



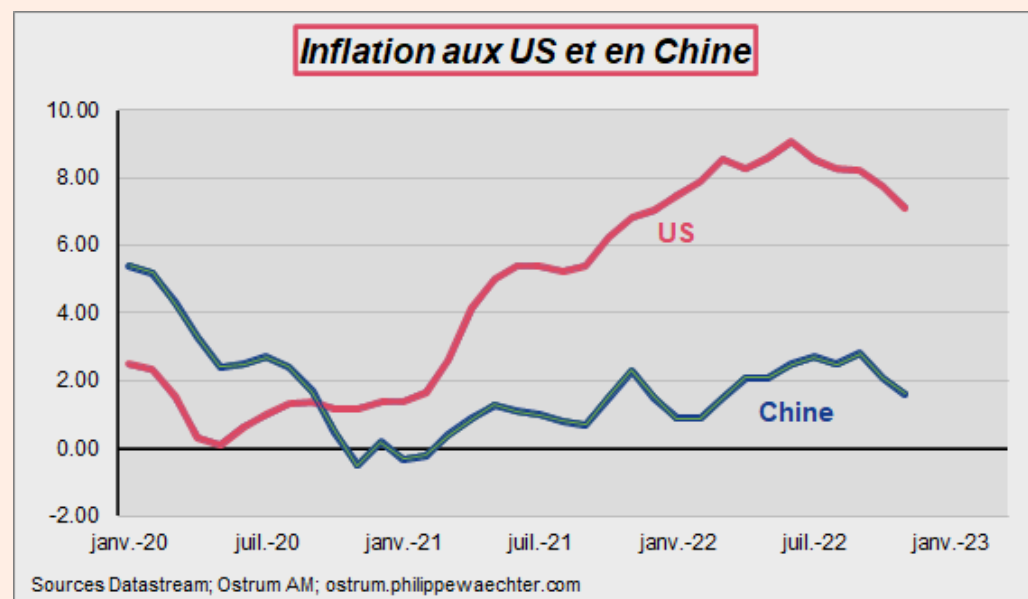
LES CLEFS DE LA SEMAINE

Le thème de la semaine

Comment s'est partagé le choc énergétique ?
La nécessaire définition d'un nouvel équilibre en zone Euro

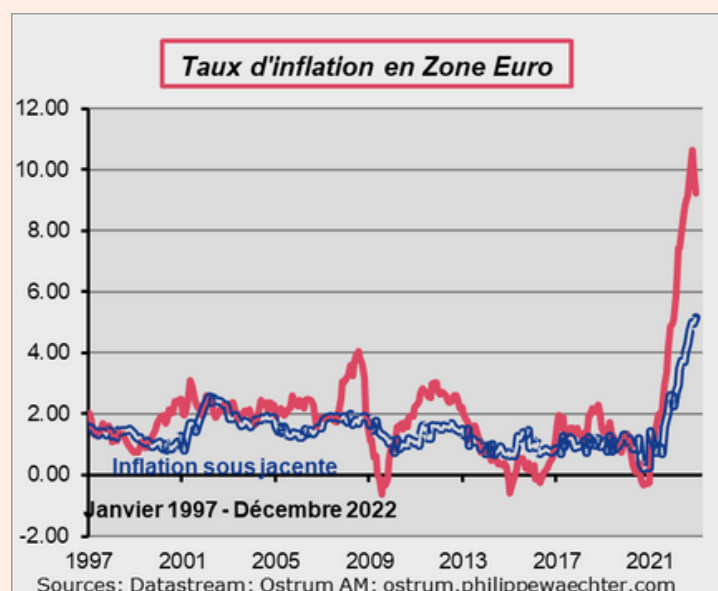


- **L'inflation en zone Euro - Début de la baisse (Page 2)**
- **L'indice ISM plonge en décembre (Page 3)**
- **Cycle économique, confiance des ménages, salaires US (Page 4)**
- **Le choc énergétique, le revenue réel et l'inflation (Page 5, 6, 7 et 8)**
- **Cette semaine: Inflation aux US et en Chine pour décembre 2022**





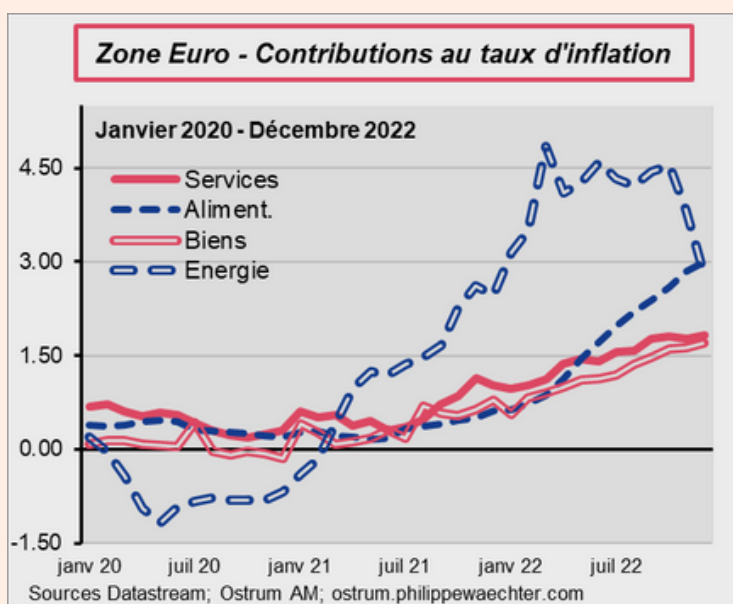
L'INFLATION EN ZONE EURO - DÉBUT DE LA BAISSSE



L'**inflation** de la zone Euro s'inscrit en repli à **9.2%** en décembre. Le point haut était à **10.6%** en octobre. Sur l'ensemble de l'année, le **taux d'inflation moyen est de 8.4%**.

Le **ralentissement** récent de la hausse des prix vient de la **moindre contribution de l'énergie** au taux d'inflation.

Le point remarquable est que **sa contribution est désormais plus faible que celle des prix alimentaires**. Sur le plan social cela va se traduire par d'importants arbitrages de la part des ménages notamment pour les bas revenus. C'est le point majeur à retenir. On notera que **le prix des engrais ralentit fortement** ce qui **inversera la tendance des prix alimentaires** dans les prochains mois.



L'**inflation sous-jacente** continue de progresser. Les effets de diffusion du choc énergétique se prolongent. Il suffit de voir les discussions autour du prix de l'énergie dans les PME/PMI/ETI pour bien comprendre cet effet de propagation. C'est le point le plus préoccupant car cette **hausse de l'inflation sous-jacente** rend la dynamique de l'**augmentation des prix** à la consommation **plus persistante**.

Pour les **prochains mois**

1- On gardera un œil sur le **prix de l'énergie**. Le prix du gaz est actuellement très réduit parce que l'activité est limitée, parce que la météo est favorable et la demande asiatique réduite. Cela pourrait changer.

2- L'**inflation globale va continuer de se réduire** en raison d'effets de base importants.

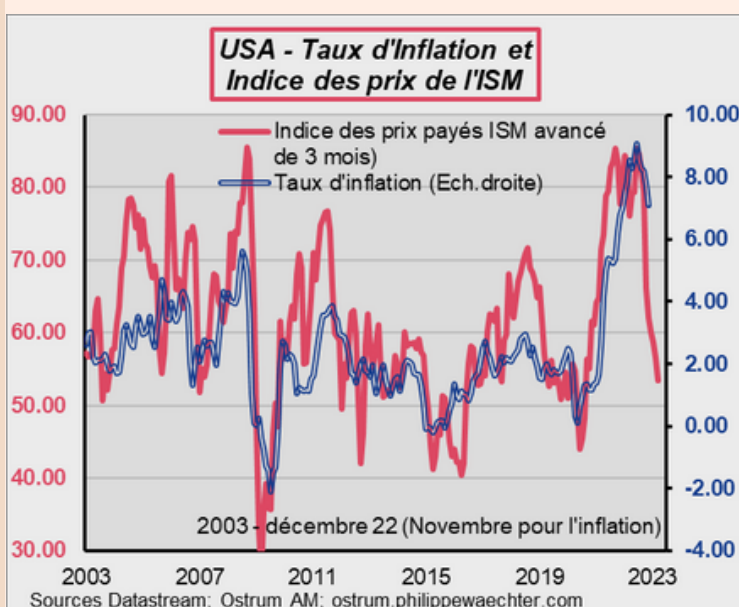
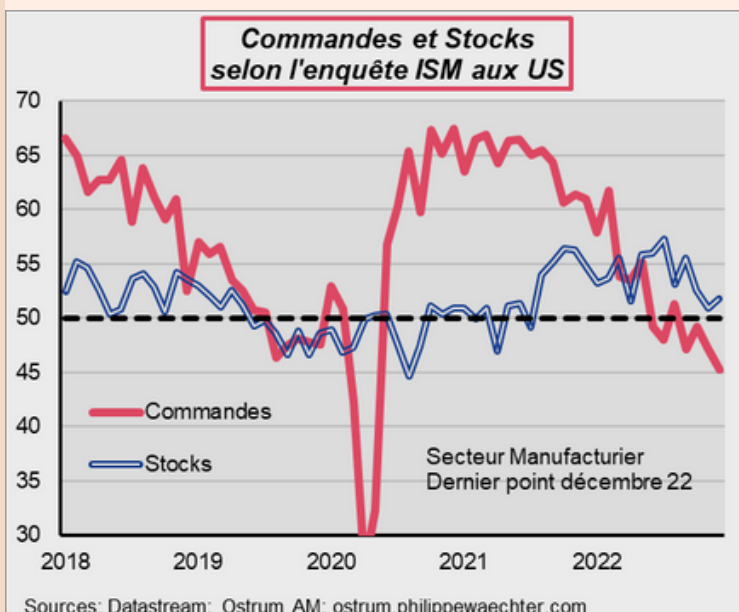
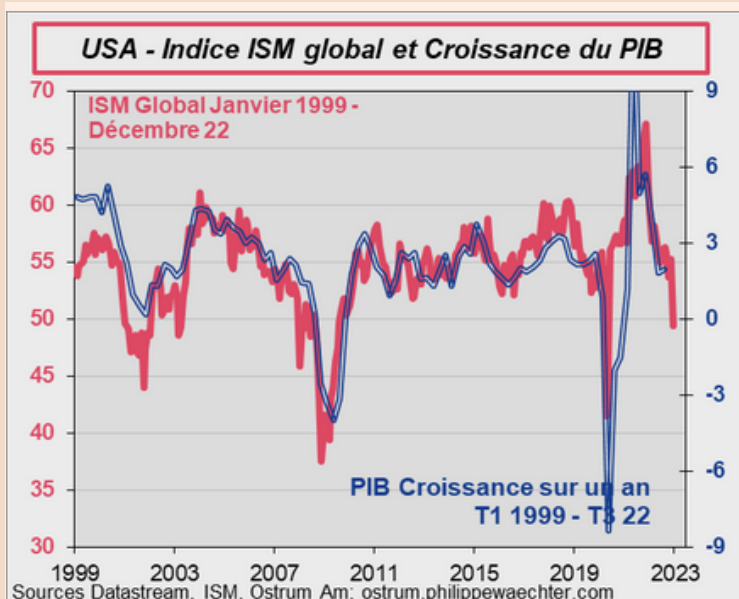
3- Le **niveau des prix resteront élevés** pour l'**énergie** et l'**alimentaire** même si la variation de ces prix ralentit. Cela provoquera un arbitrage important dans les budgets des ménages notamment ceux ayant les revenus les plus bas. C'est pour cela que les **aides doivent être ciblées**.

4- La **BCE ne changera pas** de ton tant que les **effets de diffusion ne seront pas maîtrisés**.





L'INDICE ISM PLONGE EN DÉCEMBRE



Pour la première fois depuis mai 2020, l'**indice ISM** global est passé **sous le seuil de 50** en décembre.

C'est un signal de **ralentissement fort** de l'économie américaine.

(l'indice ISM global est la moyenne pondérée par l'emploi des deux indicateurs synthétiques du secteur manufacturier et du secteur des services). Un indice sous le seuil de 50 indique un ralentissement de l'économie

Sur le graphique, on constate la **bonne corrélation** de cet indicateur avec l'**allure du PIB**. Les deux suivent une dynamique cyclique comparable.

Les deux composantes de l'indicateur global sont en territoire négatif. L'**ISM manufacturier** s'est inscrit à **48.4** après 49 en novembre. L'**indice des services** s'est établi à **49.6** contre 56.5 en novembre.

Pour visualiser les sources du ralentissement, on constate le **repli significatif des commandes** dans le secteur manufacturier en décembre.

Dans le secteur des **services**, le **repli de la demande** est encore **insuffisant** pour caractériser une situation de **récession** pour l'ensemble de l'économie.

Une explication de cette inflexion de la demande est la **fin de la dynamique** issue de la **relance Biden**, cela est très visible dans le secteur des biens, et l'impact de la **politique monétaire restrictive** menée par la Federal Reserve.

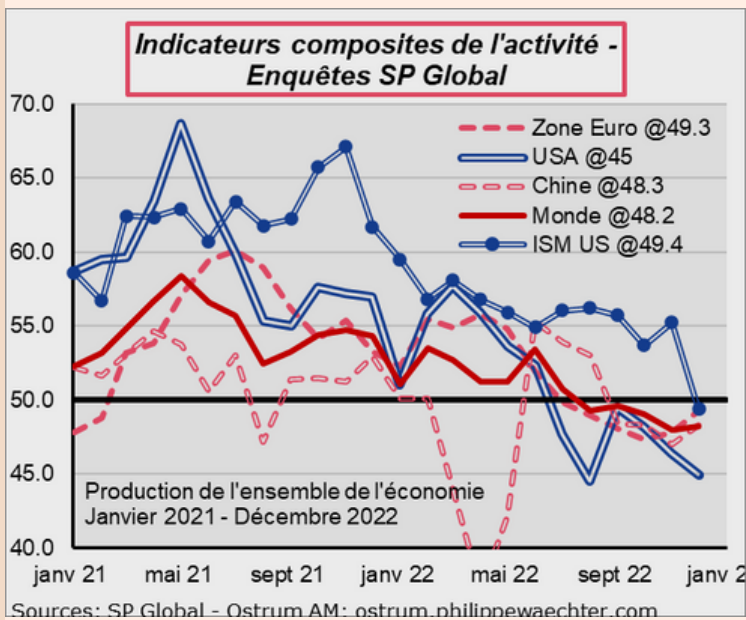
Un effet de ce ralentissement de l'activité se constate dans l'**allure à la baisse de l'indice des prix payés**. Le profil de cet indicateur est bien corrélé en tendance avec celui de l'inflation américaine.

Cet indicateur de prix payés suggère un **fort ralentissement à venir de l'inflation US**, peut être plus rapide que ce que l'on anticipe généralement.

Ce n'est pour autant que la Fed changera rapidement de stratégie monétaire.

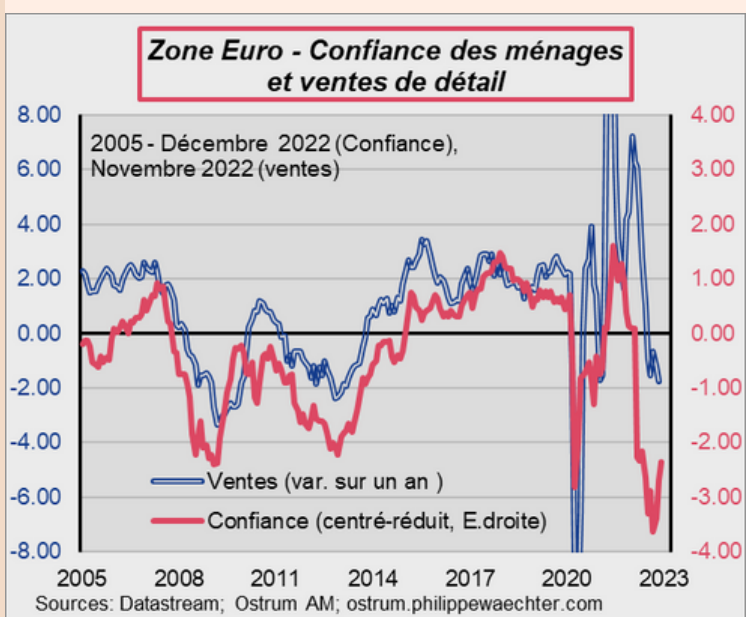


CYCLE ÉCONOMIQUE, CONFIANCE DES MÉNAGES, SALAIRES US



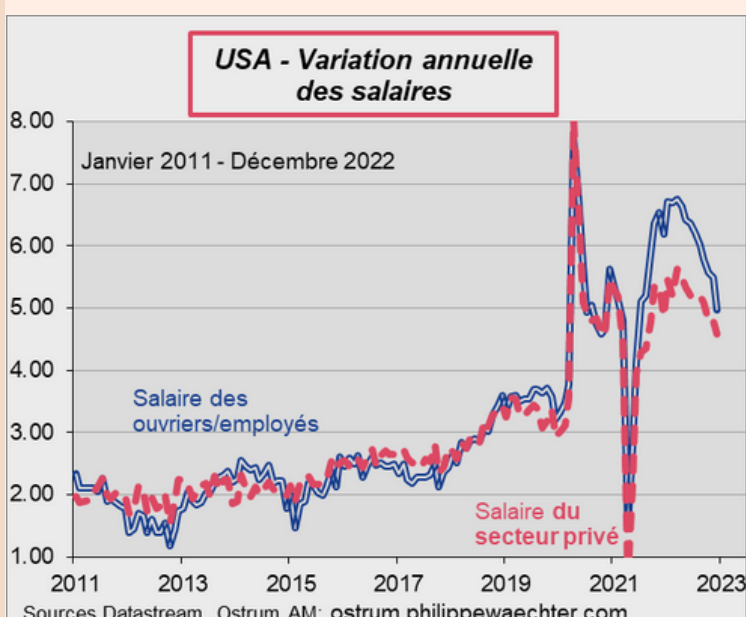
Les **enquêtes du mois de décembre** indiquent, au sein des grands pays, un **ralentissement de l'activité**. L'indice mondial ralentit, celui de la Chine encore et toujours et celui de la zone Euro est sous ce seuil depuis juillet. L'ISM global converge aussi sous ce seuil de 50.

Le **repli européen** est **lié au prix de l'énergie**, celui observé aux **US** est davantage la **résultante de la politique mise en œuvre par la Fed**. Les dynamiques cycliques ne sont pas directement comparables des deux côtés de l'Atlantique.



Le **moral des ménages de la zone Euro** s'améliore en décembre. Il est pourtant toujours **très en-dessous de son allure normale** (0 est la moyenne de l'indice). Il est **à peine au-dessus de celui qui était observé pendant la pandémie**. A noter que les anticipations d'inflation reviennent vers leur moyenne historique en décembre. Les **ménages sont moins inquiets sur l'inflation**. C'est une bonne nouvelle.

Cette inquiétude sur l'environnement se traduit par une **dynamique de dépenses toujours en berne**. La variation annuelle des ventes de détail continue de ralentir même si sur le mois l'indice progresse.



Dans le **rapport de l'emploi américain** pour décembre, le point à retenir est le **net ralentissement de l'allure des salaires**.

Certes les niveaux sont encore forts mais l'allure ralentit nettement par rapport aux points haut du printemps 2022.

C'est un indicateur important car la **Fed le scrute** avec toujours beaucoup d'intérêt. La **dynamique des salaires peut être à l'origine d'une persistance de l'inflation** que les **banquiers centraux n'aiment pas**.



LE CHOC ÉNERGÉTIQUE, LE REVENU RÉEL ET L'INFLATION

Le risque de récession est dans tous les esprits mais surtout pas dans les statistiques économiques. C'est un peu ce que l'on pourrait dire au regard des chiffres de croissance élevés en zone euro alors que le choc énergétique a été considérable et potentiellement déstabilisant.

De ce point de vue, la perception de ce choc est sans commune mesure avec le coup d'arrêt du premier choc pétrolier au milieu de années 1970. À l'époque l'économie avait connu une terrible rupture. Rien de tel n'est observable aujourd'hui.

Le chiffre de croissance sera fort en 2022 et le ralentissement attendu en 2023 n'a rien d'une rupture comparable à 1975.

Qui a encaissé le choc ?

Dans une publication récente (Les clefs de la semaine du 12 décembre), je reprenais une publication de la DG Trésor du Ministère de l'économie qui montrait la façon dont les mesures prises par l'Etat avaient transféré la charge liée à la hausse du prix de l'énergie des ménages et partiellement des entreprises à l'Etat. C'est un angle important pour comprendre les comportements. Pourtant il ne reflète pas l'impact du choc sur l'ensemble de l'économie française.

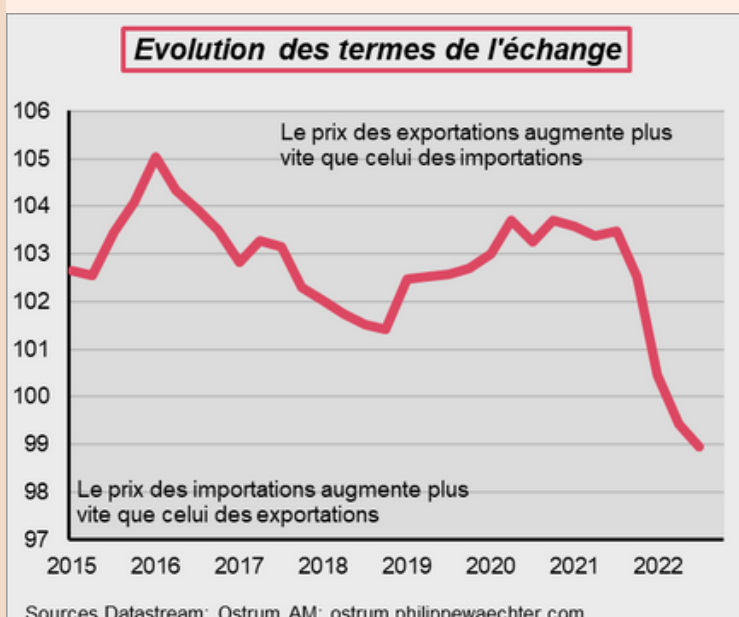
Le choc est celui subi par une économie qui ne peut répercuter la hausse du prix de son énergie dans le prix des exportations et qui doit, en conséquence, absorber ce choc. Ne pouvant réverbérer le choc via le prix des exportations, le choc est amorti par la demande interne, consommation et investissement.

Que s'est-il passé lors du choc énergétique ?

Dans le cas de la France, les exportations étant en moyenne de milieu de gamme, il est impossible de répercuter complètement la hausse des prix des importations sauf à prendre le risque de voir les exportations baisser. Pour maintenir l'équilibre de l'économie, il faut soit réduire drastiquement le volume des importations pour en compenser la hausse, soit voir son revenu intérieur réel se réduire car il y a un déficit à financer.

Les économistes comparent les prix à l'exportation et à l'importation en faisant le rapport de l'un sur l'autre. C'est ce qu'on appelle les termes de l'échange.

On constate la forte dégradation des termes de l'échange pour l'économie française depuis un an.

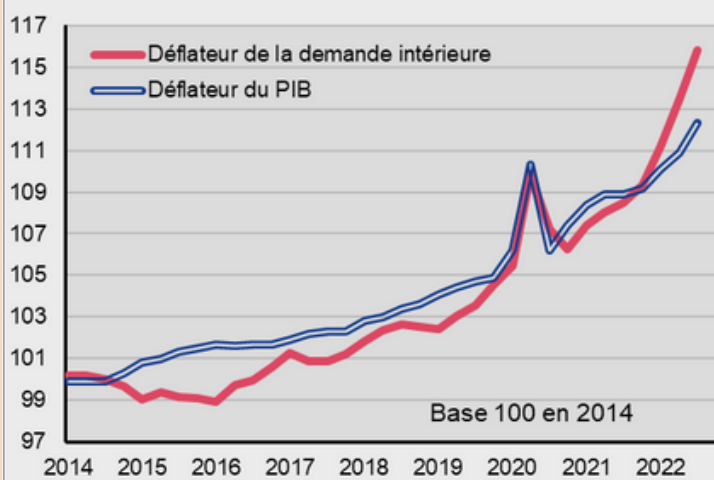


LE CHOC ÉNERGÉTIQUE, LE REVENU RÉEL ET L'INFLATION

Le revenu intérieur réel

Si les prix à l'importation ne peuvent être répercutés sur les exportations cela implique qu'ils se retrouvent sur les prix associés à la demande interne, soit la consommation, l'investissement et les dépenses publiques.

Profils des déflateurs



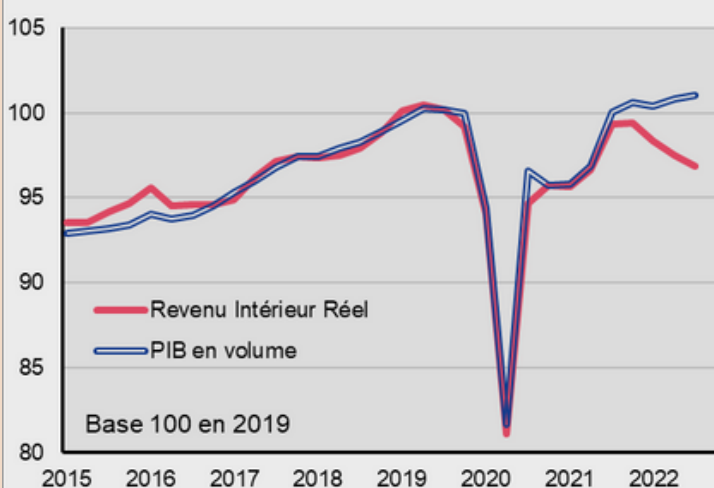
Sources Datastream; Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com

J'ai construit un indice de prix de cette demande interne en pondérant le prix de chacun de ces postes par son poids dans le PIB. C'est le déflateur de la demande interne.

Son allure est récemment beaucoup plus haussière que celle des prix du PIB. C'est cette dynamique divergente qu'il convient de prendre en compte dans la mesure du choc énergétique.

L'Insee conseille de déflater le PIB nominal, en valeur, non par le déflateur du PIB (qui permet d'arriver au PIB en volume) mais par le déflateur de la demande interne. Le revenu est alors mesuré à l'aune de la demande interne et non de l'ensemble de l'économie.

PIB en volume et Revenu Intérieur réel



Sources Datastream; Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com

Depuis 2015, les allures sont les mêmes, il n'y a pas d'écart significatif entre le revenu interne réel et le PIB.

En 2022, le choc énergétique provoque une forte divergence entre les deux mesures.

Le revenu de l'économie française s'est contracté en 2022 alors que le PIB a continué de croître.

La prise en compte du choc énergétique change la perception que l'on peut avoir de l'économie. Sous l'angle du revenu réel, l'économie est en récession. La problématique est identique dans les autres pays européens.

Mais alors pourquoi un ressenti aussi limité ?

C'est l'activisme de la politique économique qui a changé l'interprétation initiale qui était faite du choc énergétique. De ce point de vue, elle a fortement contrasté avec l'espèce de passivité constatée dans les années 1970.

La politique économique a permis de mutualiser le risque et le choc dans le temps. La hausse de la dette publique et son achat par la BCE ont eu pour vertu d'éviter un choc brutal et déstabilisant pour l'économie.

C'est cette prise en charge qui a été bénéfique. Il n'empêche qu'en France, elle est encore partielle. Elle touche les ménages, les TPE mais pas franchement les PME/ETI qui sont le cœur de l'économie française.



LE CHOC ÉNERGÉTIQUE, LE REVENU RÉEL ET L'INFLATION

Qui finalement paie le choc ?

Le coût de la mutualisation du choc énergétique sera en grande partie payé par le contribuable de demain. Plutôt que de provoquer un ajustement brutal, synonyme de récession et de rupture maintenant, les gouvernements européens ont préféré, en partie, en reporter le coût pour une période attendue comme plus favorable.

Cependant, les entreprises paient une bonne partie de la facture car elles subissent directement la hausse du prix de l'énergie. Peu d'entre elles bénéficient, en France par exemple, des tarifs réglementés qui a été l'intermédiaire entre les mesures du gouvernement et les ménages. En Allemagne, le gouvernement a été plus généreux avec les entreprises des l'élaboration du plan d'aide.

Pour un prix de l'énergie donné, il faut savoir comment en répartir la charge. Le choix qui a été fait porte souvent sur le consommateur du futur pour ne pas pénaliser le présent. Ce bras de fer existe partout le choc énergétique bouscule les équilibres d'antan. Cela se constate sur le revenu avec la notion de revenu intérieur réel, cela s'observe aussi sur l'inflation.

Le choc énergétique altère les rapports de force

Dans une discussion récente sur Twitter, Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI et fameux professeur du MIT, revient sur ce partage et l'impact du choc énergétique.

Son tweet initial est le suivant : "L'inflation est fondamentalement le résultat d'un conflit entre les entreprises, les salariés et les contribuables. Elle ne s'arrête que lorsque les différents acteurs sont contraints d'accepter le résultat "

Cette situation ouvre la porte une boucle prix/salaire selon les mécanismes suivants:

Si l'économie se porte bien chacun, ménages et entreprises, veulent pouvoir bénéficier des tensions constatées sur les marchés de biens et de services mais aussi sur le marché du travail.

Si l'économie subit un choc énergétique alors personne ne souhaite en porter le charge. Les entreprises souhaitent pouvoir répercuter la hausse du prix des produits qu'elles achètent tandis que les ménages veulent conserver leur pouvoir d'achat.

C'est une situation qui est inconfortable pour tout le monde. La mutualisation par le gouvernement peut aider à réduire les tensions liées à la répartition des charges . Mais c'est souvent insuffisant. C'est pourquoi, en dernière analyse, c'est la banque centrale qui en durcissant le ton réduit drastiquement les pressions nominales à la hausse. Sa politique monétaire restrictive permet de réduire l'inflation mais souvent au prix d'une récession.



LE CHOC ÉNERGÉTIQUE, LE REVENU RÉEL ET L'INFLATION

Une récession est-elle nécessaire ?

La question soulevée par Blanchard et quelques autres porte sur une forme de déterminisme qui fait de la récession le passage obligé pour réduire l'inflation.

Une récession a toujours un coût élevé. Le taux de croissance potentiel de l'économie est un peu plus faible après une récession.

La configuration cyclique actuelle est particulière: en Europe le marché du travail est très dynamique. Les créations d'emplois sont importantes. Aux USA, les bas salaires progressent plus vite que les hauts salaires. C'est la première fois que l'on constate une réduction des écarts salariaux de ce type.

Une récession en Europe ou aux US, c'est prendre le risque de mettre fin à ces dynamiques particulières qui sont bénéfiques à tous.

Ne serait-il pas cohérent de trouver une solution qui évite une telle rupture ? Une structure de négociation avec le secteur privé pour que la solution de la récession ne soit pas la seule disponible ?

La définition d'un nouvel équilibre

Le choc énergétique rebat les cartes au sein notamment des pays européens puisque les prix de l'énergie seront durablement élevés.

Il y a d'abord la prise en charge du coût associé et pour l'instant l'intervention de l'Etat permet de ne pas avoir d'ajustements trop importants.

Il y a ensuite la dynamique du rapport de force sur les prix et les salaires qui est modifiée par l'impact nominal du choc. Avec une économie qui tend à devenir plus verticale, le marché du travail n'est plus aussi large que dans un passé récent. Les entreprises et les gouvernements n'ont plus la même envie de s'installer en Chine par exemple et les productions pourraient être relocalisées en partie dans les pays développés. Cela se traduirait alors par une dimension supplémentaire quant à la dynamique des salaires. Le rapport de négociation pourrait alors changer.

Ces deux dimensions du choc énergétique doivent trouver une solution pour que l'économie converge vers un nouvel équilibre qui puisse être associé à une économie plus autonome. C'est l'affaire de tous et c'est pour cela que le dialogue entre les gouvernements, la BCE, les entreprises et les citoyens doit être efficace. C'est un enjeu terrible pour les mois qui s'ouvrent.