

RISK&OPPORTUNITIES

Société Générale Études Économiques et Sectorielles

En France, l'inflation reste pour l'heure majoritairement importée

Alan LEMANGNEN

Economiste France

Avec la contribution d'Antoine DUFOUR

Depuis un an, la hausse généralisée des prix alimente le débat quant à son origine : est-elle un phénomène importé, découlant des chocs de prix que connaît l'économie mondiale, ou bien est-elle aussi tirée par des facteurs intérieurs, reliés au processus de production en France ? Nous observons que l'inflation importée a fortement accéléré depuis 2019, ce qui est sensiblement moins le cas de l'inflation sur la production intérieure. L'hétérogénéité des situations est cependant marquée au niveau de certaines branches d'activité, mais les fortes variations de prix de la valeur ajoutée observées semblent majoritairement résulter de facteurs externes. Enfin, l'inflation intérieure est plus modérée en France et dans les économies dites « périphériques » qu'ailleurs en zone euro, ce qui traduit une évolution favorable de la dynamique des prix relatifs pour ces économies.

Les importations, principal moteur de l'inflation

La hausse généralisée du prix des biens et services résulte majoritairement de la forte augmentation du prix des importations, moins de celui de la production intérieure.

UNE HAUSSE GENERALISEE DU PRIX DES BIENS ET SERVICES

L'inflation est vigoureuse depuis un an et ne se limite pas aux seuls prix des biens et services consommés par les ménages (même si cette inflation recueille une part conséquente de l'attention du public). En effet, les autres composantes de la demande (aussi appelés les « emplois » en comptabilité nationale), à savoir l'investissement, la consommation publique et les exportations ont témoigné d'une augmentation marquée de leur prix depuis 2019.

L'évolution du rapport entre valeurs et volumes de chacun de ces emplois (aussi appelé le « déflateur » et ici les « prix » pour simplifier) montre ainsi que les biens et services destinés à l'exportation se sont renchérissés de 19 % depuis 2019 ; ils ont notamment été tirés par la forte hausse du prix du fret maritime et des prix agricoles. De

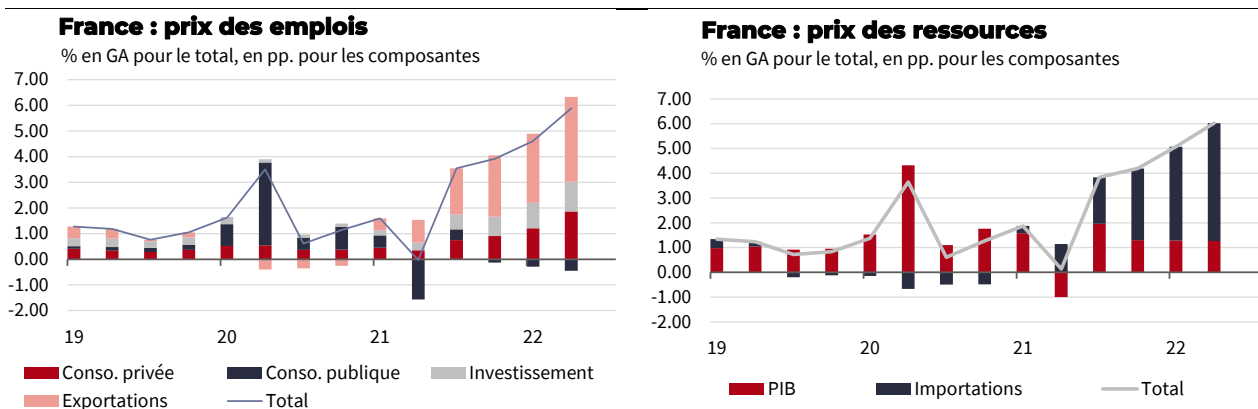
même, le prix des biens et services destinés à l'investissement a augmenté de 9 %, porté majoritairement par la hausse du prix des matières premières (e.g. les matériaux de construction). Enfin, celui des biens et services produits par les administrations publiques a aussi augmenté, de 6 % depuis 2019. La pandémie a réduit le volume de production de services publics non-marchands (fermeture de certaines administrations, des musées ...), mais le maintien des salaires dans ces secteurs, majoritairement financés par les prélèvements obligatoires, a préservé la production en valeur. Ménages et entreprises ont donc « payé » autant pour moins de services, ce qui équivaut à une hausse de prix.

Au total, les déflateurs des différents emplois ont progressé à un rythme proche, voire supérieur à celui de la consommation des ménages, qui a augmenté de 7 % depuis 2019.

PRESQUE 80 % DE LA HAUSSE DES PRIX RESULTE DE CELLE DES IMPORTATIONS

Du côté de l'offre (aussi appelée les « ressources » en comptabilité nationale), la hausse des prix peut provenir soit de la production nationale (dont la mesure simplifiée est le PIB), soit de la production non-résidente (les importations) ou une combinaison des deux. Depuis 2019, c'est la dynamique du prix des importations qui explique l'essentiel de l'inflation que connaît l'économie française : le déflateur des importations a en effet augmenté de 24 % sur la période, celui du PIB de 6 %. Une fois ces hausses ajustées du poids de chaque ressource dans l'offre totale, au S1-2022, 80 % de la hausse de 5,8 % du prix total de l'offre sur un an est due à celle du prix des importations et seulement 20 % à celle du prix de la production intérieure. En 2019, avant la pandémie, ces pondérations étaient inversées, pour une progression du prix de l'offre aussi bien plus limitée (de l'ordre de 1 % sur l'année).

Au S1-2022, 80 % de l'inflation provient des importations, 20 % de la production intérieure



Source : INSEE, SG Études Économiques et Sectorielles

Lecture : au T2-2022, le déflateur des ressources était supérieur de 6% à son niveau du T2-2021 : le PIB y contribue pour 1,2 point et les importations pour 4,8 points. Du côté des emplois, la hausse de 5,9 % – par construction identique à celle des ressources (sauf pour les stocks qui ne sont pas inclus ici et explique l'écart d'1/10^e) – se décompose en : 1,9 point de consommation privée, -0,5 point de consommation publique, 1,2 point d'investissement et 3,3 points d'exportations.

L'inflation intérieure modérée, avec d'importantes disparités au niveau des branches d'activité

L'inflation intérieure est plus modérée, mais on observe des situations hétérogènes au niveau de certaines branches d'activité. La variation marquée à la hausse ou à la baisse du prix de la valeur ajoutée dans ces branches découle de facteurs exogènes.

LE PRIX DE LA VALEUR AJOUTEE EN FORTE HAUSSE DANS L'ENERGIE, LES TRANSPORTS ET L'AGRICULTURE...

Trois branches ont vu le prix de leur valeur ajoutée augmenter depuis 2019 à des rythmes très supérieurs à celui de l'ensemble de l'économie : l'énergie, l'eau et les déchets (+ 88 %) ; les services de transport (+ 36 %) ; l'agriculture (+ 24 %).

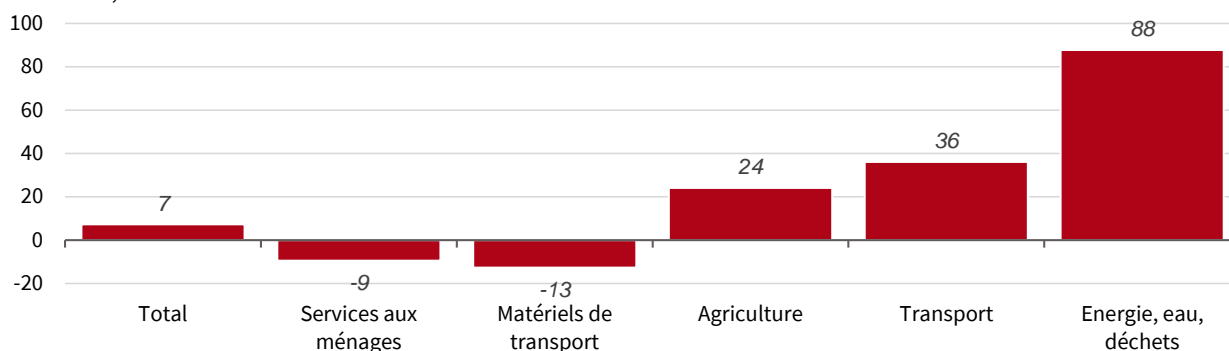
Dans ces branches, la hausse des prix est majoritairement expliquée par les déséquilibres offre-demande globaux provoqués la pandémie en 2020-21, renforcés dans certains cas en 2022 par les répercussions de la guerre en Ukraine.

La branche de l'énergie, l'eau et les déchets a ainsi bénéficié de la hausse généralisée du prix de l'énergie (pétrole, gaz, électricité) depuis 2021. Au sein de la branche des services de transport, les services de transport de marchandise ont été portés par l'envolée du prix du fret maritime (la situation a été moins favorable du côté des services de transport de passagers). Enfin, dans l'agriculture, les prix ont été soutenus par la conjugaison de récoltes globalement faibles en 2021 et d'une reprise forte de la demande. Elle s'est accentuée en 2022 avec les inquiétudes sur la disponibilité des productions russes et ukrainiennes. Souvent, la faible élasticité-demande des produits de ces branches et le stockage ont renforcé les mouvements de hausse.

Cinq branches affichent une variation marquée du prix de leur valeur ajoutée depuis 2019

France : évolution du prix de la valeur ajoutée, par branche

En %, 2019-2022



Source : INSEE, SG Études Économiques et Sectorielles

... ET EN BAISSÉ NOTABLE DANS LES MATÉRIELS DE TRANSPORT ET LES SERVICES AUX MÉNAGES

En parallèle, le prix de la valeur ajoutée a baissé assez fortement dans deux branches : les matériels de transport et les services aux ménages. Dans la première, les prix ont reculé de 13 % depuis 2019. Cette baisse cache une hétérogénéité des situations au niveau des divisions (véhicules automobiles, fabrication de bateaux et navires, de matériels ferroviaires roulant et construction aéronautique et spatiale). Par exemple, si les données disponibles suggèrent une hausse de la valeur ajoutée unitaire dans l'automobile depuis 2019, le prix des exportations de matériel aéronautique a baissé sur cette période (avant de remonter récemment) d'après les données douanières, en ligne avec l'évolution observée à l'échelle de la branche.

Du côté des services aux ménages, les prix ont diminué de 9 %. Cette baisse reflète principalement le recul de la demande des ménages pour cette consommation facilement compressible alors que se dégrade le pouvoir d'achat. Plus structurellement, la demande pour les services concernant l'entretien du foyer et ceux impliquant un niveau élevé d'interactions sociales (femmes de ménages, gardes d'enfants...) a aussi baissé avec la pandémie et le développement du télétravail. Enfin, la réduction des avantages fiscaux accordés pour certains services a aussi joué un rôle.

Que ce soit à la hausse ou à la baisse, ces évolutions marquées du prix de la valeur ajoutée découlent majoritairement des chocs exogènes que connaît l'économie française depuis deux ans, en lien avec la pandémie et plus récemment l'éclatement de la guerre en Ukraine. Aucune des branches concernées par une hausse du prix de n'enregistre une hausse des coûts salariaux unitaires du même ordre.

Une évolution des prix relatifs favorable aux économies française et « périphériques »

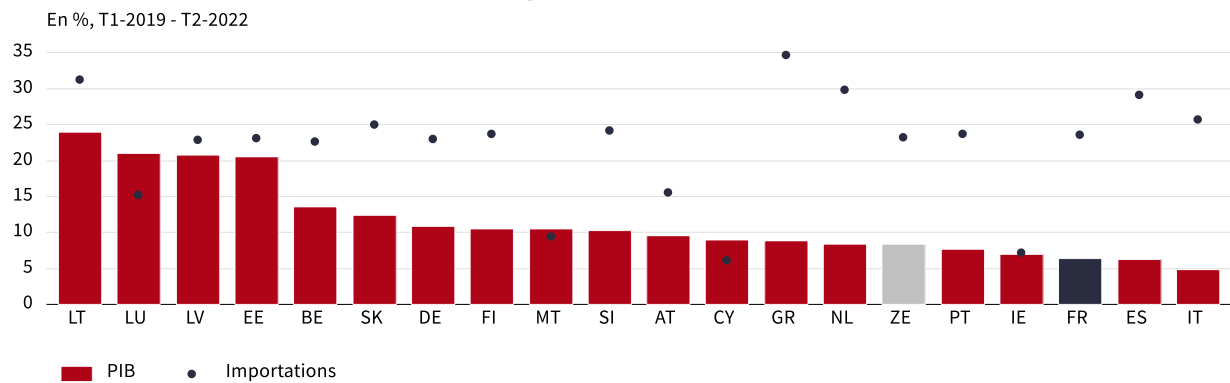
L'inflation intérieure est plus modérée en France que dans l'ensemble de la zone euro, même si cette dernière cache une grande hétérogénéité de situations nationales. A cet égard, l'évolution récente des prix relatifs est favorable à la compétitivité des économies françaises et « périphériques » par rapport à celle du « cœur ».

DES DYNAMIQUES D'INFLATION INTERIEURE HETEROGENES EN ZONE EURO

L'économie française affiche depuis 2019 une inflation intérieure plus modérée que la moyenne observée en zone euro : le déflateur du PIB a augmenté de 8,3 % en zone euro depuis 2019, contre 6,4 % en France. Seules l'Espagne et Italie affichent une progression plus modérée, de 5,6 % et 4,8 %. Au Portugal et en Irlande, le déflateur progresse de 6,6 % et 7,0 %, un rythme proche de celui observé en France.

La hausse du prix de la production intérieure est très hétérogène en zone euro

Zone euro : variation des déflateurs, par ressource



Source : Eurostat, SG Études Économiques et Sectorielles

La moyenne de la zone euro cache là encore une très forte hétérogénéité des situations. La hausse du déflateur du PIB est inférieure ou en ligne avec la moyenne de l'union monétaire en France, aux Pays-Bas et dans les économies dites « périphériques » : Italie, Espagne, Grèce, Portugal, Irlande et Chypre. En revanche, la majeure partie des économies dites du « cœur » ont vu le prix de leur production intérieure augmenter plus rapidement que celui de la moyenne de la zone euro. Dans ce groupe, l'hétérogénéité est aussi très forte : la hausse du déflateur est proche ou supérieure à 20 % dans les Pays baltes, contre environ 10 % en Allemagne.

UNE DYNAMIQUE DES PRIX RELATIFS POUR L'HEURE FAVORABLE A LA FRANCE ET AUX ECONOMIES « PERIPHERIQUES »

Une des principales conclusions à retenir de l'évolution récente des déflateurs en zone euro est que la dynamique des prix relatifs est depuis 2019 plus favorable à la compétitivité des économies de la « périphérie » élargie qu'à celles du « cœur ». Par exemple, le rapport du prix de la production intérieure en Italie à celui de l'Allemagne a baissé de 5 % en deux ans et demi. C'est autant que sur la décennie passée.

Les raisons de cette divergence des dynamiques de prix restent à investiguer. La comparaison de l'évolution des déflateurs du PIB et des importations sur la période ne met en évidence aucune corrélation significative. L'Italie affiche ainsi une des plus fortes hausses du prix des importations et la hausse la plus modérée du prix du PIB.

La transmission de l'inflation importée à la production intérieure est le résultat d'interactions complexes de plusieurs facteurs tels que, entre autres, le degré d'interventionnisme de la politique budgétaire (majeur sur la période récente et très différencié d'un pays à l'autre), la dynamique des coûts salariaux unitaires, l'évolution des anticipations ou le comportement de marge des entreprises. L'évaluation de l'importance respective de ces facteurs permettra de mieux appréhender la dynamique récente des prix relatifs au sein de l'union monétaire.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Emmanuel MARTINEZ

Chef économiste Environnement
+33 1 57 29 57 88
emmanuel.martinez@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Analyse macrosectorielle et macrofinancière
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Foly ANANOU

Moyen-Orient et Turquie, Ratings
+33 1 57 29 37 39
folly.ananou@socgen.com

Evelyne BAHN

Asie
+33 1 57 29 37 39
evelyne.bahn@socgen.com

Paul Berthier

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 38 90
paul.berthier@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Climat, Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 57 29 08 73
constance.boublil-groh@socgen.com

Jacopo Maria D'ANDRIA

Analyse macrofinancière, Royaume-Uni
33 1 42 14 25 51
jacopo-maria.d'andria@socgen.com

Laurent DEJARDIN-VERKINDER

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 40 53
laurent.dejardin-verkinder@socgen.com

Joe DOUAIHY

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 64 87
joe.douaihy@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Erwan JAIN

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 05 35
erwan.jain@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Stéphanie HUET

Assistante
+33 1 57 29 34 97
stephanie.huet@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 40 07
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | Société Générale Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Société Générale S.A est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités.

Société Générale est soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. La nature et l'étendue de la protection des clients peut différer selon que l'entreprise est située au Royaume-Uni ou non. La succursale Londonienne de Société Générale dispose des autorisations nécessaires à la conduite de ses activités par la Prudential Regulation Authority et est soumise à la réglementation de la FCA et de la PRA. Des informations détaillées concernant le Régime temporaire de permission, qui permet aux entreprises situées au sein de l'Espace économique européen d'exercer leur activité au Royaume-Uni pour une période limitée en attendant une autorisation complète, sont disponibles sur le site internet de la Financial Conduct Authority.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2022