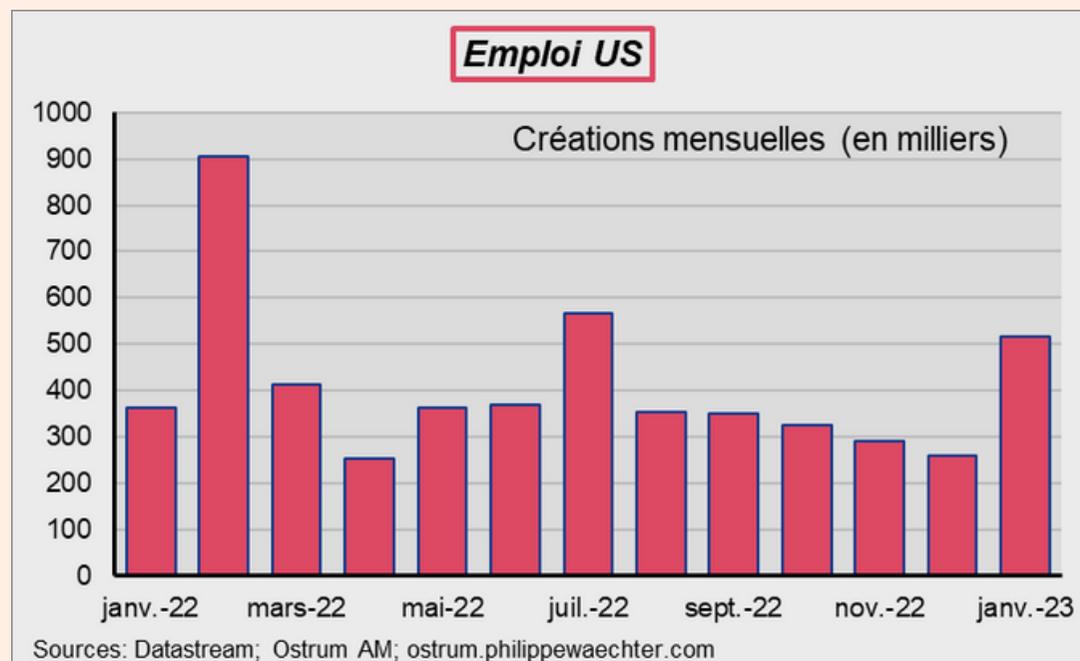




LES CLEFS DE LA SEMAINE



- **Les 9 points à retenir (Page 2)**
- **L'inflation en zone Euro, toujours préoccupante (Page 3)**
- **L'inflation élevée: quelles conséquences ? (Page 4)**
- **Taux d'épargne, inflation, ISM, Politique monétaire (Page 5)**
- **La transformation de la courbe de l'éléphant (Page 6)**
- **La distribution des revenus pendant la globalisation (Page 7)**
- **Cette semaine: L'emploi américain en février 2023**

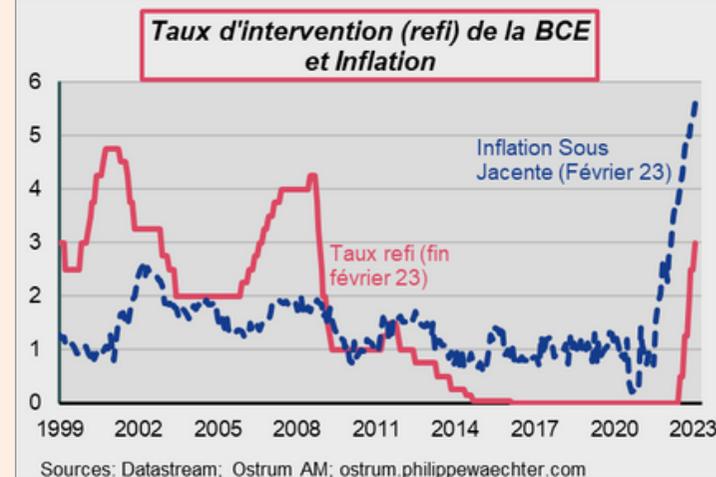
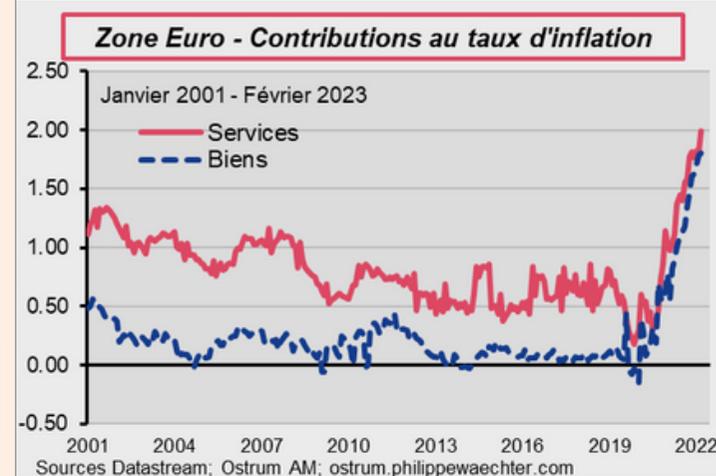
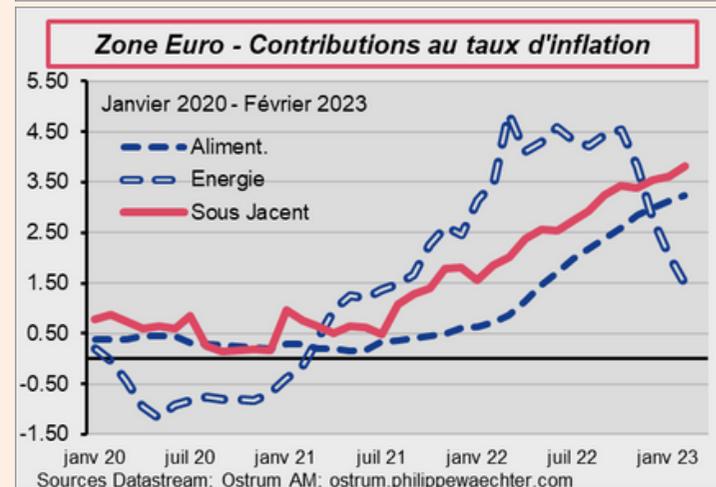
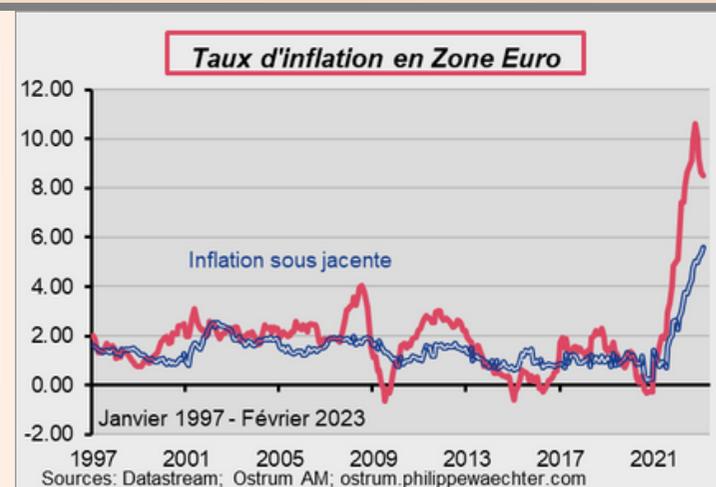




LES 9 POINTS À RETENIR

- 1-** Dans l'analyse de l'inflation en zone Euro, ce qui préoccupe est la contagion sur l'ensemble de l'économie du choc énergétique de 2022. Le taux d'inflation va ralentir avec la forte réduction de la contribution du prix de l'énergie. Cependant, les autres prix, biens, services et alimentaires vont continuer d'être forts et pendant encore un moment.
- 2-** C'est la mauvaise nouvelle de l'inflation du mois de février. L'action de la BCE ne semble avoir aucune réelle efficacité sur l'allure des prix pour les produits et services fabriqués au sein de la zone.
- 3-** La BCE devra mettre en œuvre une stratégie beaucoup plus restrictive pour infléchir le taux d'inflation sous jacent. Tant que l'on ne verra pas le pic de cette inflation sous jacente la BCE devra accentuer sa politique monétaire restrictive.
- 4-** La hausse des prix est liée à un choc d'offre, les ajustements graduels de la BCE sont sans effets rapides. Pour juguler l'inflation, il faudra aller beaucoup plus haut sur les taux d'intérêt.
- 5-** Pour le consommateur, l'impact de ces ajustements de prix est important. Si la contribution de l'énergie se réduit, il faut malgré tout conserver à l'esprit que le niveau des prix de l'énergie est passé de 100 au début de 2021 à 150 en février 2023. Pour les prix alimentaires, l'indice est désormais à 120. Cela obligera les ménages à réallouer leurs ressources au sein de leur budget. Cela peut avoir un effet déprimant sur la demande.
- 6-** Le détail des comptes nationaux en France pour la fin 2022 montre une hausse du taux d'épargne. L'incertitude engendre un comportement de précaution.
- 7-** Aux USA, la politique monétaire ne traduit plus le cycle économique comme elle l'a fait pendant tout la période de la grande modération. Le cycle économique mesuré par l'ISM manufacturier se contracte et la Fed renforce sa politique monétaire. La probabilité d'échapper à une récession augmente.
- 8-** J'ai parlé à de nombreuses reprises de la distribution des revenus à l'échelle globale. On pouvait associer, avec Branko Milanovic, cette distribution avec une courbe ressemblant à une forme d'éléphant. Cette forme s'interprétait sur la période 1988-2008 comme l'impact de la forte activité en Chine au détriment des salariés peu qualifiés dans les pays développés. La troupe de l'éléphant tendue vers le haut montrait alors l'enrichissement des 1% des revenus les plus élevés de part le monde.
- 9-** L'auteur a mis à jour ses données sur la période 2008-2018. La Chine déploie toujours sa toile mais les pays développés sont affectés dans la durée par les conséquences de la crise financière. L'allure n'est plus celle d'un éléphant.

L'INFLATION EN ZONE EURO, TOUJOURS PRÉOCCUPANTE



Le **taux d'inflation** s'est **replié** en février à 8.5% mais le **taux d'inflation sous-jacent** **augmente encore** à 5.6%.

Depuis le **pic d'inflation** du mois d'octobre à 10.6%, le **repli** est de **2.1%**. Dans le même temps, **l'inflation sous-jacente** **passait de 5% à 5.6%**. C'est le paradoxe du moment.

Pour comprendre il faut avoir ce point à l'esprit
En **2022**, l'inflation était **conditionnée** par le **choc sur le prix de l'énergie**.

En **2023**, l'inflation est **conditionnée** par la **diffusion** du **choc de l'énergie** au reste de l'économie.

La **contribution du prix de l'énergie** au taux d'inflation s'est **effondrée** depuis octobre. Elle a baissé de **3 points**. Cela traduit le prix du pétrole comparable à celui de l'an dernier (-6%) et la baisse du prix du gaz et de l'électricité au cours des dernières semaines.

L'inflation sous-jacente a désormais la plus forte contribution au taux d'inflation à 3.8%. La **contribution de l'alimentaire continue de progresser** fortement.

Au **sein de l'inflation sous-jacente**, les deux composantes augmentent vivement et en rupture avec l'allure observée avant la crise énergétique.

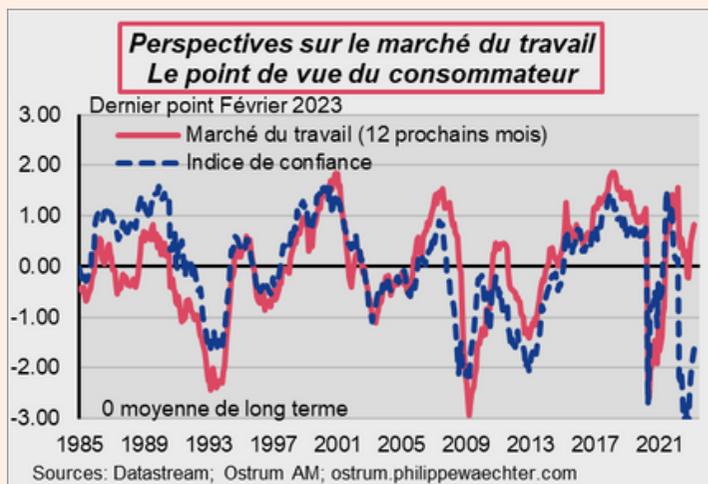
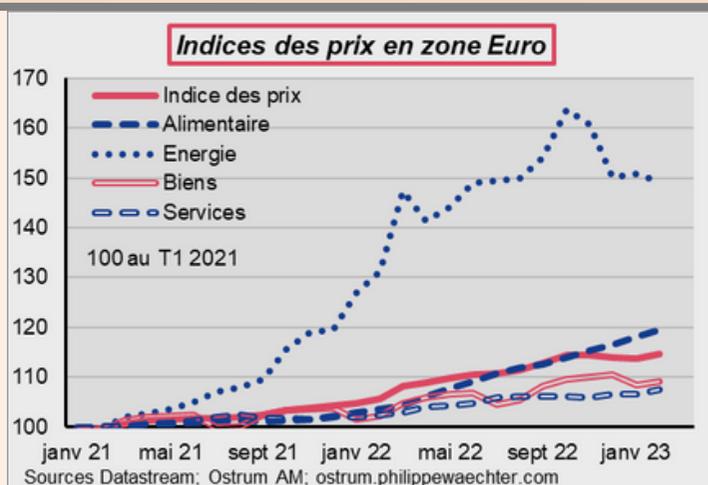
Les contributions plus fortes de l'alimentaire et des biens et services traduisent la **diffusion du choc énergétique** dans le reste de l'économie.

Face à cette hausse de l'inflation, **la BCE est bien démunie**. La **hausse du taux refi n'a servi à rien**, elle n'a pas infléchi l'allure de l'inflation sous-jacente (celle qui reflète les tensions au sein de l'économie).

Pour juguler l'inflation, elle devra faire plus, avoir un taux refi hors inflation positif mais **le risque d'une récession va alors vite augmenter**.

Christine Lagarde avait indiqué 50bp en mars lors de la dernière conférence de presse. Le rythme ne changera pas tant que l'inflation sous-jacente ne se sera pas retournée.

L'INFLATION ÉLEVÉE: QUELLES CONSÉQUENCES ?



Pour le **consommateur, l'inflation s'inscrit dans la durée**. Elle engendré **trois dynamiques particulières**

La première est une **plus grande incertitude**. Un taux d'inflation élevé provoqué du **flou** sur ce qui pourra se passer dans le futur. Cette incertitude n'est pas provoquée par le marché du travail. Un taux d'inflation très bas, il n'est pas un indicateur sur lequel le consommateur doit se positionner. C'était le cas depuis 30 ans. Désormais très élevé il provoque des ajustements nouveaux, des pertes de pouvoir d'achat et de nouvelles structures de dépenses.

Cela se traduit par la **tentation d'épargner** davantage. Le **futur incertain incite à l'épargne**. Les consommateurs réduisent l'incertitude en accumulant des réserves plutôt qu'en dépensant de façon ostentatoire.

Les ménages observent aussi que **la hiérarchie des prix a bougé**. Depuis le début de 2021, le **prix de l'énergie a augmenté de 50%** et les **prix alimentaires de 20%**. Ce nouvel environnement oblige à **allouer différemment les dépenses** au sein des budgets familiaux. Le prix de l'énergie n'augmente plus, ce qui fait ralentir l'inflation mais son niveau est désormais très élevé.

Quatre remarques

La demande pour les biens et services autres que l'énergie et l'alimentation va se réduire. C'est une source de fragilité du cycle économique à court terme. Tous les ménages ne pourront pas emprunter pour maintenir leur niveau de dépenses.

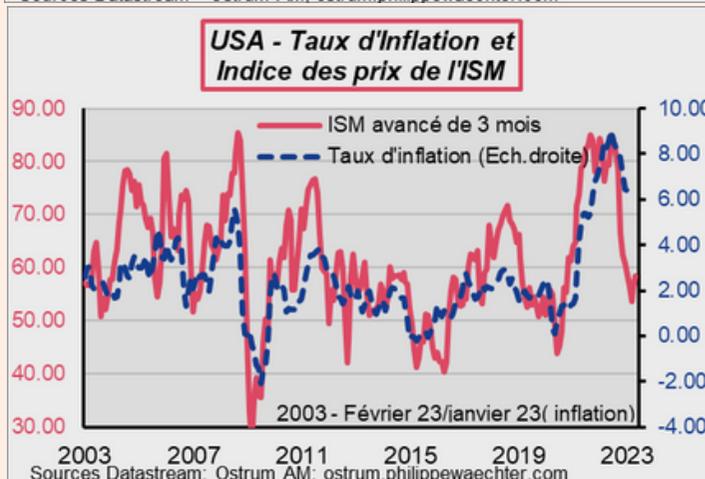
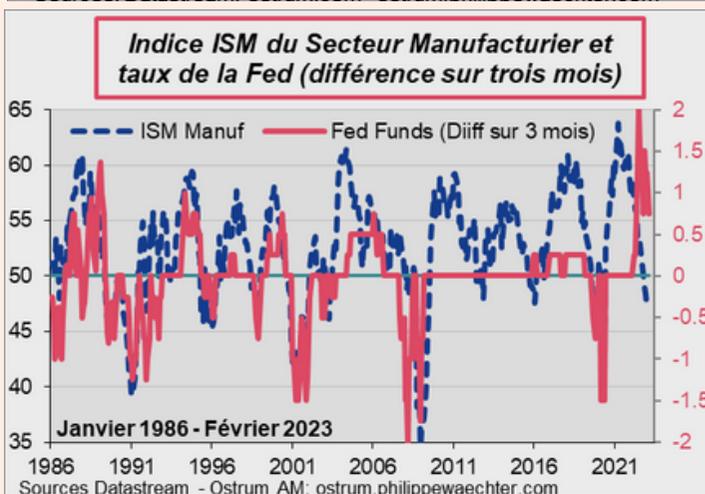
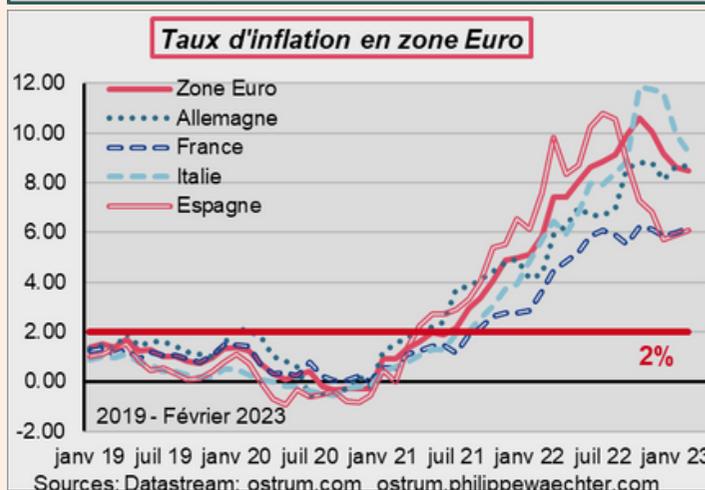
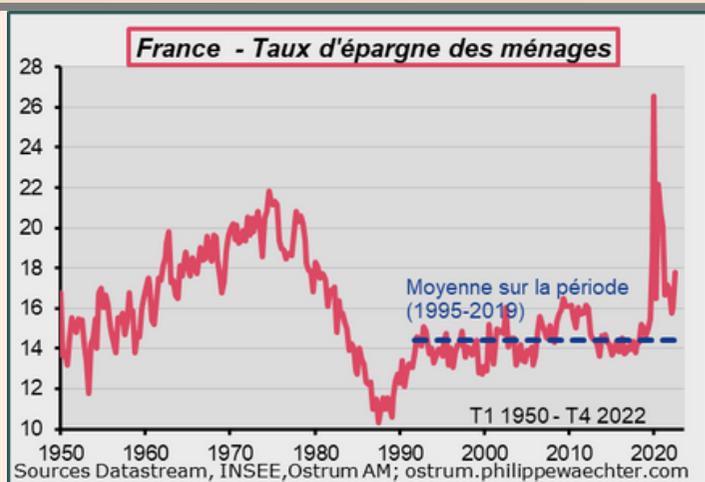
Pas de bouclier pour les produits qui, aujourd'hui, voient leurs prix augmenter. Sans choc énergétique les gouvernements n'ajouteront pas d'incitations supplémentaires. **L'inflation a une dimension récessive plus marquée qu'en 2022.**

Sans support supplémentaire, les consommateurs vont prendre en compte dans la durée les prix plus élevés et ajuster leur structure de dépenses.

En **2022**, le choc énergétique a pu être amorti par des politiques conjoncturelles avec l'idée que **cet épisode ne serait que temporaire**. Les **prix sont désormais plus élevés et consommateurs et entreprises doivent adapter leurs comportements** à ce nouveau cadre. Cela peut être une source d'ajustement à la baisse du cycle mais aussi la possibilité d'un renouveau des **négociations salariales** pour éviter les désordres sociaux



TAUX D'ÉPARGNE, INFLATION, ISM, POLITIQUE MONÉTAIRE



Le **taux d'épargne en France** reste élevé. La hausse de l'inflation incite à épargner plus qu'à consommer. La raison principale est la forte incertitude provoquée par la hausse des prix.

La situation globale restant incertaine, les attitudes sont prudentes. On retrouve cette perception dans l'enquête auprès des ménages. Ils indiquent vouloir épargner, reportant à plus tard les grosses dépenses. La fin de l'inflation modifiera ce comportement de fourmi.

Les **taux d'inflation en zone Euro** s'homogénéisent. Dans la partie haute, la zone Euro, l'Italie et l'Allemagne ont des niveaux d'inflation proches. C'est le cas aussi en France et en Espagne.

Mais les signaux, pour ce que l'on en sait suggère l'importance des prix énergétiques dans cette modération alors que l'inflation sous-jacente reste partout préoccupante et le vrai souci de la BCE et des investisseurs qui craignent un ajustement de grande ampleur de l'institution de Francfort dans les prochains mois.

Aux **Etats-Unis**, l'indice **ISM du secteur manufacturier** marque le cycle économique depuis longtemps. **Il entraîne avec lui la politique de la Fed** comme le montre le graphe. La politique monétaire s'ajuste sur l'allure du cycle. C'est assez logique puisque l'inflation sur la période est réduite. **La banque centrale cale sa stratégie sur les inflexions de l'activité** qui déterminent les tensions ou l'absence de celles-ci dans l'appareil productif et d'éventuelles pressions nominales.

Depuis la crise financière, la Fed est moins réactive et le lien plus ténu.

Aujourd'hui sa façon de faire est en opposition au cycle mesuré par l'ISM. Le secteur industriel fléchit et la Fed renforce les contraintes sur l'activité en durcissant l'accès aux conditions de crédit.

Cela peut-il se terminer en récession ? On ne peut l'exclure d'autant que les tensions nominales au sein des entreprises sont réduites (indice des prix de l'ISM)



LA TRANSFORMATION DE LA COURBE DE L'ÉLÉPHANT

En 2016, **Branko Milanovic** s'interrogeait sur l'évolution des **inégalités de revenus** dans le temps. Quelques années auparavant Thomas Piketty et Emmanuel Saez s'interrogeaient sur celles constatées aux Etats-Unis. Ils montraient alors la déformation de cette distribution en faveur des revenus les plus élevés, les fameux 1%.

Milanovic, plutôt que de s'interroger sur l'évolution de cette distribution au sein d'un pays a préféré regarder comment, **dans la durée**, les **inégalités de revenus** avaient évolué **entre les pays**. C'est une autre façon d'observer et de décortiquer l'évolution de l'économie globale surtout dans une période de forte croissance des pays émergents. C'est une **autre image de la mondialisation**.

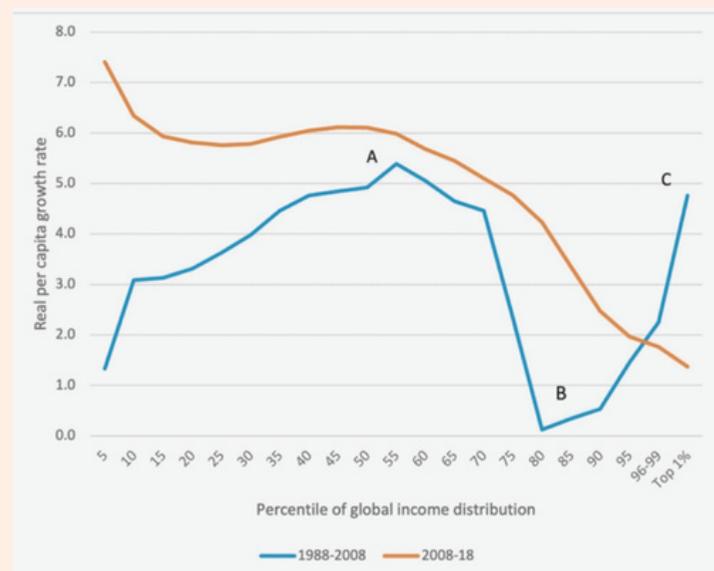
Pour bien appréhender ce dynamique nouvelle de la globalisation, l'auteur se penche sur la période **1998-2008**. Il s'arrête juste avant la grande crise financière.

Cette **publication** a eu un **grand retentissement** d'abord parce qu'elle montrait une image spectaculaire de l'**impact de la globalisation** sur la distribution des revenus. Ensuite parce que la **représentation** de celle ci était **repérable** à travers ce qui a été appelé la **courbe de l'éléphant** (dans le graphe, le A est le haut du dos, le B le bas de la trompe et le C son haut)

Cette courbe était caractérisée par **trois points particuliers**.

la hausse forte des revenus en Chine (**point A**), la très faible progression des revenus des bas revenus dans les pays développés (**point B**) et la progression rapide des très hauts revenus caractérisant les 1% (**point C**).

Le graphe a permis de **visualiser** aisément les **bouleversements** associés à la **globalisation**.



Le graphe représente la distribution des revenus dans le monde. Chaque point sur les lignes représente un centile du revenu mondial et sa progression sur la période sous revue.

L'allocation des ressources sur la période a **bénéficié principalement à la Chine**. Les revenus des chinois ont rapidement augmenté.

En revanche, en raison de la **désindustrialisation** et de la concurrence portée par l'**élargissement du marché du travail**, les classes moyennes des pays développés ont été pénalisés.

Elles ont **perdu** une grande part de leur **pouvoir de négociation** puisque l'activité, notamment dans l'industrie se développait ailleurs.

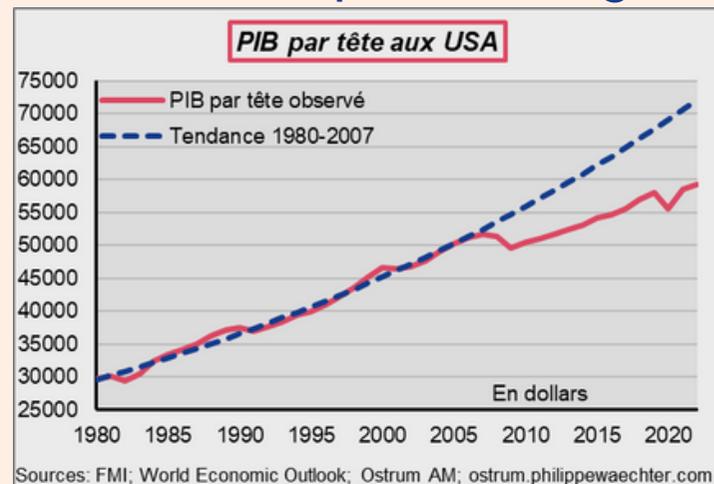
Politiquement cette courbe a été très utilisée aux Etats-Unis notamment pour illustrer les effets négatifs de la mondialisation, rendant la Chine responsable de nombreux maux.



LA DISTRIBUTION DES REVENUS PENDANT LA GLOBALISATION

La courbe de l'éléphant est spectaculaire mais cela peut n'être qu'un moment dans le temps. La dépendance aux bornes de l'intervalle de temps est très forte. Milanovic a repris les données **entre 2008 et 2018**. C'est la courbe orange sur le graphe. La courbe ne ressemble plus à un éléphant (Saez et alii dans l'American Economic Review (May 2018) faisaient le même constat sur la période allant de 1980 à 2016.

Sur la nouvelle période analysée par Milanovic, trois éléments viennent perturber l'éléphant.



L'impact de la grande crise financière.

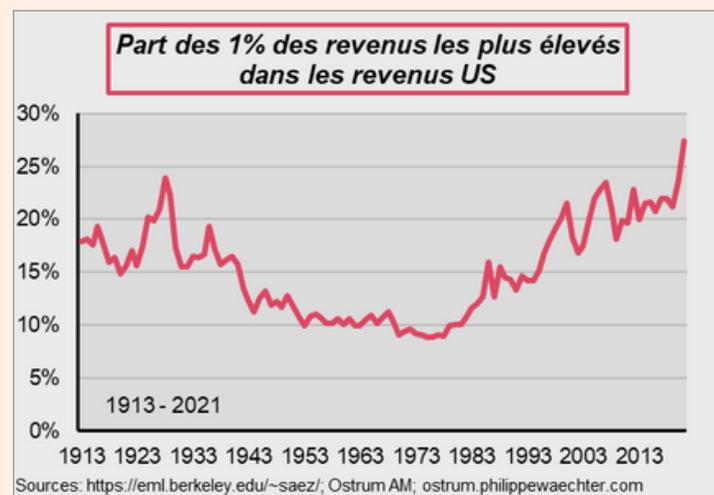
Elle affecte principalement les pays développés et épargne relativement les pays émergents. Une conséquence est l'incapacité des pays développés à revenir rapidement sur la tendance passée ou à s'en rapprocher. Le choc a eu un effet persistant important.

C'est illustré sur le graphe. En conséquence, la dynamique des revenus des pays développés, plutôt sur la partie droite de la courbe est largement pénalisée.

La **Chine connaît sur la période un développement très rapide**. C'est aussi sur cette période que le pays de l'Empire du Milieu se déploie dans d'autres régions du monde. Cela a été le cas en Afrique et en Amérique latine. La Chine est souvent devenu le premier interlocuteur commercial mais aussi souvent un bailleur de fonds majeur.

Le dernier point est **l'impact de la crise financière sur la situation des 1%** ayant les revenus les plus élevés. La dépendance es 1% qui faisait la remontée de la trompe de l'éléphant ont été pénalisés fortement par la crise financière. Le choc a été tel qu'il n'y a pas eu de retour vers la tendance passée.

La distribution telle qu'elle se présente sur la période 2008-2018 est plus proche de ce que l'on peut attendre avec un **effet rattrapage pour les revenus les plus faibles**.



Cette distribution a certainement évolué depuis 2018. Emmanuel Saez (Berkeley) met à jour régulièrement sa base de données sur la distribution des revenus américains. Jusqu'en 2018, l'allure est cohérente avec les points mis en avant par Milanovic. on voit cependant sur le graphe un **rebond spectaculaire en 2020 et 2021**. Les revenus et la valorisation des actifs ont joué très favorablement pour les 1% les plus riches.

Depuis 2018 aussi, la Chine a vu son taux de croissance ralentir notamment avec la politique Ocovid. **La courbe n'est pas figée.**