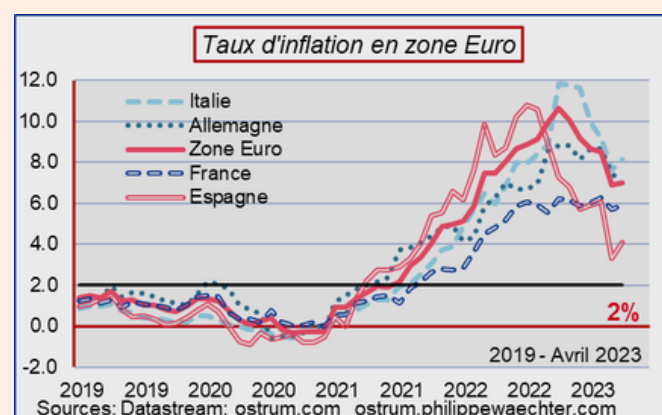




LES CLEFS DE LA SEMAINE

L'inflation ralentira plus vite qu'attendu (Page 2)

- **La Synthèse en 7 points (Page 3)**
- **Le marché de l'énergie en Europe (Page 4)**
- **L'économie allemande est en récession. (Page 5)**
- **Le cycle est désormais moins porteur en France (Page 6)**
- **Croissance US, Marché de l'électricité dans le monde (Page 7)**
- **En Europe, les entreprises attendent un franc ralentissement de l'inflation (Pages 8 et 9)**
- **Le choc inflationniste: 2022 par rapport à 1974 (Pages 10 et 11)**
- **Cette semaine: Inflation en Europe pour mai**





L'INFLATION RALENTIRA PLUS VITE QU'ATTENDU EN EUROPE

L'élément majeur en Europe est le repli du prix de l'énergie. Cause majeure de la hausse de l'inflation en Europe, l'allure baissière du gaz, du pétrole et de l'électricité va changer la donne.

Les chefs d'entreprise ne s'y trompent pas. En mai, les enquêtes IFO en Allemagne et Climat des affaires de l'Insee en France suggèrent une vive réduction de la variation de prix de ventes attendue par les entreprises. Dans les deux pays, ces anticipations, très bien corrélées avec le taux d'inflation, tendent vers 2% à l'horizon du début de l'automne.

Le repli du prix des matières premières et du prix de l'énergie redonne des marges aux entreprises réduisant aussi l'incertitude associée à la volatilité des prix qu'engendre une inflation élevée.

Les entreprises vont pouvoir, à l'automne prochain, négocier de nouveaux contrats d'énergie à des prix beaucoup plus bas. L'absence de tensions sur le prix de l'énergie, la progression rapide de l'énergie renouvelable dans la production d'électricité (19.5% en avril 2023), les nouvelles rassurantes en provenance d'EDF sur sa capacité à fournir de l'électricité et des réserves de gaz abondantes devraient permettre de passer l'hiver prochain de façon plus sereine.

Les hypothèses de prix pour 2024 seront beaucoup plus basses que celles qui avaient été faites pour 2023.

Les entreprises vont disposer de marges plus importantes. Cela leur permettra d'accepter des salaires plus élevés sans avoir à ajuster leurs prix à la hausse. En outre le ralentissement de l'inflation actuelle va se traduire par des effets de rattrapage sur les salaires plus modestes dans les mois qui viennent par rapport à ce qui a été observé récemment. En effet les salaires s'ajustent à la variation passée des prix or l'inflation est en train de ralentir. En conséquence, le point haut de la hausse des salaires est proche.

Le ralentissement de l'inflation pourrait ainsi être plus rapide qu'attendu redonnant du pouvoir d'achat aux ménages et aux entreprises. Le marché du travail pourrait alors rester robuste et maintenir la dynamique de la demande.

Tout cela pourrait avoir un petit air de contrechoc énergétique ressemblant à celui du milieu des années 1980.



LA SYNTHÈSE EN 7 POINTS

1- L'Allemagne est en récession. Son PIB, la mesure la plus large de l'activité, s'est contractée pour le deuxième trimestre consécutif au cours des trois premiers mois de 2023. Son acquis de croissance pour 2023 est de -0.5% à la fin du premier trimestre. La demande interne, et principalement la consommation des ménages, est au cœur de ce repli.

Le paradoxe est qu'en dépit du repli sur un an de l'activité (-0.5%), l'emploi progresse de 1% sur les 12 derniers mois en mars.

2- Le cycle économique français manque de vigueur. Ses composantes convergent vers leur moyenne de long terme. L'industrie et les services s'essouffent et ne portent plus autant le cycle. Dans l'enquête de l'Insee, cette inflexion s'accompagne d'un fort ralentissement du marché du travail. Les chefs d'entreprise continuent d'embaucher mais à un rythme beaucoup plus modéré.

3- Aux US, porté par la consommation, le PIB progresse. L'investissement est la source de fragilité du cycle US. Les dépenses d'investissement des ménages se contractent pour le 6ème trimestre consécutif (-22% depuis début 2021). Les dépenses immobilières des entreprises rebondissent encore au T1 après un recul fort depuis début 2021. C'est le secteur le plus affecté par le mouvement sur les taux d'intérêt.

4- Les incertitudes sur le comportement de la Fed ont été ravivées par la légère hausse de l'inflation en avril (mesure PCE la préférée de la banque centrale). En outre, la consommation est restée solide en avril et le marché de l'emploi est lui aussi solide. La Fed pourrait effectivement être plus restrictive que ce qui ressortait de la dernière réunion.

5- La question du plafond de la dette US est résolue. La dimension politique qui était la source de tension a été évacuée puisque le plafond ne sera réexaminé qu'après les prochaines élections présidentielles (et non en plein dans la campagne comme ce qui avait été proposé par les républicains). Pas de rupture dans le compromis adopté, il est donc probable qu'il sera voté par le Congrès avant le 5 juin, date limite pour qu'il n'y ait pas défaut.

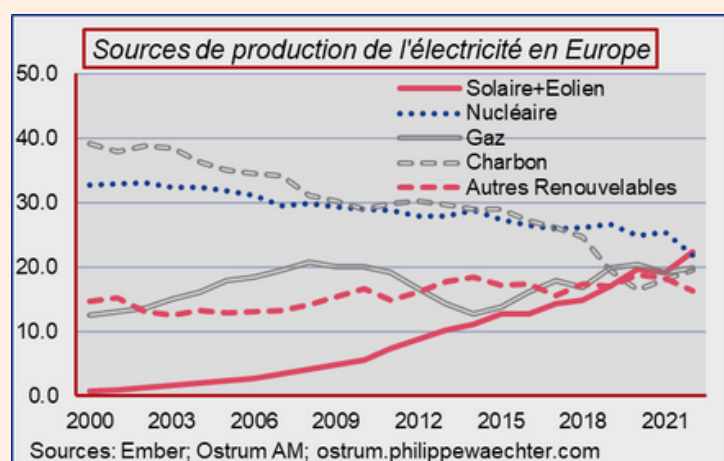
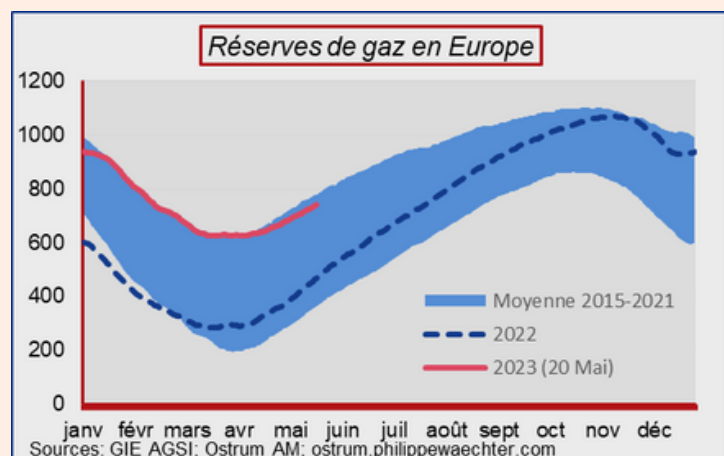
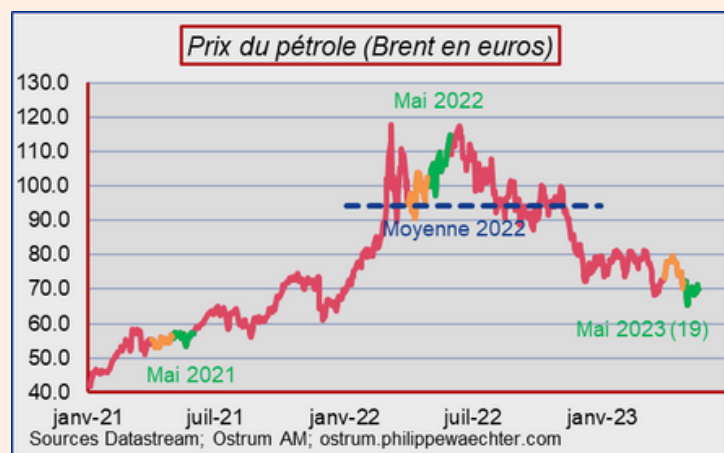
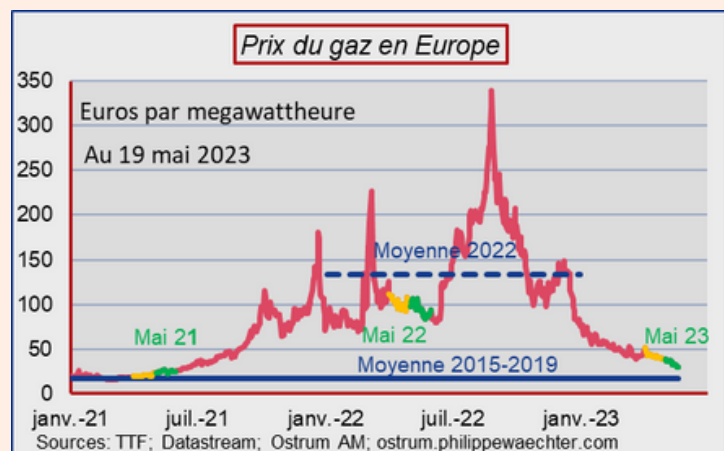
6- Les entreprises européennes sont optimistes sur l'inflation. La baisse du prix de l'énergie leur redonne de marges de manœuvre qui pourraient être compatibles avec des hausses modérées de salaires. Ceux ci ne vont pas accélérés fortement car leurs évolutions se calent sur le profil de l'inflation qui ralentit.

7- Les énergies renouvelables ont une contribution à la production d'électricité qui progresse nettement en Europe.

A l'échelle mondiale, la hausse de la demande d'électricité sera captée par la hausse du renouvelable et du nucléaire. Le charbon régresse.



LE MARCHÉ DE L'ÉNERGIE EN EUROPE



Le **prix du gaz**, qui avait été au cœur des incertitudes tout au long de l'année 2022, a changé d'allure. Le mégawatt heure s'échange désormais autour de **30€** contre une moyenne de **133 € en 2022**. Le prix converge rapidement vers les évolutions constatées avant le confinement et la crise ukrainienne.

Le **prix du pétrole** connaît une allure comparable. Le prix voisin de **70€** le baril est bien plus faible que le **chiffre moyen de 2022 à 94€**. En dépit des contraintes qui existent sur la production russe (12% de la production mondiale avant l'invasion de l'Ukraine), le prix reste modéré et ne traduit pas de situation de crise. L'offre reste abondante (cf. Les clefs de la semaine 24 avril 2023)

Ces **deux prix combinés** avec le prix de l'électricité, dont le profil est cohérent avec celui du gaz, va provoquer une **contribution négative de l'énergie au taux d'inflation**. Les prix au niveau actuel sont très en dessous de ceux observés en 2022. La variation va être franchement négative. **L'énergie va fortement contribuer négativement au taux d'inflation.**

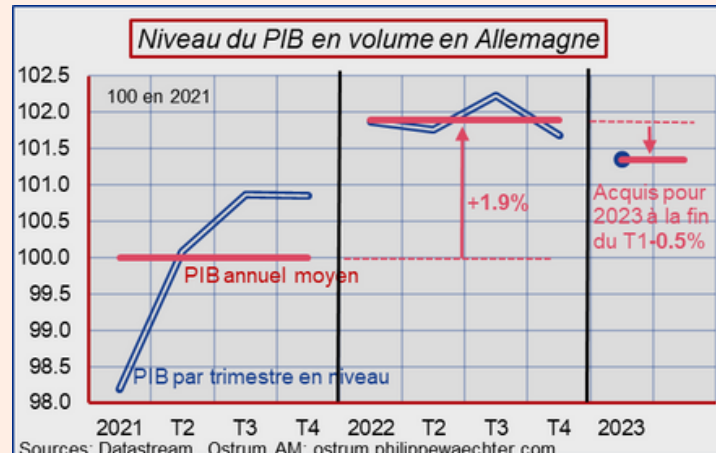
La **négociation des contrats d'énergie** (à l'automne) pour les entreprises se fera sur des bases beaucoup plus basses qu'à la fin 2022. Cela va **inverser à la baisse la dynamique de l'inflation sous jacente.**

Ce changement d'allure reflète **5 points**

- Des **réserves de gaz** bien remplies. Il n'est plus nécessaire de se précipiter pour acheter du gaz dans l'urgence comme ce fut le cas en 2022.
- **Sobriété** de la consommation d'énergie en Europe
- Situation **météorologique favorable** tout au long de l'année
- Reprise de la **production d'électricité nucléaire** en France avec exportation d'électricité (en 2022 la France importait de l'électricité).
- La **production d'électricité renouvelable s'accroît rapidement**. Plus d'éolien et de photovoltaïque en 2022 que de gaz ou de charbon. C'est remarquable.

L'ÉCONOMIE ALLEMANDE EST EN RÉCESSION.

La consommation recule vivement depuis 2 trimestres et les exportations ne sont plus un recours. Le PIB pourrait reculer sur l'ensemble de l'année.

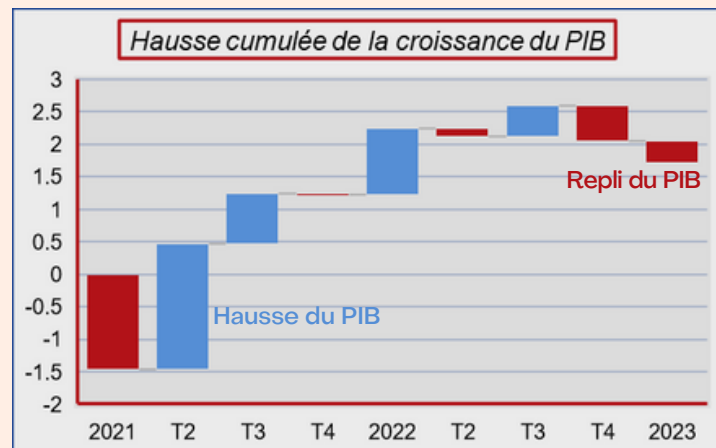


Le PIB allemand s'est replié de **-0.3%** au premier trimestre 2023. C'est son second trimestre de recul consécutif après **-0.5%**.

Par rapport au premier trimestre 2022, le PIB est en baisse de **-0.5%**. **L'acquis est de -0.5%**.

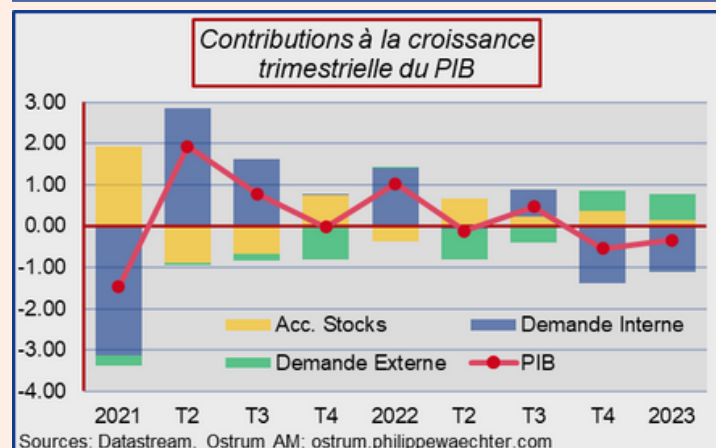
(Acquis = croissance moyenne en 2023 si le niveau du PIB restait à celui du premier trimestre au cours des trois prochains trimestres)

Sur le deuxième graphique, on constate que **sur les 5 derniers trimestres, le PIB s'est replié à 3 reprises**. On observe aussi que la **reprise post-covid (T2, T3 2021)** s'est **arrêtée avec l'invasion de l'Ukraine** par la Russie.



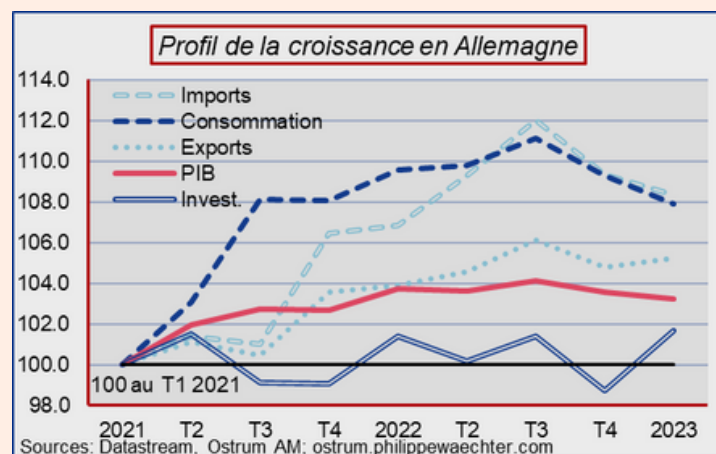
La **reprise de l'activité en 2021** provenait principalement d'un **effet rattrapage** de la **demande interne** et notamment de la **consommation des ménages**. C'était un période où les importations progressaient rapidement pour satisfaire à la demande interne.

Depuis, en raison de l'inflation et des pertes de pouvoir d'achat associées, la **consommation baisse** de façon significative. Les ménages ne veulent pas s'engager dans des dépenses excessives notamment dans les biens durables (automobiles).



L'**investissement a rebondi** au T1 notamment du côté des entreprises. La construction et les dépenses d'équipement progressent sur le trimestre, probablement un peu en rattrapage après la seconde partie médiocre de 2022.

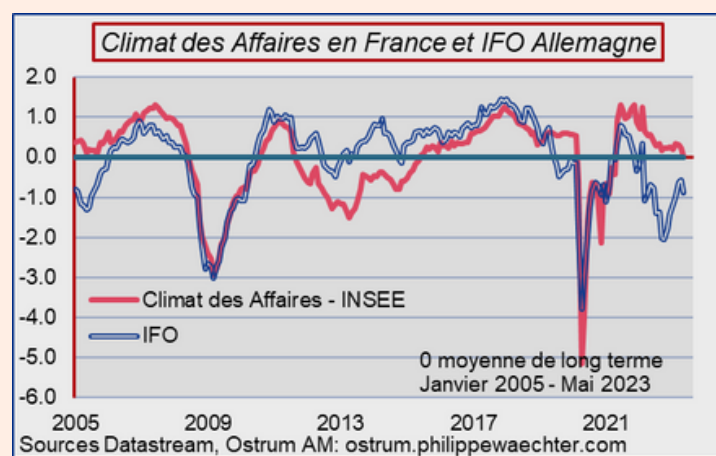
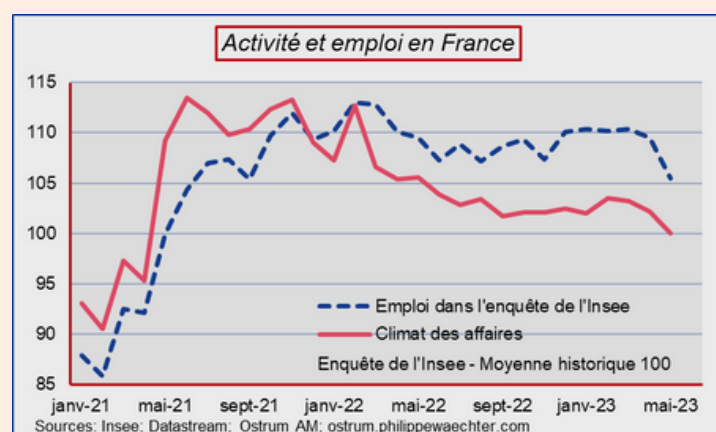
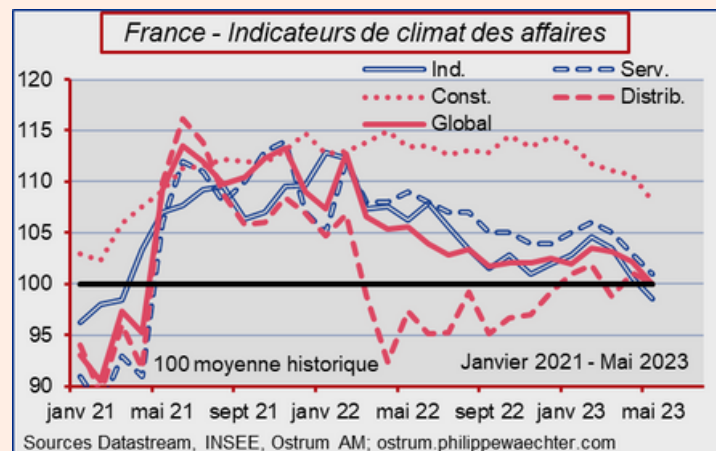
Les **entreprises ont déjà ajusté leurs stocks**. Ceux ci évoluent peu. La baisse de la demande interne n'est pas une surprise pour les entreprises allemandes.



Les **exportations contribuent positivement** à la croissance mais **l'allure est plus modérée** depuis le point haut du troisième trimestre 2022. Cela résulte en grande partie de la contraction rapide des exportations allemandes vers la Chine. Sur un an, au premier trimestre 2023, **les exportations allemandes vers la Chine reculent de 12%. C'est considérable.**

LE CYCLE EST DÉSORMAIS MOINS PORTEUR EN FRANCE

La demande est moins vive. La bonne nouvelle, les anticipations de prix s'effondrent. Les prix redeviennent un élément de la concurrence



Le **cycle économique**, en France, est moins **dynamique** si l'on suit l'enquête de l'Insee auprès des chefs d'entreprise. **L'indice global de Climat des Affaires est à 100** soit sa moyenne de long terme. Depuis la reprise post-pandémique, il était resté bien au-delà de ce repère.

D'une manière générale, il y a **convergence vers la moyenne de long terme pour tous les indicateurs sectoriels**. La construction, un peu à l'écart, ralentit nettement.

Dans l'industrie la **demande se contracte légèrement**. C'est **aussi le cas dans les services**. Les entreprises devront ajuster leur production à cette inflexion de la demande.

Le **profil de l'emploi change d'allure au printemps**. L'indice qui était calé à un haut niveau se replie rapidement. **Ce sera l'indicateur à surveiller**. Jusqu'à présent, les entreprises embauchaient solvabilisant la demande. Si les embauches ralentissent alors la demande déjà fragile le sera encore davantage.

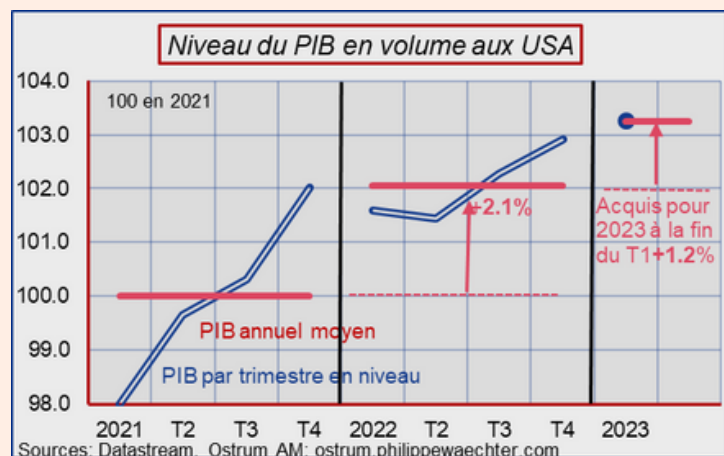
Ce qui change est la perspective sur les prix. Dans l'industrie les **anticipations de prix se calent** désormais sur leur **moyenne de long terme**, le pic d'inflation est passé. Dans les **services, le mouvement est bien enclenché**.

L'ajustement par des prix à la baisse sera peut être le paramètre nécessaire pour soutenir la demande. La configuration devient intéressante.

L'Allemagne ne sera pas un support fort pour soutenir la demande. Sa demande interne est fragile et l'indice IFO pour le mois de mai n'envoie pas un signal de reprise.



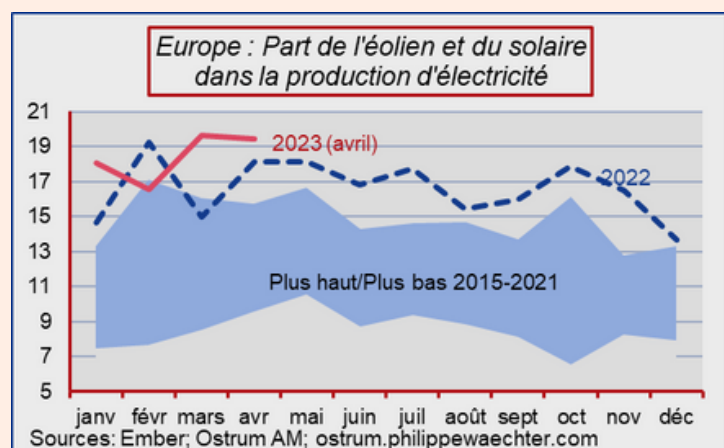
CROISSANCE US, MARCHÉ DE L'ÉLECTRICITÉ DANS LE MONDE



Le **chiffre de croissance du T1 aux US** a été revu à la hausse à **1.3%** (annualisé). L'acquis est désormais de **1.2%** pour l'année 2023 à la fin du premier trimestre (à comparer avec le **0.4%** en zone Euro).

L'activité a été tirée par la **consommation** des ménages alors que l'investissement a une contribution nulle (le logement est très pénalisant). Les entreprises ont beaucoup déstocké.

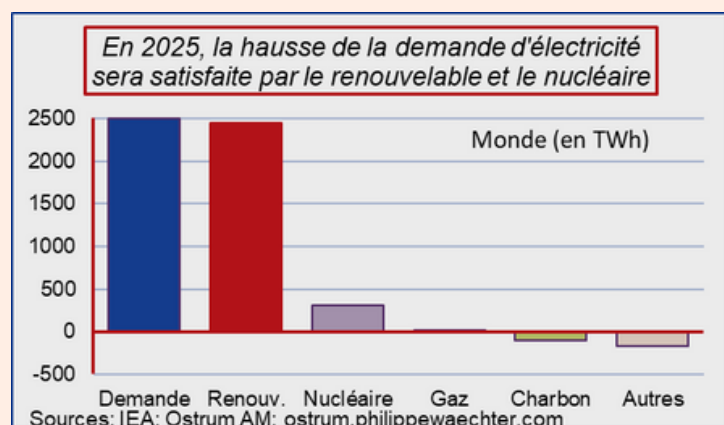
La **source de fragilité** du cycle est l'investissement des ménages et des entreprises.



*** * ***
En **Europe**, la **production d'électricité** continue de faire la **part belle aux énergies renouvelables**.

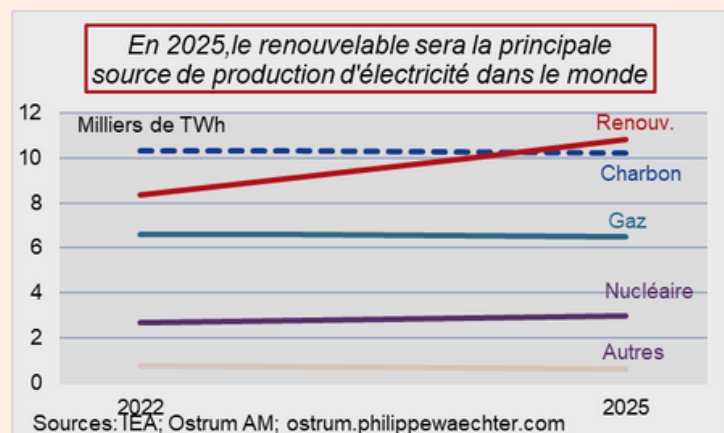
La **part de l'éolien et du solaire** est supérieure, en avril 2023, à celle observée en 2022 et nettement au-dessus de ce qui était constatée avant 2021.

Cela se décline par pays avec des performances remarquables en Espagne (46%), en Italie (30%) ou encore en Estonie (40%) et au **Portugal (50%)**. La France est à **15.1%** en avril.



Dans le rapport de l'**Agence Internationale de l'Energie** sur le **marché de l'électricité** dans le monde, j'ai retenu deux statistiques.

Le premier graphique indique que la **hausse de la demande** d'électricité entre 2022 et 2025 sera **couverte** par la hausse de production du **renouvelable** et du nucléaire. Le gaz est neutre et la part du charbon régresse.



Le second graphique indique qu'en **2025** la **principale source de production de l'électricité** sera le **renouvelable**. La part du charbon va se réduire, celle du gaz sera stable et le nucléaire progressera un peu.

C'est un changement radical du pays énergétique.

Dans un autre rapport sur les investissements en 2023, l'IEA indique qu'en 2023, l'**investissement en solaire** sera **supérieur à celui dans le pétrole!!!!!!**



EN EUROPE, LES ENTREPRISES ATTENDENT UN FRANC RALENTISSEMENT DE L'INFLATION

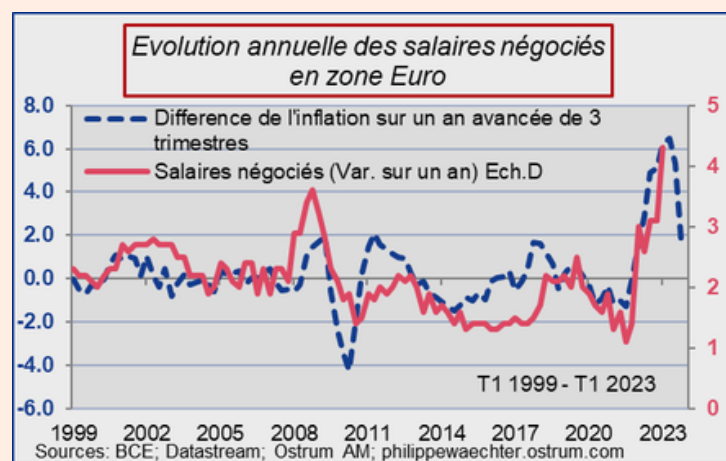
Les entreprises s'attendent à un net ralentissement des prix au cours des prochains mois. Cela se traduira par une inflexion dans la hausse des salaires.

Dès lors, la question de l'inflation change de nature. L'absence de crise énergétique supplémentaire sera l'élément clé pour cette stabilisation de la hausse des prix. C'est une hypothèse que j'ai faite dans un post récent sur le prix du gaz. Cela pourra avoir un côté contrechoc pétrolier comme en 1985/86.

* * *

Le 25 mai étaient publiés l'indice des salaires négociés en zone Euro, l'enquête IFO en Allemagne et l'enquête sur le climat des affaires en France.

Les salaires négociés augmentent de 4.3% au premier trimestre 2023. C'est la progression la plus rapide depuis que cette mesure est publiée.



Si l'inflation continue de ralentir, comme le suggère la courbe pointillée sur le graphe, le point haut des salaires n'est pas très éloigné.

La relation la plus pertinente en lien avec l'inflation de la zone euro est de faire l'hypothèse que les négociations salariales s'ajustent avec retard sur l'évolution des prix. Quand les changements de prix sont importants, la négociation ne se cale plus principalement sur les anticipations d'inflation mais s'ajuste sur les évolutions passées d'où ce décalage entre la dynamique de l'inflation et les salaires qui s'adaptent avec retard. La logique est celle d'un rattrapage des salaires par rapport aux prix. La négociation habituelle calée sur les anticipations d'inflation, stables généralement, n'est plus aussi pertinente.

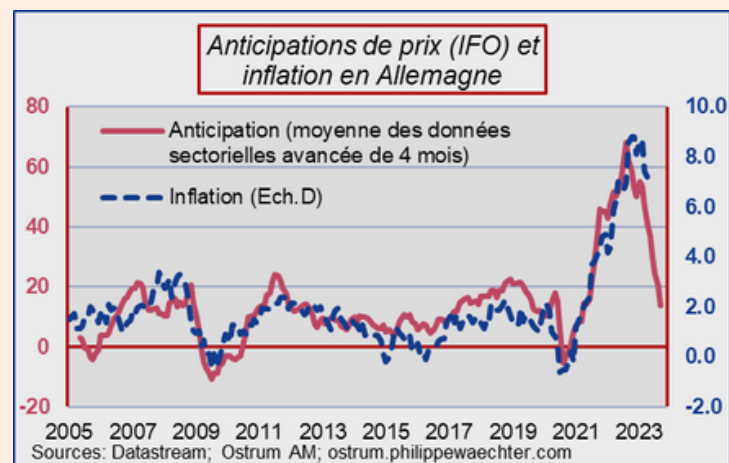
Le point haut de l'inflation est passé du côté des entreprises

Les enquêtes menées par l'IFO en Allemagne et l'Insee en France suggèrent que, pour les entreprises, le point haut de l'inflation est passé. Sur les deux graphes j'ai calé l'évolution attendue des prix tirée des enquêtes (j'ai pris la moyenne des attentes par secteur avancée de 4 mois) comparée à l'allure de l'inflation.

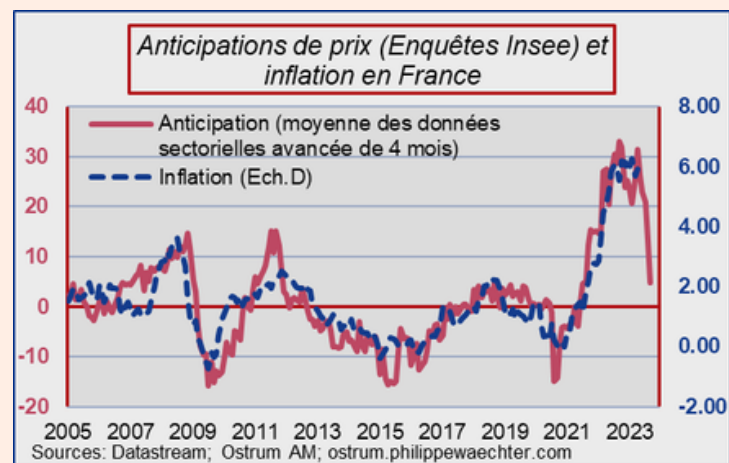
Dans les deux pays, la relation est bonne. Pour chaque série d'un même pays, les points de retournement sont les mêmes et il n'y a pas de faux signaux.



EN EUROPE, LES ENTREPRISES ATTENDENT UN FRANC RALENTISSEMENT DE L'INFLATION



En **Allemagne**, l'enquête pointe vers une **rapide réduction de l'inflation** tout au long des prochains mois



En **France**, le signal est le même.

Les entreprises s'attendent à ce que l'inflation ralentisse franchement au cours des prochains mois.

Elles constatent une baisse du prix des matières premières et **s'attendent à négocier des contrats d'énergies à des prix beaucoup plus bas que l'an dernier.** Dès lors, leurs marges leur permettront de franchement ralentir les hausses de prix tout en augmentant un peu les salaires.

Cette **capacité à ajuster les prix à la baisse relancera des effets de concurrence.**

Si l'inflation ralentit parce que les prix de l'énergie sont plus bas, la hausse des salaires négociés sera plus réduite que ce qui est observé aujourd'hui.

La **dynamique nominale convergera vers une allure plus stable.**

Cela a un **côté contrechoc pétrolier de 1985/86. Ce peut être alors une bonne nouvelle pour la conjoncture de la zone Euro.**

 **LE CHOC INFLATIONNISTE: 2022 PAR RAPPORT À 1974**

Le choc énergétique de 2022 en Europe n'a pas les mêmes conséquences que celui constaté dans les années 1970. La forme du choc, la géographie de celui-ci, les mécanismes d'indexation et la politique économique ne se ressemblent pas. L'inflation actuelle écrit un nouvel épisode qui ne répète pas celui du premier choc pétrolier.

La hausse rapide des prix à la consommation a longtemps alimenté la crainte des économistes de voir resurgir l'inflation longue des années 1970.

À l'époque le choc avait particulièrement brutal et durable. Ainsi en France l'inflation avait elle été de 11% par an en moyenne entre janvier 1973 et décembre 1982. Jusqu'à présent, elle n'est que de 5.2% par an en moyenne depuis le premier trimestre 2021.

Un tel choc nominal avait dérégulé l'économie pour longtemps. D'ailleurs, les années qui suivirent le premier choc pétrolier ont connu un rythme d'expansion beaucoup plus modéré qu'à la fin des trente glorieuses. **C'est la partie "stag" de la stagflation.**

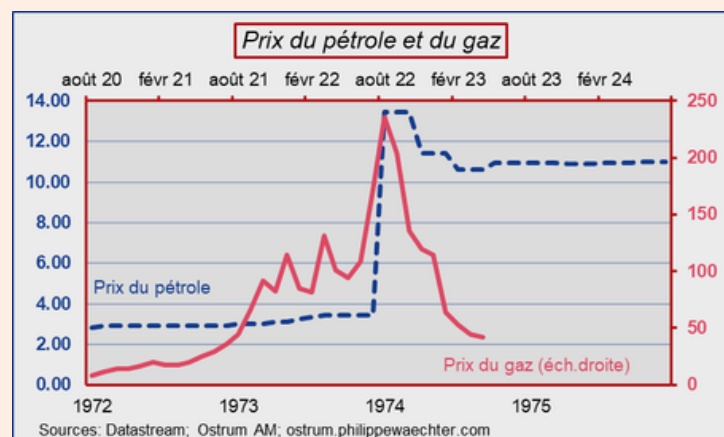
* * *

En 2022, le choc énergétique a fait penser à un retour en arrière terrible. L'objet n'était pas tant le prix du pétrole que le prix du gaz et de l'électricité.

Le prix moyen du gaz en Europe, inférieur à 20€ le mégawatt heure, avant la crise, est passé en moyenne à 133 € en 2022 soit bien au-delà de la multiplication par 4 observée sur le prix du baril de pétrole entre octobre 1973 et mars 1974.

Pourtant, **les économies occidentales ne sont pas entrées en récession** et les dernières prévisions ne suggèrent pas une telle situation pour 2023 et 2024.

6 raisons pour comprendre qu'il n'y ait pas eu de retour vers les années 1970.



Le profil du choc sur le prix n'a pas été similaire. Après le premier choc pétrolier, le prix reste élevé. Le prix du gaz est presque revenu sur les niveaux observés avant la crise. (Cf. page 3). L'effet de persistance est dès lors très réduit même si l'ampleur du choc a été plus important.

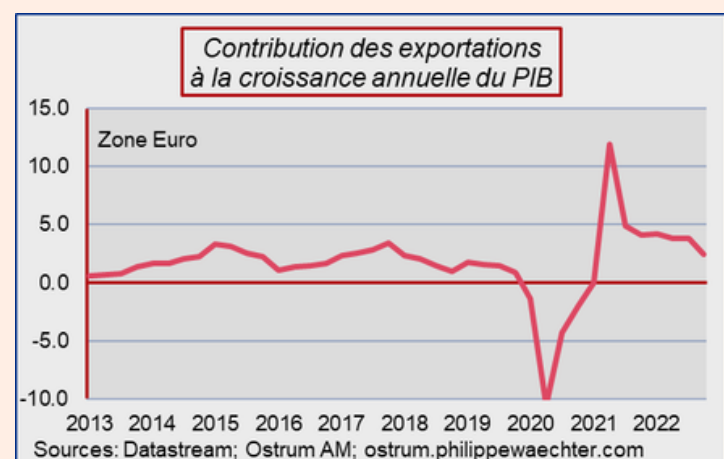
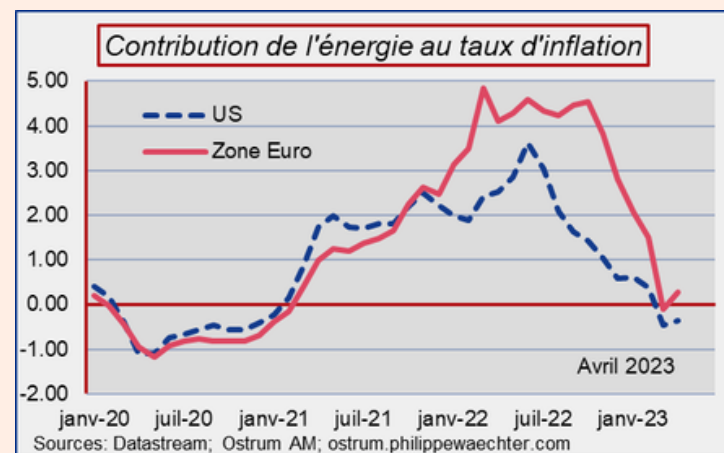
Le risque associé à la hausse du prix des énergies fossiles n'était pas diversifiable en 1974, il l'était en 2022. En 1973, en France, les énergies fossiles représentaient 91.4%, le nucléaire 1.9% et le renouvelable 6.7% (6.5% d'hydraulique).

En 2021, la part des énergies fossiles n'est plus que de 49.9%, celle du nucléaire est désormais de 36.7% et le renouvelable à 13.7% (5.8% d'hydraulique).

En Europe, le risque sur le prix des énergies fossiles est devenu diversifiable.



LE CHOC INFLATIONNISTE: 2022 PAR RAPPORT À 1974



Le choc énergétique sur le gaz de 2022 a été européen. Le reste du monde a continué de fonctionner. On observe ce point en comparant la contribution de l'Énergie au taux d'inflation aux US et en zone Euro. L'ampleur est plus marquée en zone Euro et il n'y a pas de persistance outre-Atlantique car le mouvement constaté reflète le profil du prix du pétrole.

En 1973, le choc était global et les effets de contagion d'une économie à l'autre étaient forts. En 2022/2023, **la croissance du reste du monde a été un support pour l'Europe.** Cela se lit sur la progression rapide de la contribution des exportations à la croissance du PIB de la zone Euro. En moyenne, elle a été plus forte que dans la période précédant la crise sanitaire.

Les sources de persistance ont été limitées. Dans les années 1970, de nombreux pays ont adopté des règles

d'indexation. Cela avait le cas en France, Jacques Chirac, alors premier ministre, avait mis en place une indexation unitaire des salaires sur l'inflation.

De tels clauses n'existent pas à l'exception de la Belgique. Cette situation peut être un désavantage sur le plan de la croissance car la perte de pouvoir d'achat est pénalisante pour l'expansion de l'activité si elle s'inscrit dans la durée mais cela permet de réduire la durée de l'inflation.

La politique économique a été très différente. En Europe, le choc énergétique a été accompagné de mesures visant à réduire l'impact du choc sur les consommateurs et/ou les entreprises. En France, dans les années 1970, l'ajustement macroéconomique avait été grandement pris en charge par les entreprises avec une très forte réduction du taux de marge. En 2022, le choc a été mutualisé par l'intervention de l'Etat. L'augmentation de la dette publique a réparti l'impact du choc dans le temps.

* * *

Lors du choc énergétique de 2022, la tentation a été de regarder vers les années 1970 pour repérer la trajectoire qui pourrait être suivie. Cependant, le choc n'a pas été de même nature, les sources de persistance non plus et la politique économique en 2022 a mutualisé le choc limitant les asymétries constatées dans les années 1970.