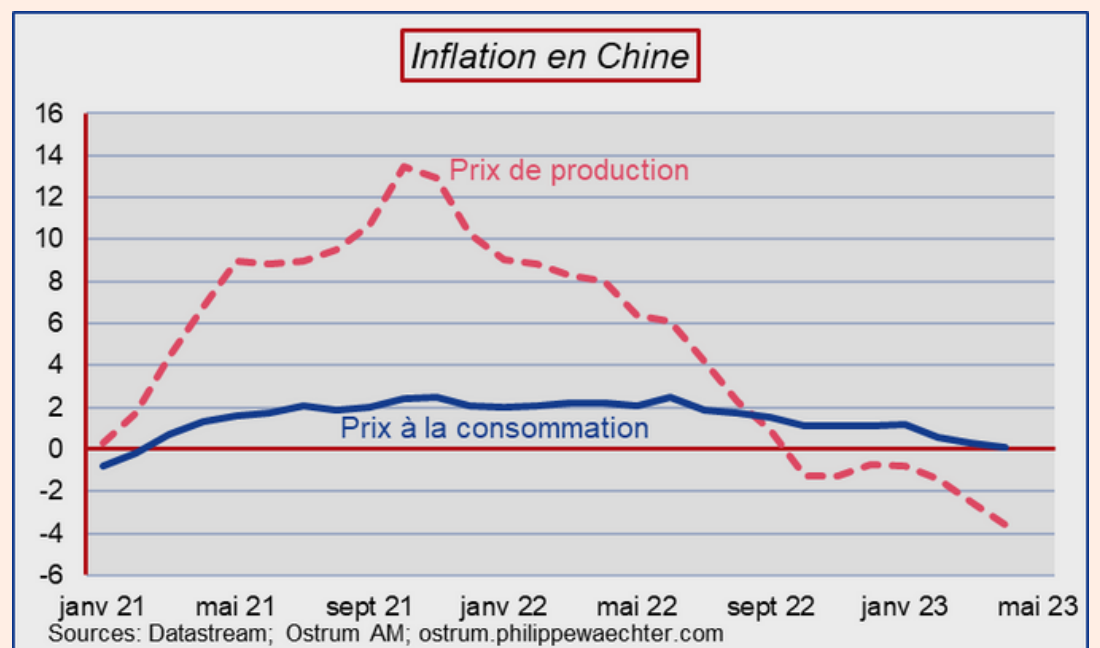


LES CLEFS DE LA SEMAINE

Le contrechoc énergétique en Europe (Page 2 et 3)



- **Les 5 points à retenir (Page 4)**
- **Le marché du travail en France (Page 5)**
- **L'inflation en zone Euro (Page 6)**
- **En France, l'inflation reflue mais le consommateur reste prudent (Page 7)**
- **Cette semaine: Inflation en Chine au mois de mai**





LE CONTRECHOC ÉNERGÉTIQUE EN EUROPE

Le ralentissement rapide à venir de l'inflation sera la rupture qui dopera le cycle économique en Europe.

J'insistais sur ce point la semaine dernière. Cette dynamique nouvelle tient au changement de régime du prix de l'énergie. Excessif en 2022 et comparable à un choc brutal, la hausse durable du prix du gaz et de l'électricité avait engendré une hausse persistante de l'inflation et sa propagation au reste de l'économie.

L'inflation en baisse dans la durée

Désormais, le prix du gaz est revenu au niveau d'avant Covid. L'incertitude sur les approvisionnements énergétiques s'est fortement réduite. Dès lors, les contrats d'énergie qui seront signés par les entreprises le seront à des prix beaucoup plus bas que l'an dernier. Pour les secteurs autres que l'énergie, y compris l'alimentaire, l'impact de ce repli du prix de l'énergie sera constatée dans des marges plus élevées. On peut s'attendre à une plus grande concurrence sur les prix. Comme l'inflation ralentit, la dynamique des salaires va aussi s'infléchir puisque les salaires s'ajustent aux évolutions passées.

Un choc positif sur l'activité

La conséquence majeure de cette rupture est une amélioration rapide des termes de l'échange pour les pays de la zone euro. Les importations coûtent déjà nettement moins chères. On le perçoit déjà dans la réduction spectaculaire de la facture énergétique. Le choc énergétique avait coûté 2 à 3 points de PIB en 2022, ce coût supplémentaire ne sera pas dépensé en 2023 et reviendra dans l'escarcelle des européens.

La demande interne, qui avait été pénalisée par la hausse des prix des importations, va suivre une allure plus robuste. La facture réglée aux USA ou au Qatar va franchement se réduire et le montant atterrira dans la poche des ménages et des entreprises.

La baisse du prix de l'énergie et ses conséquences sur l'inflation vont doper la demande et favoriser la reprise cyclique en zone euro. La production et l'emploi bénéficieront grandement de cette situation nouvelle. Bien sûr il y a des taux d'intérêt plus élevés à la BCE, bien sûr la Chine n'est plus le moteur de la croissance mondiale qu'il était. Il n'empêche que ce changement de régime va provoquer un momentum bénéfique à la zone euro.



LE CONTRECHOC ÉNERGÉTIQUE EN EUROPE

Contrechoc énergétique

Cela ressemble étrangement au mécanisme constaté au milieu des années 1980 qui avait provoqué une période très favorable que le krach d'octobre 1987 n'avait pas ébranlé. Une remarque s'impose néanmoins. L'épisode actuel est plus vertueux qu'alors. Le contrechoc énergétique reflétait un changement de stratégie de l'Arabie saoudite qui avait inondé le marché de son pétrole.

Cette fois ci, il y a deux explications à ce contrechoc.

- Le risque associé au choc énergétique a pu être diversifié. Le panel d'énergies disponibles est beaucoup plus large qu'à l'époque. Cela change les choix au quotidien.
- L'autre point majeur est que l'excès d'énergie reflète l'accélération des disponibilités en énergies renouvelables. Sur le marché de l'électricité c'est spectaculaire. Mais aussi de façon plus large, les investissements dans le solaire seront supérieurs à ceux dans le pétrole en 2023 selon les estimations de l'Agence Internationale de l'Energie. Le monde change.

L'Europe va en ressortir plus forte, elle doit profiter de cette dynamique particulière pour se caler sur une trajectoire vertueuse et plus autonome.



SYNTHÈSE EN 5 POINTS

1- L'inflation en zone euro a reculé à 6.1% en mai. La contribution de l'énergie est légèrement négative mais ce phénomène va s'accroître puisque les prix actuels de l'énergie sont bien inférieurs à ceux observés en 2022. Le prix du gaz est actuellement à 23 € le mégawatt heure contre 133 en moyenne l'an dernier. Pour le pétrole, le prix un peu au-dessus de 70€ le baril se comparera à 94€ en moyenne sur 2022. Le mouvement baissier sera important.

2- La dynamique de l'emploi US est toujours très importante. 339 000 emplois ont été créés en mai soit une moyenne de 314 000 par mois depuis le début de l'année. A titre de comparaison, sur la période 2015-2019, 190 000 emplois étaient créés chaque mois en moyenne. Dès lors le taux de chômage recule. Néanmoins il est passé de 3.4% à 3.7% entre avril et mai. La principale raison est un fort recul des autoentrepreneurs entre les deux mois. Le taux de salaire continue de progresser mais à un rythme un peu moins fort: 4.3% sur un an pour le secteur privé, le point haut récent était à 5.9% en mars 2022.

3- La notation de SnP sur l'économie française a été maintenue à AA avec perspectives négatives. Est ce très différent de la conclusion de Fitch qui, il y a quelques semaines, dégradait la note d'un notch. Le point commun, les deux agences font un état des lieux pas très réjouissant des finances publiques. La vraie différence porte sur les perspectives. Pour Fitch, le verre est à moitié vide avec une incapacité du gouvernement à rendre les finances publiques soutenables à moyen terme. D'où la discussion sur l'impossibilité de réduire les dépenses publiques au regard des risques sociaux. Pour SnP, la fin du quoiqu'il en coûte et la réforme des retraites permettront de limiter la dérive des finances publiques, le verre est alors à moitié plein.

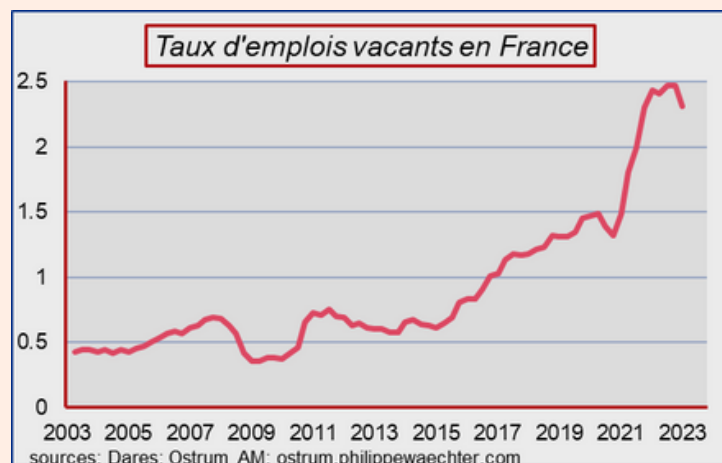
Tout cela n'est pas franchement satisfaisant car ni l'un, ni l'autre agence de notation considère le plan des finances publiques présenté par Bercy comme crédible. La croissance y est trop élevée et le reflux de la dette publique est trop important à leurs yeux.

4- Au moment où la France s'interroge sur l'interdiction des chauffe-eaux à gaz, il est intéressant de suivre ce qui se passe en Allemagne sur le même thème. Le ministre de l'économie et de la transition énergétique Robert Habeck qui portait cette réforme de supprimer les chauffe-eaux au gaz a perdu tout crédit entraînant avec lui les verts dont la cote de popularité est passée largement sous celle de l'Afd qui s'oppose à la mesure. Les plans verts connaissent leurs limites quand ils ont une dimension microéconomique. La France s'en souvient depuis 2017 et l'Allemagne nous le rappelle.

5- Si la question du plafond de la dette est réglée, l'administration Biden a, pour cela, fait des acrobaties. Au moment où l'Inflation Reduction Act pour rendre l'économie plus verte est un succès, l'accord sur la dette valide la construction d'un gazoduc en Virginie. Les verts américains ont protesté mais cela permettra à Biden d'avoir la majorité sur le plafond. (sic)



LE MARCHÉ DU TRAVAIL EN FRANCE



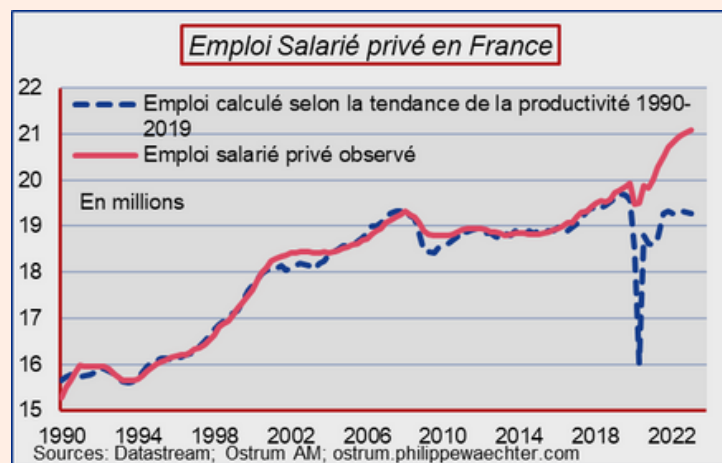
Le taux des emplois vacants en France reste à un niveau très élevé au premier trimestre 2023. Le chiffre est retombé par rapport au plus haut du second semestre 2022 mais il reste fort au regard de la série disponible.

Le modeste repli se constate dans les 4 grands secteurs disponibles. En relatif, le mouvement est le plus marqué dans l'industrie. Le renouveau industriel n'est pas encore dans les chiffres.

Ce niveau élevé des taux d'emplois vacants se constate depuis la sortie de la crise sanitaire. Le changement de régime est très marqué.

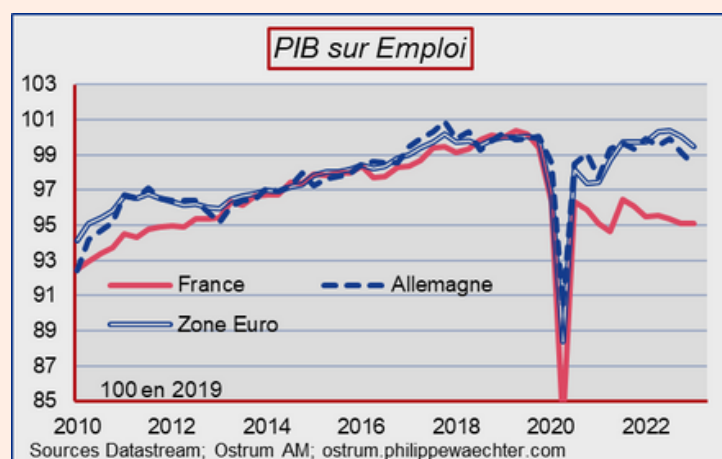
Le paradoxe est que cette hausse des emplois vacants est concomitant avec un taux d'emploi au plus haut et un niveau d'emploi qui ne réagit plus franchement au niveau de l'activité.

Au regard du deuxième graphe, l'emploi est presque 2 millions plus élevé que ce qu'il aurait été si la relation entre PIB et Emploi avait conservée sa régularité d'avant Covid.



C'est le paradoxe du marché du travail. L'activité augmente peu (+1.7% par rapport à la moyenne de 2019 au T1 2023), l'emploi progresse vite (+6.8% sur la même période). Cela se traduit par une productivité négative. Cependant, les entreprises veulent embaucher encore davantage. Qu'est ce qui justifie cet enthousiasme alors que la croissance tendancielle de l'économie française est voisine de 1% ?

Cette dynamique n'est pas spécifique à la France. En Allemagne et en Italie, les taux d'emplois vacants ont aussi connu une rupture après la pandémie. La situation est particulière outre-Rhin puisque l'économie est en récession mais l'emploi continue de progresser pour être au plus haut de son histoire.

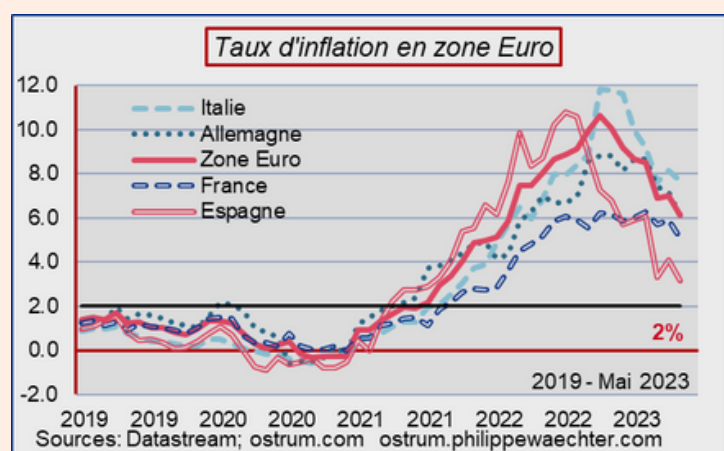
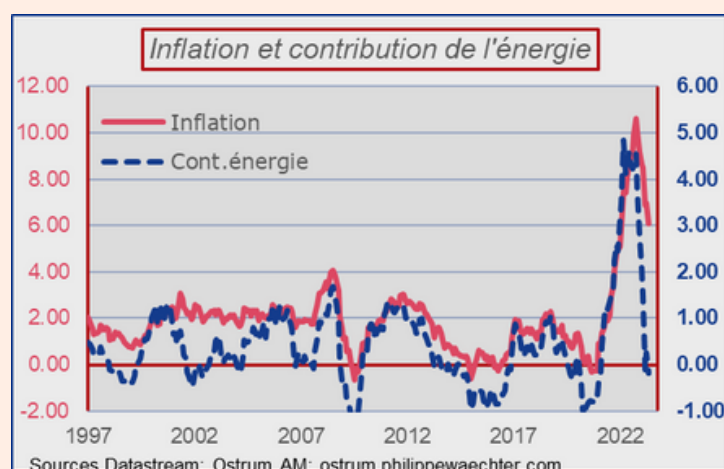
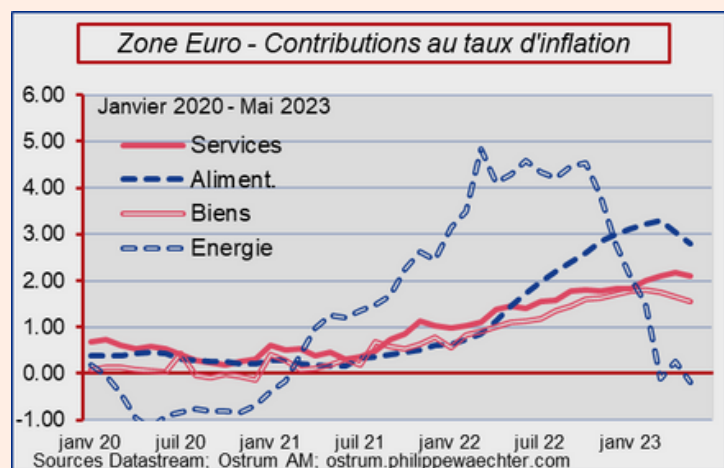
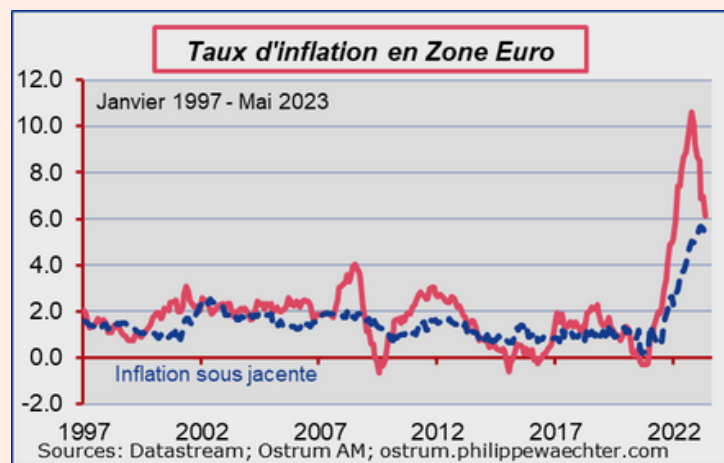


J'ai du mal, dans cette situation de perte de productivité, à imaginer que les pressions salariales soient fortes dans la durée.

Par ailleurs, le taux de marge des sociétés non financières est sur sa valeur médiane 1986-2007. Il n'y a pas de marges excessives en moyenne mais elles sont très hétérogènes sur le plan sectoriel.



L'INFLATION EN ZONE EURO



Le **taux d'inflation en zone Euro a ralenti à 6.1%** en mai contre 7% en avril. L'acquis d'inflation pour 2023, à la fin mai, est de 5%. (inflation moyenne si l'indice des prix reste au niveau du mois de mai jusqu'à la fin de l'année).

L'**inflation sous-jacente est à 5.3%** contre 5.6% en avril. L'acquis pour 2023 est de 4.6%.

L'un se replie, l'autre pas.

La **principale raison du changement de tendance** de l'inflation est l'allure de la contribution de l'**énergie** au taux d'inflation. Très élevées jusqu'en octobre 2022, elle s'effondre depuis pour être **légèrement négative en mai**. On voit sur le 3ème graphe, l'importance de l'énergie dans la dynamique de l'inflation de la zone Euro. **Le momentum de l'inflation est conditionné par celui de l'énergie.**

On relève que la **contribution des prix alimentaires s'est infléchie**, conséquence du repli du prix du gaz et donc du prix des engrais. **Ce mouvement devrait s'accroître** en raison de l'effondrement du prix de l'énergie.

La contribution du **prix des biens** est un peu moins forte (1.5% contre un plus haut à 1.8% en février).

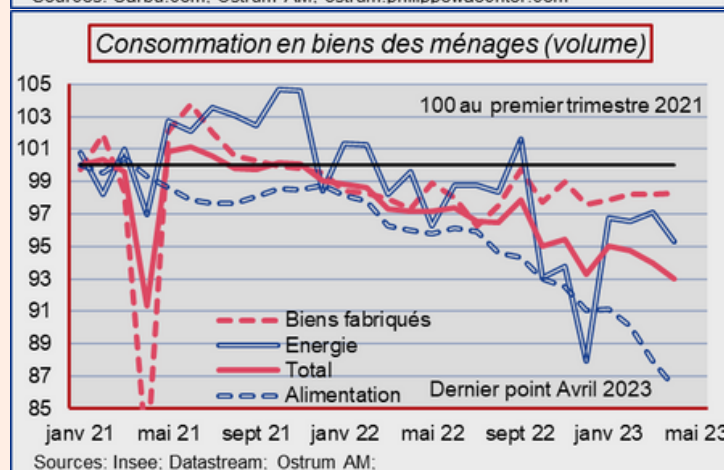
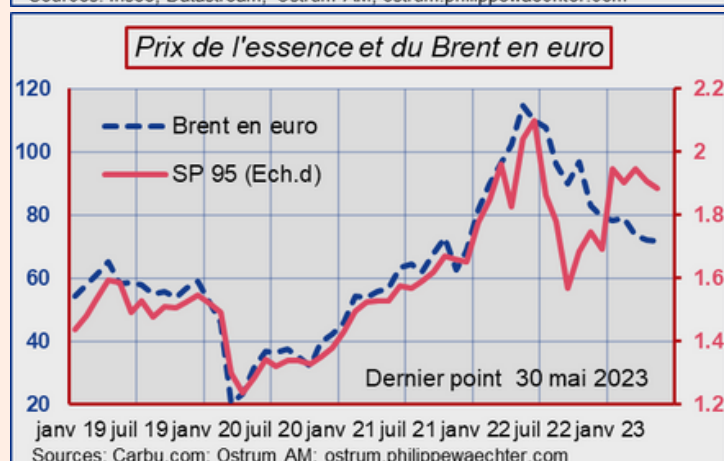
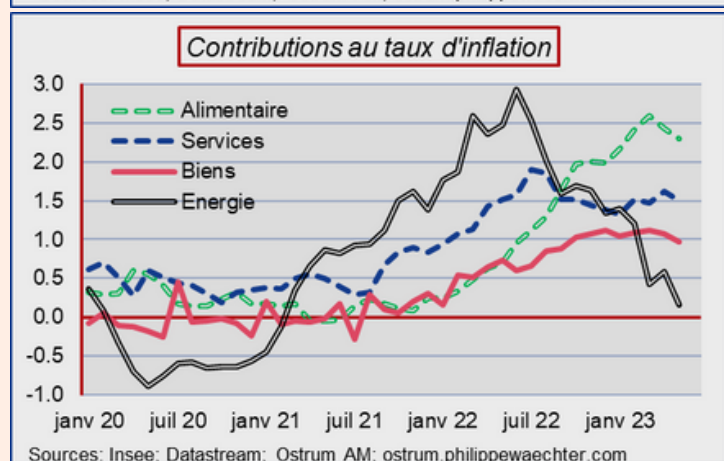
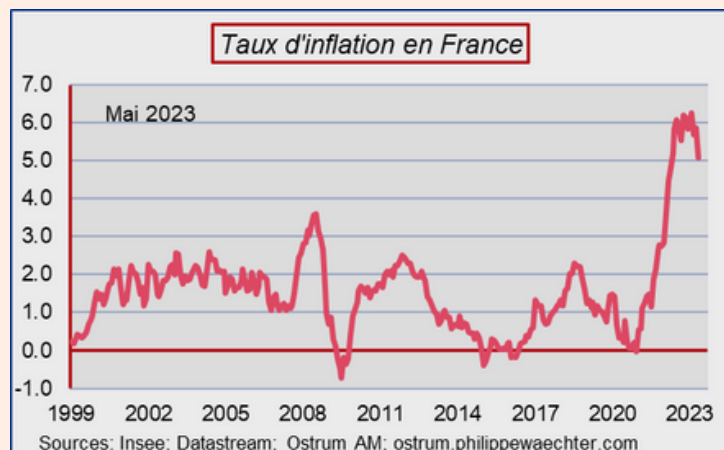
Celle du **prix des services** est stable depuis trois mois autour de 2.1%.

Ces chiffres sont encore très élevés mais mon anticipation est qu'ils vont **changer d'allure** lorsqu'il y aura **renouvellement des contrats d'énergie** à l'automne prochain. C'est cette étape là qui sera décisive puisque les prix seront forcément beaucoup plus bas qu'une année auparavant. Cela changera tout.

Cette **dynamique de repli de l'inflation se constate partout en zone Euro**. L'inflation espagnole a vivement reculé à 3.2% depuis le point haut de juillet dernier. L'inflation italienne revient vers 8% et les taux d'inflation allemand et français sont à 6.1% et 5.1% respectivement. Ce mouvement a surpris les investisseurs provoquant un repli des taux d'intérêt de long terme.

EN FRANCE, L'INFLATION REFLUE MAIS LE CONSOMMATEUR RESTE PRUDENT

L'inflation a ralenti à 5.1%. La baisse du prix de l'énergie va se diffuser dans le reste de l'économie et soutenir la consommation dans les mois à venir.



Le taux d'inflation en France a reflué en mai. Il était à 5.1%. L'acquis d'inflation pour 2023 à la fin mai est de 4.5%.

L'analyse des contributions, sans surprise, montre un **effondrement de la contribution de l'énergie** au taux d'inflation. Le point haut était constaté à 2.9% en juin 2022. La contribution était de 0.2% en mai. **Ce mouvement va continuer** en raison de la baisse des prix de l'énergie, notamment du gaz qui, à **24€ le mégawatt heure** est revenu dans son intervalle d'évolution d'avant Covid et invasion de l'Ukraine par la Russie.

Pour le consommateur, **l'allure du prix du pétrole devrait se traduire par un repli du prix de l'essence à la pompe**. Les ménages s'attendent à un repli supplémentaire de l'inflation en phase avec ce repli des prix de l'énergie.

La contribution des prix alimentaires reste élevée mais le point haut est passé depuis deux mois. La baisse du prix des engrais, conditionnée par le repli du prix du gaz, est la bonne nouvelle. Ce phénomène devrait s'accroître car les marges disponibles, en raison de la baisse du prix de l'énergie, amènera davantage de concurrence.

Pour les biens la contribution ralentit, ce phénomène devrait s'accroître avec la baisse du prix de l'énergie.

La contribution des services est stable.

La consommation en biens des ménages s'est encore repliée en avril. Depuis le premier trimestre 2021, le recul est de **-7%** ce qui est historique et considérable.

L'ajustement se fait fortement sur les **biens alimentaires** en raison de la hausse des prix et sur les biens durables, principalement **l'équipement de la maison** (graphe page suivante) car les maisons ne se vendent plus.

La baisse du prix de l'énergie qui ne se perçoit pas encore complètement pour les ménages (cf. le prix de l'essence) aura un **effet positif** sur les dépenses dans les prochains mois.