux exportations, que l'on fait payer à nos clients étrangers, se traduit par une progression rapide des prix de la demande intérieure.

En France, **le revenu en volume en France est ainsi plus faible que la mesure traditionnelle du PIB**. C'est pour cela que la politique économique a été importante afin de ne pas créer une spirale négative de l'activité.

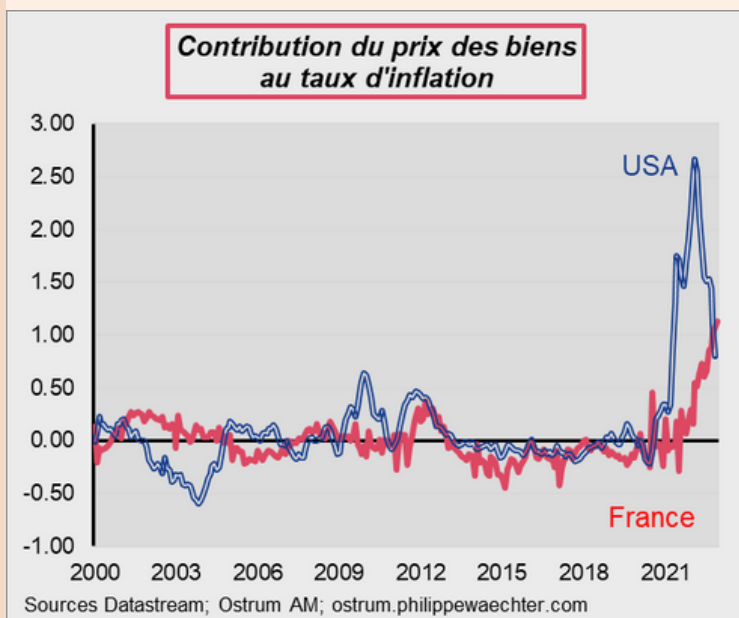
En d'autres termes, le **surcoût a été mutualisé** par l'intervention de l'Etat. Il sera payé plus tard.

5 - UN CADRE INTERNATIONAL QUI CHANGE

La problématique

La **dynamique de l'économie globale a changé**. Il y avait une **répartition des ressources** à l'échelle globale qui était favorable à tous. Les pays émergents se spécialisaient plutôt dans l'industrie manufacturière alors que les pays développés se concentraient sur les services. L'Asie et la Chine ont largement bénéficié de cette situation. Une façon de le voir est la **chute forte et rapide du taux de pauvreté dans le monde**.

Pour les **pays développés**, cette allocation des ressources s'est traduite par une **désinflation marquée** via la contribution nulle du prix des biens au taux d'inflation (graphe). Ces pressions baissières sur les prix ne permettaient pas de fortes hausses de salaires au sein des pays développés.



L'élément clé du changement

La Chine a très largement bénéficié de ce cadre global. Les transferts de technologie lui ont permis de développer sa propre dynamique d'innovations au point, sur certains points d'être concurrent des USA.

Cela avait provoqué l'ire de Donald Trump qui bannissait ZTE et Huawei. Cette rupture n'a pas été contrecarrée par Joe Biden qui maintient la Chine à l'écart.

Les transferts de technologie nécessaire à la bonne allocation des ressources ne fonctionnent plus de la même façon puisque les américains, notamment, les limitent vis à vis de la Chine.

Un monde qui se verticalise

La **rivalité** entre les USA et l'Empire du milieu n'est pas qu'économique mais elle est aussi **politique**, forçant implicitement chaque pays à se définir par rapport à l'un et à l'autre. La Chine modifie ses alliances. Le rapprochement avec l'**Arabie Saoudite** en témoigne.

Le conflit en Ukraine est aussi une autre forme de regroupement politique forgeant un **autre équilibre géopolitique**.

Enfin, parmi les changements majeurs, la volonté, après la pandémie, de **relocaliser des productions** dans les pays développés. C'est une remise en cause du cadre coopératif et coordonné. Elle traduit la volonté et la nécessité de **ne plus être dépendant** sur certains produits essentiels (paracétamol par exemple).

Ce mouvement peut traduire aussi des **aspirations politiques plus locales**. Certaines populations ont été pénalisées par des développements faits à l'étranger. Cela a été le cas des cols bleus par exemple.

L'Amérique avec l'Inflation Reduction Act favorise les entreprises américaines au prix de choix plus protectionnistes. **Le monde a changé, il se verticalise en se localisant.**

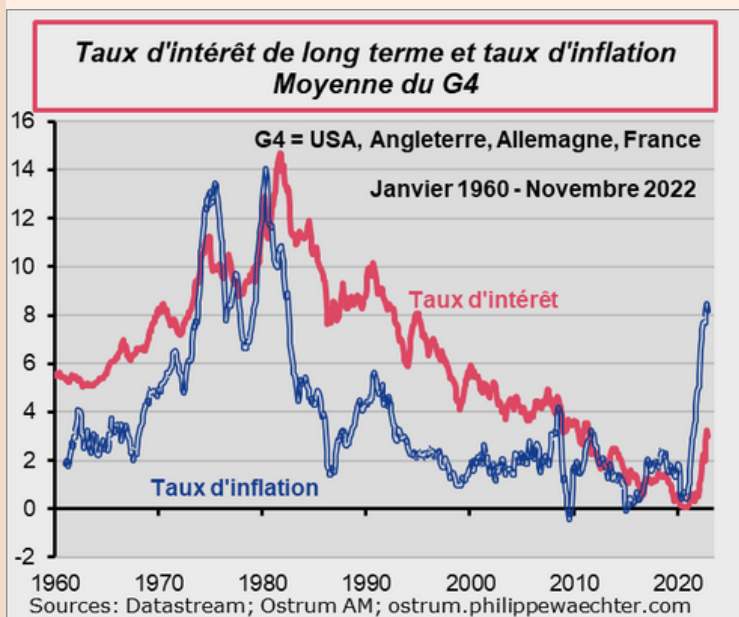


6 - UN NOUVEAU PARADIGME À DÉFINIR

La problématique

L'après pandémie et l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont **brisé le cadre de la globalisation financière** à l'œuvre depuis le début des années 1980. Elle avait débuté par la dérégulation des flux de capitaux notamment sous l'impulsion de l'Amérique de Reagan et a été caractérisée par une longue période de baisse des taux d'intérêt associée à la stabilité du taux d'inflation dans la durée. Cette dernière propriété a conditionné le **repli des taux d'intérêt sur l'ensemble de la période**.

La globalisation de la production, en ouvrant les capacités de produire à la Chine, l'Inde et de nombreux autres pays, a **ouvert le marché du travail global**. La désinflation engendrée par la mondialisation et l'ouverture du marché du travail ont pesé sur la **capacité des salariés, au sein des pays développés, à négocier des salaires plus élevés**.



Les sources du changement

La pandémie et le conflit en Ukraine sont des chocs majeurs qui remettent en cause ce cadre. Avec la **crise du Covid, le monde a perdu, d'un seul coup, sa coordination** créant des files d'attente, des pénuries, des rationnements et in fine des tensions nominales.

Avec la **crise en Ukraine, l'énergie**, notamment pour les européens, est revenu au **centre des préoccupations**. Elle peut être chère et peu disponible alors qu'elle était considérée comme abondante et pas chère. Ce point sur l'énergie est d'autant plus important qu'il s'inscrit dans la mise en œuvre de la **transition énergétique**.

Le système des prix s'adapte

Le **monde qui se verticalise** change la donne en matière d'inflation. Le **monde de la transition énergétique** change aussi la donne en matière d'inflation.

Sur le premier point, la **réduction des transferts de technologies** jette une **poignée de sable dans les échanges**. Par ailleurs, le **marché du travail est moins fluide**, moins large. En conséquence, les **capacités de négociation** évoluent en faveur du salarié.

La **transition énergétique** modifie en profondeur l'allocation des ressources car il faut repenser l'économie avec des énergies parfois moins efficaces. En outre, les matières premières nécessaires aux énergies renouvelables ne sont pas les mêmes que pour les énergies fossiles. Leur exploitation sur une grande échelle poussera les prix à la hausse.

Le **système des prix est en train de changer** et **imaginer le retour à la situation ante serait une erreur**. Le taux d'inflation et les taux d'intérêt seront durablement plus élevés.



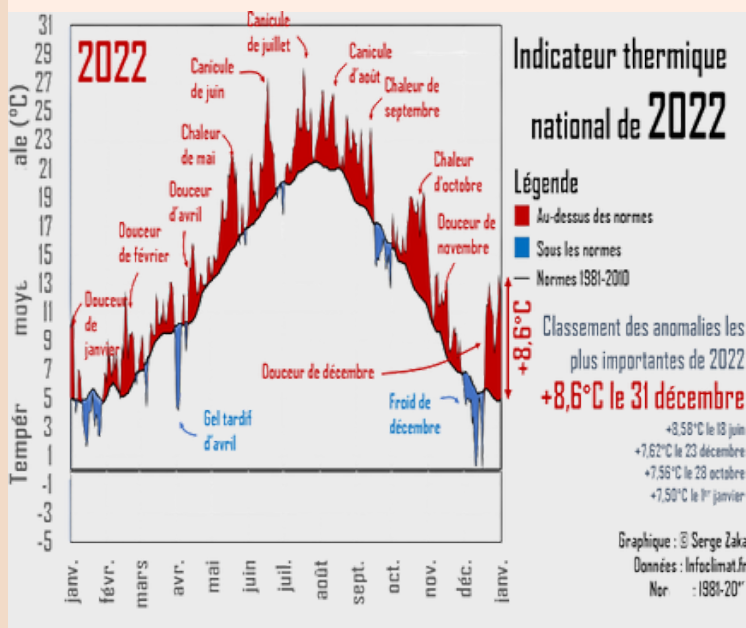
7 - UNE CHANCE POUR LE CLIMAT

La problématique

Chaque année doit désormais être regardée à l'aune de la **transition énergétique**. Cela doit se faire à deux niveaux.

Le premier est le constat du **changement observé sur le climat**. En France, par exemple, les températures ont été presque toute l'année au-dessus de la moyenne observée entre 1990 et 2010. **En décembre, l'écart à cette moyenne a été plus élevée qu'en août lorsque l'on parlait de canicule**. En Europe, l'année 2022 est la plus chaude depuis que des relevés existent. **Ce n'est hélas pas une surprise.**

Le deuxième est l'**engagement des Etats vis à vis de la transition énergétique**. Dans le cadre de l'accord de Paris, chaque Etat doit fournir ses engagements pour les 5 ans à venir. En fonction des données de chaque pays, une **trajectoire** est calculée **jusqu'à la fin du siècle**. Pour l'instant **elle converge vers 2.4°C** soit bien au-dessus de l'objectif de 1.5°C qui avait été validé lors de l'accord de Paris.



Les engagements pris

Deux **COP** se sont tenues cette année. La **COP27** sur le climat à Charm el-Cheikh puis la **COP15** à Montréal sur la biodiversité.

Dans la première il y a eu un **engagement renouvelé des pays développés vis à vis des pays émergents** pour financer la transition énergétique. Cette mesure relaie ce qui avait été décidé en 2015 lors de l'accord de Paris et qui n'avait pas été tenu.

Dans la seconde, il a été décidé de **sauvegarder et de protéger 30%** des terres et des zones marines à l'horizon 2030. De plus, 30% des zones dégradées doivent être **renovées** en 2030. C'est ce qui est appelé le **30 by 30**.

Le renouveau malgré tout - Un coin d'optimisme

Le choc lié à l'invasion de l'Ukraine et ses conséquences sur l'offre d'énergie, notamment les énergies fossiles, a eu un **effet brutal sur le scénario de l'Agence Internationale de l'Energie**.

Les investissements et les **capacités** qui seront installées à l'horizon 2027 sont en **hausse de 30%** par rapport à la publication faite un an auparavant.

Cela devrait se traduire par la **capacité pour le renouvelable à assurer 90% de la production électrique**. Ce n'est pas la neutralité carbone mais cela y contribuera largement.