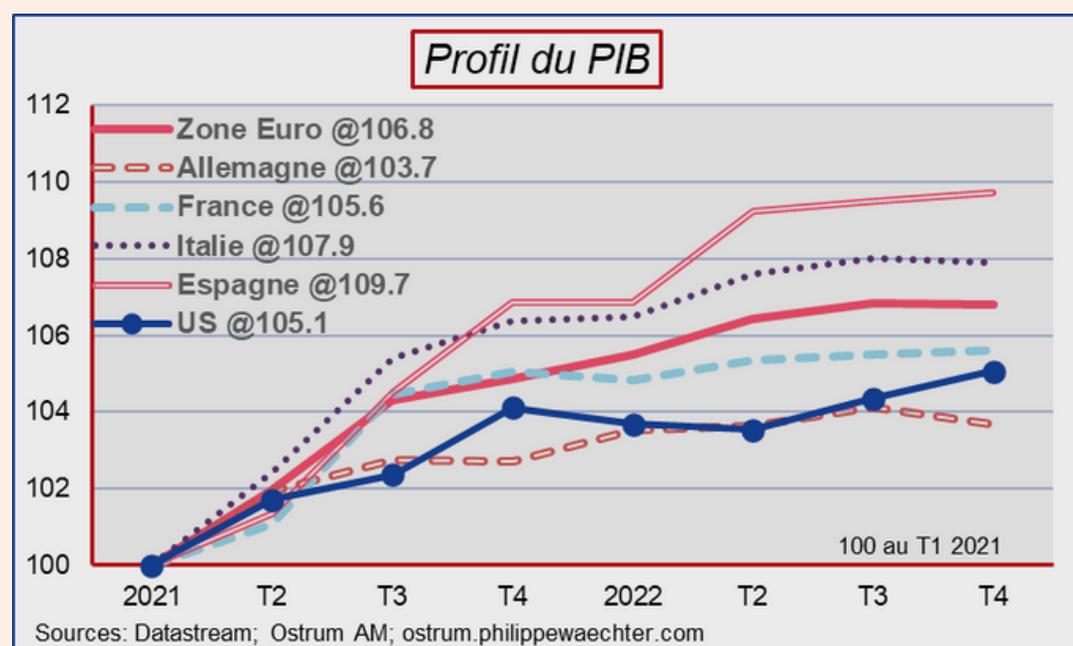


LES CLEFS DE LA SEMAINE



- **Les 10 points à retenir (Page 2)**
- **La dynamique du cycle économique (Page 3)**
- **Dynamique en France et balance énergétique zone Euro (Page 4)**
- **Le prix du pétrole ne flambe pas en dépit des restrictions sur les livraisons russes. Pourquoi ? (Page 5, et 6)**
- **Cette semaine: PIB US et en zone Euro pour le premier trimestre 2023**



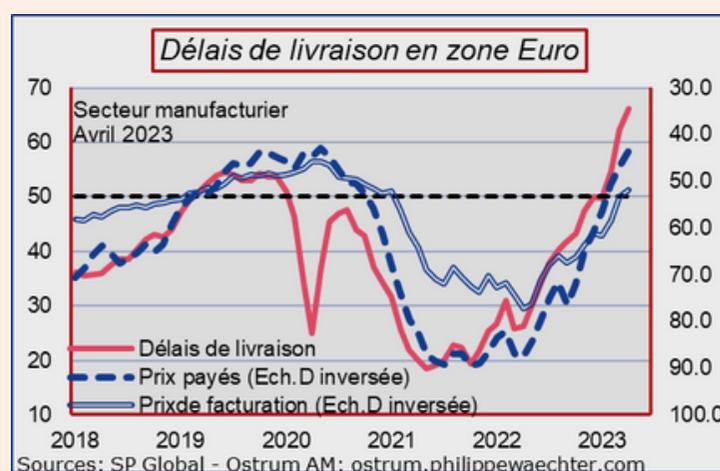
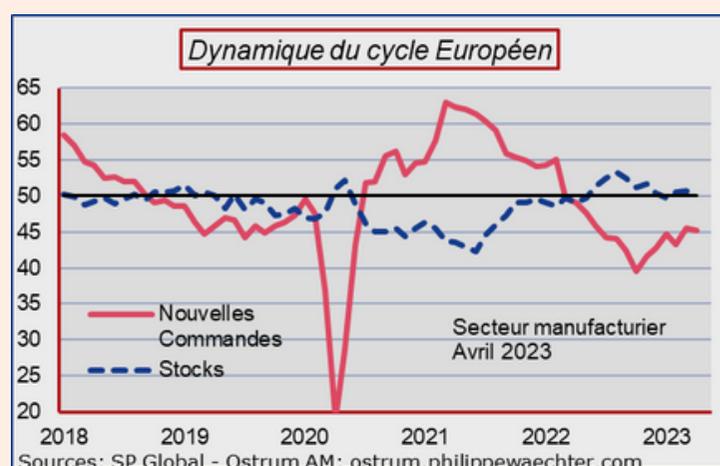
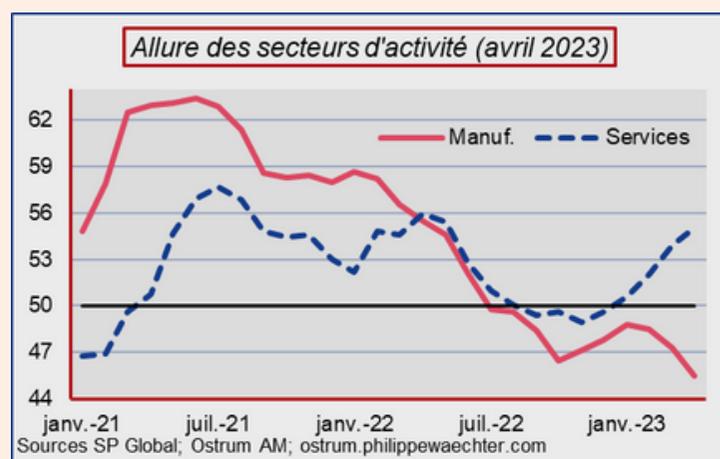
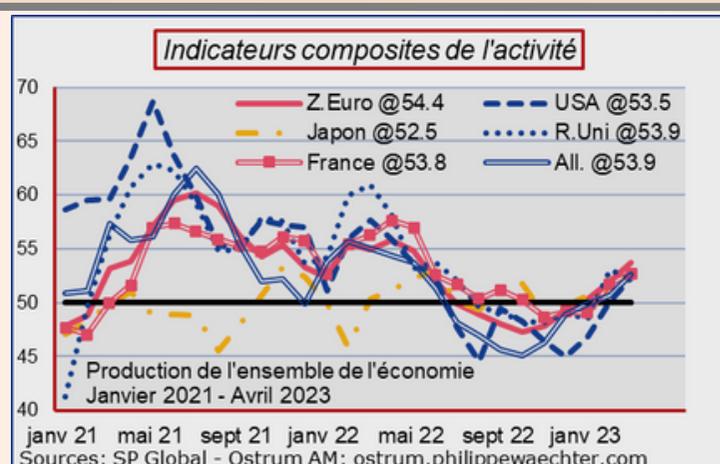


SYNTHÈSE EN 10 POINTS

- 1- Les enquêtes SP Global** suggère une **accélération de l'activité** portée par les services. Des inquiétudes toujours dans le secteur manufacturier, cela est cohérent avec le ralentissement des échanges internationaux. L'indice des commandes à l'exports dans notre indicateur est à 46.1 en avril, indiquant le maintien de la contraction des échanges.
- 2- En zone Euro, les difficultés dans les chaînes de production s'estompent**, réduisant les tensions sur les prix. C'est une bonne nouvelle sur l'allure des prix de production et de l'inflation à terme dans un contexte où les prix de l'énergie sont toujours bas.
- 3- L'enquête de l'Insee** auprès des entreprises indique une **dynamique un peu molle** de la conjoncture française avec une demande adressée aux entreprises qui s'essouffle. **L'emploi** est un peu **moins dynamique** mais les **difficultés de recrutement demeurent**.
- 4- Le déficit de la balance énergétique** de la zone Euro **s'améliore** au dernier trimestre 2022. Après un maximum à -5.4% (% du PIB) au T3, le déficit est revenu à 4.1% au dernier trimestre. Cela reflète la **sobriété**, la **météo** et l'**accélération du renouvelable**. **Le déficit devrait se résorber davantage en 2023**: les prix sont plus bas, le renouvelable progresse encore très vite et le nucléaire français exporte à nouveau de l'électricité.
- 5- L'indice ZEW en Allemagne** se stabilise en avril. Il ne s'envole pas comme l'indice SP Global.
- 6- Les indices d'activité** de la **Fed de NY** et de la **Fed de Philadelphie** jouent à cache cache. Lorsque l'un s'améliore l'autre se détériore. Ce mois ci NY est passé devant Philly. Chacun peut y lire la conjoncture comme il le souhaite. Il suffit de bien choisir.
- 7- La revente de maisons aux US** s'est à nouveau dégradé en mars. L'indicateur que je regarde (moyenne des 12 derniers mois sur les 12 mois précédents) est **au plus bas** depuis juillet 2008. Je conserve toujours un œil un peu inquiet car c'est un bon indicateur du risque de récession. Néanmoins les **stocks de maisons à vendre diminuent**. Les propriétaires observant la baisse des prix préfèrent les retirer du marché.
- 8- La confiance des ménages en zone Euro** continue sa lente remontée en avril. Il reste néanmoins assez éloigné de sa moyenne de long terme. Les inquiétudes sur le pouvoir d'achat ne se sont pas estompées.
- 9- Une fois encore**, l'Organisation Météorologique Mondiale **salerte sur l'évolution du climat** en 2022. Les températures enregistrées inscrivent encore 2022 dans les 8 années les plus chaudes qui sont aussi les 8 dernières. C'est un peu l'histoire du type qui chute d'un immeuble et qui en passant devant une fenêtre ouverte: "Jusqu'ici tout va bien". Les étages du bas se rapproche vite. Copernicus fait, pour l'Europe un constat similaire.
- 10- Le pétrole russe** est boycotté et le prix de l'or noir baisse alors que la Russie est un des trois grands producteurs mondiaux. Comment comprendre ? Voir page 5 et 6



LA DYNAMIQUE DU CYCLE ÉCONOMIQUE



Les **enquêtes SP Global** continuent d'envoyer des **signaux positifs** sur le cycle économique.

Les publications avancées de l'enquête du mois d'**avril** pour quelques pays montrent une **hausse** supplémentaire **de l'activité**. Les indices s'éloignent du seuil de 50 par le haut indiquant une accélération de la croissance.

La **zone Euro** apparaît la **plus robuste**. Le choc énergétique n'est plus d'actualité et l'**expansion des services s'affirme mois après mois**.

Associé à cette amélioration de l'activité, l'**emploi progresse rapidement** tiré principalement par les services où l'indice y est au **plus haut depuis juillet 2007**.

Dans le secteur **manufacturier**, l'emploi a une allure plus modérée. Il montre une **hausse** de l'emploi mais c'est la **plus faible allure depuis février 2021** alors que la zone Euro était encore plongée dans la pandémie.

Partout le **cycle s'appuie sur les services alors que le secteur manufacturier se contracte**. Pas un des pays mentionnés dans les graphes n'y échappe. Comme si l'inflation était plus perceptible sur les biens.

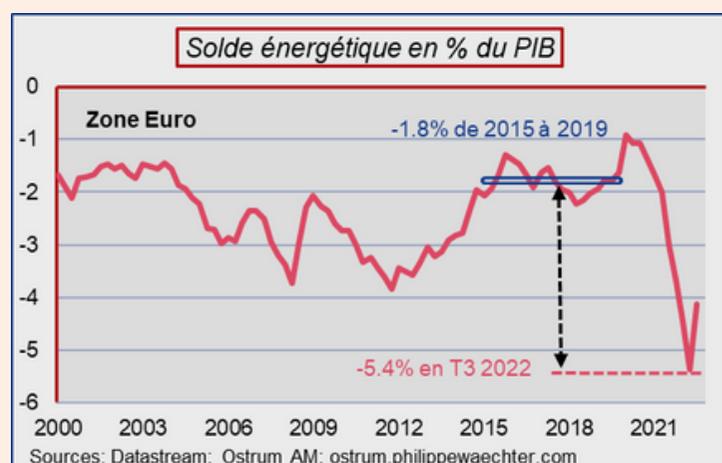
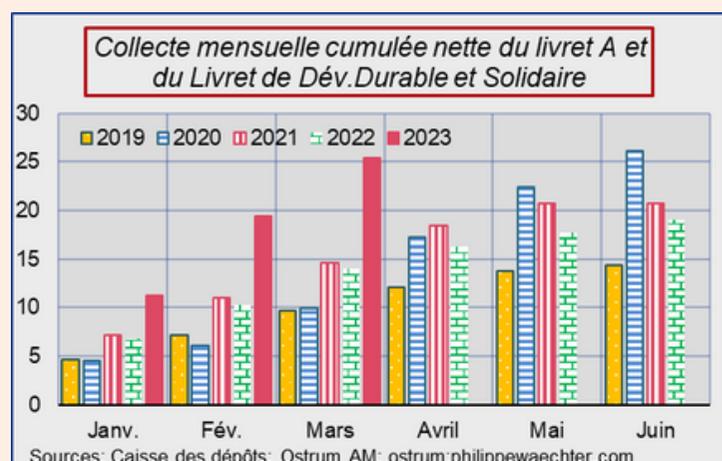
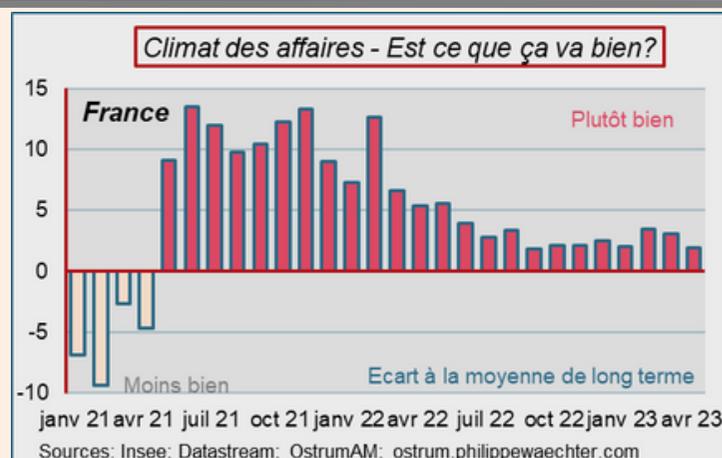
Les commandes dans le secteur manufacturier sont en contraction partout et stables aux US.

La question récurrente du rôle de l'industrie dans le cycle est à nouveau posée. **Qui oriente le cycle ?** le manufacturier ou les services. Historiquement c'est le secteur manufacturier. Mais ce secteur est plus affecté par l'inflation que les services. **Si l'inflation recule, alors la perception des ménages changera et il y aura rattrapage de la consommation**. Le mécanisme de propagation du cycle pourrait être différent.

La **réduction des tensions sur l'appareil productif** (courbe rouge) se traduit par de **moindres pressions nominales** et une allure baissière des prix tant sur les prix payés que sur les prix de facturation. **L'inflation va finir par se noyer**.



DYNAMIQUE EN FRANCE ET BALANCE ÉNERGÉTIQUE ZONE EURO



L'enquête de l'Insee, pour le mois d'avril, suggère que l'activité reste robuste en France.

Depuis la sortie du confinement, l'indice est au-dessus de sa moyenne de long terme.

Tous les indices composant cet indicateur sont au-dessus de leur moyenne de long terme.

C'est le cas notamment de l'industrie alors que dans l'enquête SP Global ce secteur d'activité est dégradé.

Les services ont une allure qui se modère en avril alors que dans l'enquête SP Global l'activité s'accélère.

Problématique de taille d'échantillon qui est plus réduite et une couverture plus limitée dans l'enquête SP Global.

Dans l'industrie, néanmoins, la demande attendue est stable par rapport à ce qui est actuellement observé.

Cela n'empêche pas la perception de difficultés de recrutement dans l'industrie. Il n'y a pas d'accentuation mais l'indice est à un très haut niveau.

Les enquêtes de l'Insee suggère une dynamique molle.

D'ailleurs la collecte du Livret A et du Livret de développement durable et solidaire va dans ce sens.

Les ménages effrayés par l'inflation ne veulent pas se lancer dans des plans de consommation trop ambitieux. Ils préfèrent rester prudents dans leurs dépenses.

Cette situation s'inversera lorsque l'inflation sous-jacente ralentira à l'automne prochain.

La sobriété, la météo favorable et le développement du renouvelable ont tous contribué à la réduction du déficit de la balance énergétique de la zone Euro à la fin de l'année 2022.

Le déficit énergétique, qui avait atteint 5.4% du PIB au troisième trimestre, au moment où le prix du gaz était très élevé, est revenu à 4.1% sur les trois derniers mois. Le coût est encore très élevé et devrait se réduire avec le développement supplémentaire du renouvelable en 2023 et la reprise du nucléaire en France.



LE PRIX DU PÉTROLE NE FLAMBE PAS EN DÉPIT DES RESTRICTIONS SUR LES LIVRAISONS RUSSES. POURQUOI ?

La production de pétrole était très dépendante des trois grands pays producteurs que sont les Etats-Unis, l'Arabie Saoudite et la Russie.

Après l'invasion de l'Ukraine, les pays occidentaux ont fait voter, à l'ONU, des motions condamnant la Russie. Ce vote n'a jamais été unanime et de grands pays comme la Chine ou l'Inde ne les ont pas voté.

Dans le même temps, l'Europe, les US et d'autres ont fait voter des **sanctions interdisant l'utilisation et l'importation de pétrole russe**. L'objectif était de réduire très fortement les recettes de la Russie et de l'affaiblir dans la durée. On se souvient qu'à l'automne 1998 lorsque le prix du baril de pétrole était tombé à moins de 10 dollars la Russie avait fait défaut. L'histoire autour des sanctions est similaire.

Une fois ce cadre posé, **on doit s'attendre à une forte réduction de la production russe puisqu'elle n'est plus achetée par l'Occident**. Ce déséquilibre sur le marché du pétrole doit forcément **provoqué des tensions sur le prix de l'or noir** notamment en Europe où les importations de pétrole russe représentaient, en 2021, 30% des importations totales de pétrole.



Ce n'est pas ce qui est observé. Les prix sont peu élevés. Ils sont nettement moins élevés qu'au printemps 2022 alors que la Russie subit fortement les mesures restrictives imposées par les pays occidentaux.

Pour faire face à cette chute des prix, **l'OPEP est même obligé d'indiquer qu'elle réduira sa production pour pousser les prix à la hausse, sans véritable succès.**

Pour fixer les idées, le prix du pétrole en euros est 25% moins cher en moyenne en mars/avril 2023 qu'un an auparavant. Les tensions auraient dû se prolonger en raison de la réduction de l'offre russe.

Il y a une **partie du modèle qui ne boucle pas**.

Un **rapport** du Center for Research on Energy and Clean Air (CREA) publié le 19 avril 2023 **nous éclaire**.

Les **pays qui n'ont pas voté contre la Russie à l'ONU achètent le pétrole russe à bas prix et le revendent aux pays ayant voté les sanctions**. Cette situation était connue mais le rapport la systématise et la documente.



LE PRIX DU PÉTROLE NE FLAMBE PAS EN DÉPIT DES RESTRICTIONS SUR LES LIVRAISONS RUSSES. POURQUOI ?

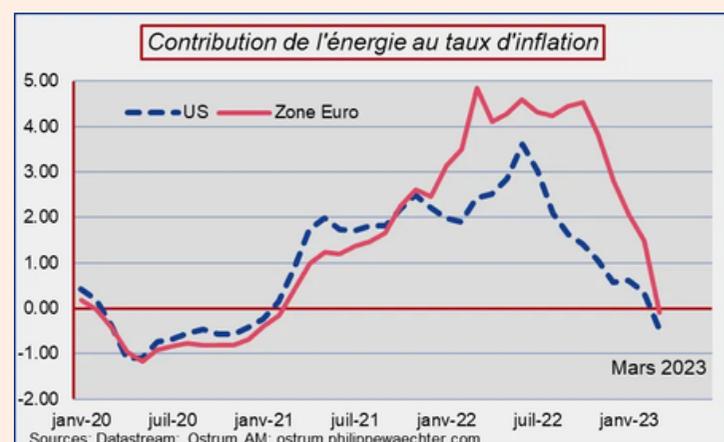
Je ne détaillerai pas l'ensemble des données mais depuis un an les importations de pétrole russe par l'Inde, la Chine, la Turquie, les Émirats Arabes Unis et Singapour ont bondi. **Dans le même temps leurs exportations vers les pays signataires des sanctions ont vivement augmenté alors que celles vers les pays non signataires progressaient marginalement.**

Ce qui est intéressant dans ce schéma est que finalement, **tout le monde profite de la situation.** Le prix du pétrole n'a pas atteint des sommets. **Les pays occidentaux ont pris des sanctions mais ne sont pas pénalisés par les conséquences de celles ci sur le prix du pétrole et la Russie ne se porte pas si mal.**

Les **projections faites par le FMI**, pour la Russie dans son dernier rapport sur les perspectives, sont une faible récession en 2022 (-2.1%) suivie d'une reprise en 2023 et 2024 (+0.7% et 1.3% respectivement). De même l'inflation élevée en 2022 (13.8%) se réduirait nettement en 2023 et 2024 (7% et 4.6% respectivement).

La **solution coopérative**, qui aurait pu apparaître souhaitable, c'est à dire tout le monde contre la Russie **aurait été la moins bonne puisque le prix du pétrole aurait vivement augmenté par réduction rapide de l'offre russe. Le risque de récession se serait alors franchement accru. Les européens auraient payer le prix fort.**

La **solution non coopérative** au sein de laquelle la Russie est pénalisée puisqu'elle vend son pétrole moins cher (60\$ max) que sur le marché libre. Elle dispose cependant de revenus suffisants pour continuer la guerre.



Les pays occidentaux ne sont pas pénalisés par un prix du pétrole exorbitant. Certes les tensions sur le prix de l'or noir, en 2022, ont provoqué une poussée inflationniste sans précédent depuis le choc pétrolier des années 1970. Mais cette hausse des prix est en train de se résorber. Les contributions de l'énergie à l'inflation sont désormais négatives.

Les européens peuvent avoir intérêt à fermer les yeux sur les échanges entre la Russie, la Chine, l'Inde et quelques autres pour sauver sa conjoncture. Ce sont finalement les Ukrainiens qui sont pénalisés car la guerre dure.