

LA LETTRE ÉCO

N°388 - Samedi 16 mai 2020

L'EDITO DE LA SEMAINE

- « Rupture ? »

LE COIN DES EPARGNANTS

- Le tableau financier de la semaine
- Mauvaise semaine pour les marchés
- Un krach pas comme les autres

LA CRISE DU CORONAVIRUS

- Le tourisme dans tous ses états
- Les décès liés au covid-19 : une question d'âge et de densité

LE COIN DE LA CONJONCTURE

- L'indépendance des banques centrales a-t-elle encore un sens ?
- Pourquoi l'économie française a-t-elle ralenti plus vite que celle de ses partenaires ?

C'EST DEJA HIER

- Inflation étale mais envolée des produits frais
- Qui sont les hauts revenus ?
- Baisse de la production industrielle
- Le chômage au 1^{er} trimestre, un effet mirage

LE COIN DES TENDANCES

- Des consommateurs, des marques face à la crise
- La fin de l'Empire Américain, histoire d'une antienne

Le coin des graphiques

- Les dépôts à vue, la valeur refuge par défaut
- Le cumul emploi retraite : 3,4 % des retraités concernés

LE COIN DE L'AGENDA ECONOMIQUE ET FINANCIER

LE COIN DES STATISTIQUES

« RUPTURE ? »



La France en 1789, la Russie en 1917, l'Europe des années 30 et l'ouverture économique de la Chine au monde en 1978 sont autant de grandes étapes qui marquèrent l'histoire de l'Humanité. Le XXI^e siècle ne semble pas être avare de dates génératrices de ruptures. La date de naissance de ce siècle est souvent fixée au 11 septembre 2001, avec les attentats d'Al-Qaïda aux États-Unis symbolisés par la chute des deux tours jumelles du World Trade Center. Ces attentats mirent fin à l'idée de « la fin de l'histoire » qui avait vu le jour avec l'effondrement du Mur de Berlin et de l'Empire soviétique entre 1989 et 1991. La victoire des démocraties libérales et des États-Unis, devenus la seule superpuissance mondiale, avait donné l'impression que le modèle occidental était la voie logique pour tous les peuples et les États. La faillite de la banque Lehman Brother, le 15 septembre 2008, marqua pour certains, la fin de la suprématie du capitalisme occidental. La fin de l'histoire s'effaça définitivement le 29 juin 2014 avec l'annonce du rétablissement du califat dans les territoires contrôlés par Daech. L'État islamique avec comme chef, Abou Bakr al-Baghdadi, est à l'origine d'une vague d'attentats sans précédent entre 2015 et 2016. Les deux premières décennies du XXI^e siècle sont également celles de la prise de conscience du réchauffement climatique provoqué en grande partie par les émissions de gaz à effet de serre d'origine humaine. Cette prise de conscience mondiale est néanmoins à l'origine de nombreuses tensions tant au niveau des relations internationales que de la politique intérieure comme l'ont prouvé, les manifestations des « gilets jaunes » en France. Cette série d'évènements a fragilisé les Démocraties et contraste avec la période de gloire qu'elles avaient connue à la fin du XX^e siècle.

La crise du Covid-19, par son caractère planétaire, par sa double résonance sanitaire et économique apparaît à première vue comme une nouvelle rupture au sein de ce siècle qui a vingt ans. Sans remettre en question l'ancien ordre, elle peut jouer le rôle d'accélérateur des tendances en cours. La question des inégalités soulevée depuis plusieurs années par Thomas Piketty ou par Paul Krugman s'est accrue. Le Covid-19 a révélé les forces mais aussi certaines faiblesses structurelles des économies. Les masques, les respirateurs, les applications mobiles sont devenues des marqueurs du succès ou de l'échec des États. L'unité et la rigueur sont des facteurs clefs dans la lutte contre la maladie comme en témoigne les résultats de l'Allemagne, de la Corée du Sud, de Taiwan ou du Danemark. La rupture n'intervient que sur une maison fragile ou fragilisée. Il en fut ainsi en 1789 en France, pays qui devait faire face à une crise financière et à des problèmes d'organisation récurrents. Il a alors suffi que Louis XVI demande l'avis des Français à travers les cahiers de doléances pour générer un climat révolutionnaire.

Philippe Crevel

LE COIN DES ÉPARGNANTS
Le tableau financier de la semaine

	Résultats 15 mai 2020	Évolution Sur 5 jours	Résultats 31 déc. 2019
CAC 40	4,277.63	-5,98 %	5 978,06
Dow Jones	23 685,42	-2,65 %	28 538,44
Nasdaq	9 014,56	-1,17 %	8 972,60
Dax Allemand	10 465,17	-4,03 %	13 249,01
Footsie	5 800,33	-2,29 %	7 542,44
Euro Stoxx 50	2 770,70	-4,73 %	3 745,15
Nikkei 225	20 037,47	-0,70 %	23 656,62
Shanghai Composite	2 868,46	-0,86 %	3 050,12
Taux de l'OAT France à 10 ans (18 heures)	-0,030 %	+0,007 pt	0,121 %
Taux du Bund allemand à 10 ans (18 heures)	-0,534 %	+0,004 pt	-0,188 %
Taux du Trésor US à 10 ans (18 heures)	+0,640%	-0,019 pt	1,921 %
Cours de l'euro / dollar (18 heures)	1,0817	-0,18 %	1,1224
Cours de l'once d'or en dollars (18 heures)	1 748,708	+2,80 %	1 520,662
Cours du baril de pétrole Brent en dollars (18 heures)	31,940	+3,50 %	66,300

Mauvaise semaine pour les marchés

Avec le déconfinement progressif, l'espoir d'un nouveau rebond des marchés était imaginable. Les mauvaises nouvelles en provenance des Etats-Unis ont eu raison de cet espoir.

Les autorités américaines ont décidé de durcir l'approvisionnement en microprocesseurs et la fourniture de services pour Huawei. Depuis un an, Huawei s'était vu opposer des contraintes de plus en plus sévères au niveau de la fourniture de microprocesseurs et de services auprès d'entreprises américaines, (accès au système Android ou au Play Store de Google). L'embargo décidé en mai 2019 par Donald Trump a été prolongé jusqu'en mai 2021, embargo qui a été par ailleurs renforcé. Ces décisions interviennent dans un contexte de recrudescence des tensions entre les Etats-Unis et la Chine au sujet de la diffusion du covid-19. Les Etats-Unis accusent la Chine de n'avoir rien fait pour empêcher le développement de l'épidémie et menacent ce pays de sanctions.

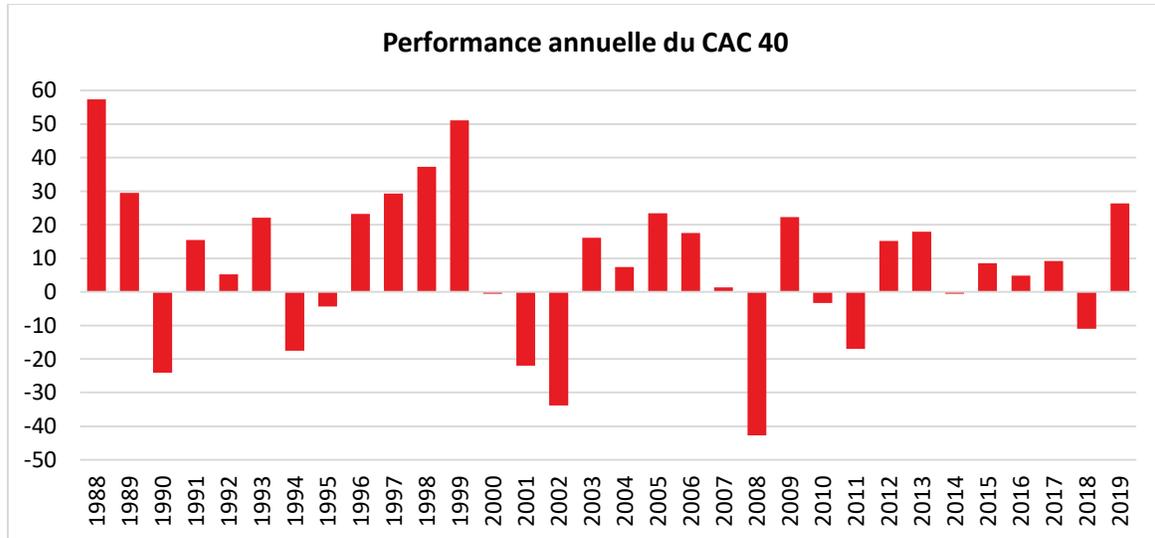
La situation économique n'a toujours pas atteint son point bas aux Etats-Unis. Le Président de la FED a, en outre, refroidi les ardeurs des investisseurs en soulignant que la reprise économique serait longue à se dessiner. Au mois d'avril, les ventes de détail aux Etats-Unis ont diminué de 16,4 %, soit davantage que ce que les économistes craignaient (-12% selon Bloomberg). Des économistes tablent désormais sur une baisse de 50 % de la consommation au deuxième trimestre quand ils prévoyaient, il y a quelques jours, une contraction de 40 % en rythme annualisé. Les ventes des magasins de vêtements ont diminué de 90 % entre février et avril, et les services de restauration et de loisirs d'environ 50 %. Même les catégories qui avaient bien résisté en mars, notamment les épiceries et les magasins de produits de santé et de soins personnels, ont enregistré de fortes baisses en avril.

Dans ce contexte lourd, la confiance des consommateurs américains résiste plutôt bien. Selon l'indice de l'université du Michigan, la confiance s'est redressée ce mois-ci à 73,7, contre 71,8 en avril, et 68 anticipé par le consensus Bloomberg. La perte de 20 millions d'emplois en avril a été atténuée par les mesures de soutien des pouvoirs publics. En temps normal, les indemnités de chômage couvrent environ 40 % du revenu perdu. Or, le taux de remplacement a été porté, en moyenne, à 100% du salaire initial.

En Chine, la reprise est plus lente que prévu. Les ventes au détail ont baissé de 7,5 % en avril, plus que ce que les économistes attendaient.

UN KRACH PAS COMME LES AUTRES

Depuis un quart de siècle, les épargnants ont connu plusieurs krachs. En 1987, en une seule journée, les indices ont perdu 20 %. C'était le premier krach de réelle importance depuis celui de 1929. En 1999/2000, l'éclatement de la bulle Internet interrompt un mouvement haussier sans précédent. Le CAC 40 n'a jamais retrouvé le niveau atteint le 4 septembre 2000 à 6 944,77 points. En 2008, lors de la crise des subprimes, les indices boursiers connaissent une chute forte qui s'étale entre le mois de janvier et octobre. Pour l'ensemble de l'année, le CAC 40 perd près de 43 %.



Cercle de l'Épargne

La crise des dettes souveraines de 2011/2012 entraîne une contraction des indices « actions » en Europe, soit près de -17 % pour le CAC 40. La crise sanitaire provoque la plus forte baisse de l'histoire du CAC 40, avec un recul le 12 mars 2020 de 12,28 %. Sur l'ensemble du mois de mars, la baisse atteint près de 33 %. La violence de l'arrêt des grandes économies occidentales doublée des incertitudes pesant sur l'évolution de l'épidémie expliquent ces chutes des indices boursiers. Dès le début du mois d'avril, les cours sont repartis à la hausse. L'augmentation du nombre de décès, la dégradation de la situation de l'emploi, les sombres prévisions économiques n'ont pas entamé le moral des investisseurs. Les indices boursiers américains ont récupéré rapidement la moitié de leurs pertes. En Grande-Bretagne et en Europe continentale, les indices sont également remontés mais dans une moindre proportion. Aux États-Unis, même si le chômage est passé de 4 à 16 %, le taux le plus élevé depuis le début de la série statistique en 1948, les investisseurs ont surtout pris en compte la politique de la banque centrale, la FED. L'engagement de cette dernière a été plus important que celui des autres banques centrales. Elle a lancé un programme de 2 000 milliards de dollars, Elle a décidé d'acheter des dettes publiques et des dettes d'entreprises, y compris des obligations « à haut rendement ». Dans ce contexte, le marché des nouvelles émissions d'obligations de sociétés, mis en sommeil en février, connaît depuis plusieurs semaines un réel rebond. Les entreprises ont émis 560 milliards de dollars d'obligations de début avril à mi-mai, soit le double du niveau normal. Même les compagnies de croisières, fortement touchées par la crise du Covid-19, ont réussi à lever des fonds, certes avec des taux élevés. Les aides consenties par les États en faveur des grandes entreprises contribuent, elles aussi, à la hausse des cours. Ces derniers sont également portés par les très faibles rendements des obligations d'État. En maintenant des taux historiquement bas, les banques centrales favorisent les placements « actions ». Avec des taux négatifs, les investisseurs sont assurés de perdre de l'argent s'ils conservent leurs obligations d'État jusqu'à l'échéance, surtout si l'inflation augmente.

L'écart de performance entre les États-Unis et l'Europe est lié au poids des entreprises des technologies de l'information et de la communication - Alphabet, Amazon, Apple, Facebook et Microsoft - qui constituent désormais un cinquième de l'indice S&P 500.

Ces entreprises ressortent gagnantes de cette expérience, même si certaines ont pu être touchées par la crise. Les actions américaines sont maintenant plus élevées qu'elles ne l'étaient en août. Cette situation paradoxale est, de ce fait, fragile. Le risque d'une réplique est à prendre en compte en cas de deuxième vague d'infections. Les investisseurs pourraient revoir leurs positions si la récession s'avérait plus profonde et longue. La situation actuelle peut révéler des fraudes de grande ampleur masquées par l'argent facile de ces dernières années. La faillite d'un ou deux fleurons pourraient peser lourdement sur les cours comme ce fut le cas avec Enron en 2001 ou Lehman Brothers en 2008.

La question du financement des aides déversées durant la crise se posera à un moment ou un autre. L'augmentation de la fiscalité applicable aux entreprises réduirait leur rentabilité et diminuerait la valeur des actions.

À plus long terme, la crise risque d'accélérer la concentration des entreprises en raison de la faillite de nombre d'entre elles. Si la diminution de la concurrence favorise dans un premier temps les actionnaires, elle se retourne assez vite contre eux en raison de la baisse de l'intensité concurrentielle.

LA CRISE DU CORONAVIRUS

LE TOURISME DANS TOUS SES ETATS

Depuis les années 60, l'activité touristique est devenue un secteur majeur de l'économie mondiale. Cette activité a de nombreuses ramifications dans d'autres secteurs, transports, loisirs, financière, assurance, construction. Elle fait le bonheur et parfois le malheur de certains territoires. Ces dernières années, la sur-fréquentation touristiques et de ses conséquences sur l'environnement étaient un sujet de polémique. Avec la fermeture des frontières et les restrictions de circulation, la crise sanitaire a arrêté net un secteur qui, en Occident, allait débiter sa saison d'été.

En 2018, le chiffre d'affaires du tourisme à l'échelle mondiale était de 7 860 milliards d'euros, soit 10,4 % du produit intérieur brut (PIB) mondial. Selon l'Organisation Mondiale du Tourisme, en 2019, le nombre de touristes internationaux a été évalué à 1,5 milliard. Avec 89 millions de touristes, la France est le premier pays d'accueil. Ce chiffre est un peu faussé par le rôle de hub international de l'aéroport Roissy-Charles de Gaulle. Le chiffre d'affaires du tourisme en France représente 175 milliards d'euros, soit plus de 7 % du PIB. Le secteur emploie en direct 3,1 millions de personnes. Au total, en prenant l'ensemble des activités dépendant indirectement du tourisme (construction, loisirs, etc.), 13 millions d'emplois sont en jeu.

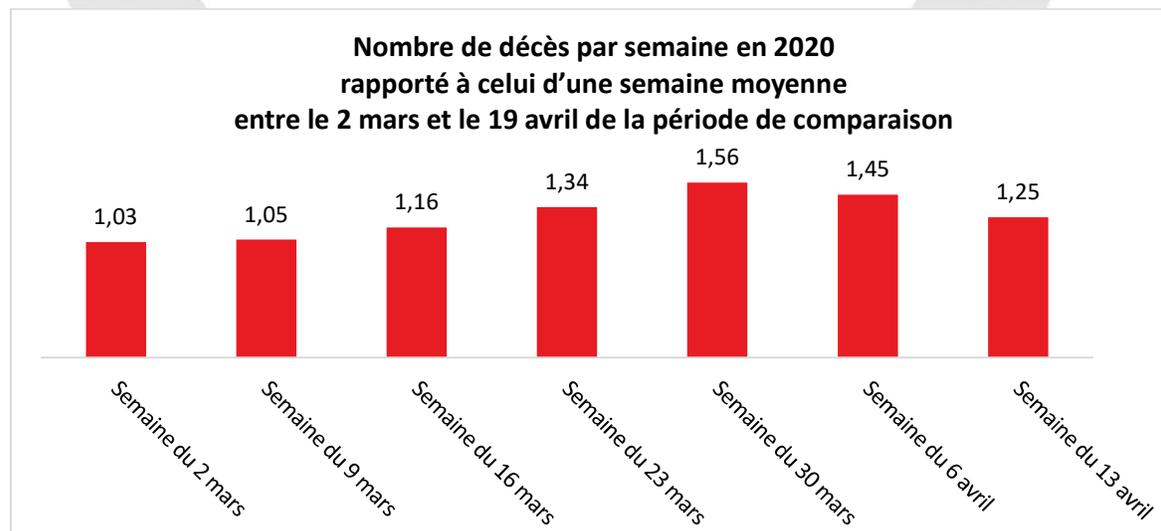
La crise du Covid-19 ampute la saison de deux mois et demi, sachant qu'elle aurait dû commencer à la mi-avril avec les vacances de Pâques. Les stations de montagne ont vu leur saison d'hiver amputée avec le confinement intervenu au milieu du mois de mars.

Le Premier Ministre a annoncé, le jeudi 14 mai, un plan de relance du secteur portant sur 18 milliards d'euros. Le fonds de solidarité sera accessible aux secteurs hôtellerie,

restauration, tourisme jusqu'à à la fin de l'année 2020. L'aide pourra atteindre 10 000 euros au lieu de 5 000 euros pour les autres secteurs. Les dispositifs de prêts seront renforcés avec un plafond qui pourra atteindre le chiffre d'affaires des trois meilleurs mois de l'année précédente. L'accès au chômage partiel sera maintenu jusqu'en septembre contre juin pour les autres activités. Les banques se sont engagées à reporter les mensualités des entreprises sur douze mois et non plus six. Les cotisations salariales et patronales seront exonérées pendant toute la durée de la fermeture de leurs établissements. Le gouvernement accorde un crédit de 20 % sur les cotisations dues depuis le début de l'année, avant la crise du coronavirus. Dans le cadre du plan de relance, un engagement de 1,3 milliard d'euros est prévu. Il sera financé par la Caisse des dépôts et BPI France. Des prises de participations ou des prêts pourront être mis en œuvre pour aider les entreprises du tourisme en difficulté. Cette somme sera complétée par des investissements privés pour atteindre un total de 7 milliards d'euros. 62 000 des entreprises du secteur ont d'ores et déjà bénéficié de 6,2 milliards d'euros de prêts garantis par l'État. Par ailleurs, le Premier Ministre a annoncé que les activités touristiques pourraient être ouvertes en juillet et en août sous réserve que les conditions sanitaires le permettent. A priori, le secteur touristique devrait pouvoir compter sur les touristes français et sur ceux de l'Espace Schengen (23 pays de l'Union européenne plus la Suisse, l'Islande et le Lichtenstein). Pour soutenir la demande et inciter les Français à retourner dans les restaurants lorsqu'ils pourront rouvrir, le plafond journalier des tickets-restaurants sera doublé à 38 euros, et leur utilisation sera autorisée les weekends et jours fériés jusqu'à fin 2020.

LES DECES LIES AU COVID-19 : UNE QUESTION D'AGE ET DE DENSITE

Depuis le mois de mars, selon l'INSEE, la crise sanitaire liée à la propagation du Covid-19 a entraîné une augmentation du nombre de décès. Ainsi, entre le 2 mars et le 19 avril, la France dénombre 22 140 décès supplémentaires par rapport à la même période évaluée sur les cinq dernières années. Du 30 mars au 5 avril 2020 le pic de mortalité s'est établi à 6 730 décès hebdomadaires, soit une hausse de 56 %. À partir de cette date, une décrue est constatée : +5 390 décès hebdomadaires, soit +45 % du 6 au 12 avril, puis +3 020 décès hebdomadaires, soit +25 % du 13 au 19 avril.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

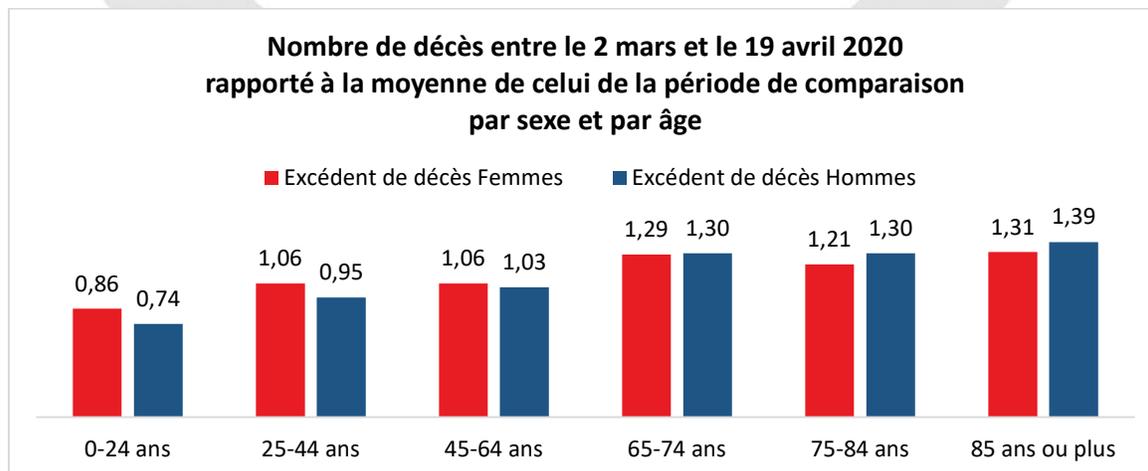
En l'état actuel, il n'est pas possible d'imputer ce surcroît de décès au seul Covid-19. L'INSEE souligne que de multiples facteurs interagissent sur la mortalité. Ainsi, une baisse de la mortalité routière a été constatée. D'après le bilan provisoire de la Sécurité routière, 154 personnes sont mortes sur la route en mars, soit une centaine de personnes de moins qu'en moyenne au mois de mars lors de ces cinq dernières années. Pour la grippe saisonnière, les pics épidémiques ont été atteints entre janvier et février en 2020 comme pour les cinq hivers précédents. La grippe 2019-2020 n'a pas entraîné un surnombre de décès jusqu'à la fin de sa surveillance épidémique mi-mars (comme celle de 2015-2016). Le nombre de décès devrait se situer autour de 10 000 comme en 2018-2019 (8 100 décès au total contre respectivement 13 000 et 14 400 au cours des deux épisodes précédents). La plus dure grippe ces dix dernières années a été constatée en 2014-2015 avec 18 300 morts.

L'Est et la région parisienne en premières lignes

En métropole, les régions Île-de-France et Grand Est présentent les excédents de décès les plus élevés (respectivement +96 % et +59 % du 2 mars au 19 avril), devant la Bourgogne-Franche-Comté (+28 %), les Hauts-de-France (+22 %) et Auvergne-Rhône-Alpes (+21 %). À l'inverse, la Nouvelle-Aquitaine ou la Guyane ne présente pas ou très peu d'excédent de décès en 2020 par rapport à la période de comparaison. Dans les DOM, Mayotte est le seul département concerné par un très fort excédent de décès en 2020 (+54 % sur l'ensemble de la période), mais sur des effectifs plus réduits.

Un surcroît de décès chez les deux sexes

Les deux sexes sont touchés de manière similaire par l'excédent de mortalité. Pour les hommes, 11 210 décès supplémentaires sont enregistrés par rapport à la période de comparaison. Pour les femmes, cet excédent est de 10 930 décès supplémentaires. Pour les hommes comme pour les femmes, l'écart de mortalité avec la période de comparaison est très net dès 65 ans. 21 900 personnes de plus sont décédées en 2020 parmi les 65 ans ou plus (11 200 hommes et 10 700 femmes). Plus de 84 % de ces décès supplémentaires concernent des personnes de 75 ans ou plus, et 62 % les seules personnes de 85 ans ou plus.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La surmortalité masculine souvent mentionnée dans la presse concerne les hommes de plus de 75 ans. Elle est, pour cette catégorie d'âge, de 35 % pour les hommes et de 28 % pour les femmes. Les différences d'état de santé général entre les sexes, et notamment la proportion plus élevée d'hommes présentant des facteurs de risque (surpoids par exemple), expliqueraient cet écart.

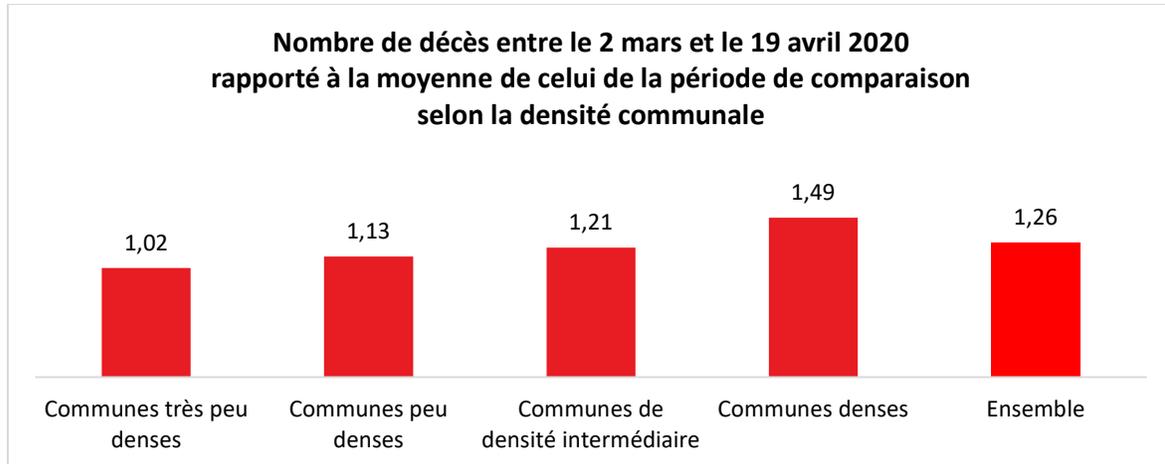
Six départements (le Haut-Rhin, la Seine-Saint-Denis, le Val-d'Oise, le Val-de-Marne, les Hauts-de-Seine et Paris) ont enregistré a minima un doublement des décès pour les hommes entre les deux périodes. Pour le Haut-Rhin, le nombre de décès a même triplé pour les hommes sur la tranche d'âge des 75-84 ans. Concernant les femmes, ces mêmes départements se démarquent, avec des excédents à peine plus faibles que pour les hommes : de +140 % pour le Haut-Rhin à +97 % pour le Val-de-Marne ou Paris.

Des lieux de décès et de domicile souvent différents en Île-de-France

Les personnes ne décèdent pas forcément dans leur département de résidence. En 2020, pour un tiers des départements, plus de 10 % des décès ont lieu hors du département de domicile. Pour deux départements, cet écart dépasse 20 % : la Seine-Saint-Denis et l'Eure. Dans ces derniers, plus d'un décès sur dix a lieu dans un département limitrophe, respectivement Paris et la Seine-Maritime. Certains départements accueillent des malades d'autres départements provoquant une hausse du nombre de décès sur leur territoire. Ce phénomène est constaté dans le Territoire de Belfort, où plus de 60 % des décédés en 2020 n'habitent pas ce département. Les hôpitaux de ce département accueillent des malades des départements voisins du Doubs et de la Haute-Saône confrontés à des problèmes de saturation des lits de réanimation. Dans une moindre mesure, cette situation vaut également pour Paris, les Hauts-de-Seine et le Val-de-Marne où plus de 30 % des décès enregistrés le sont pour des personnes domiciliées hors du département. Paris présente la particularité d'accueillir des patients de nombreux départements de la Région parisienne voire au-delà.

Un lien entre densité de population et excédent des décès

Le taux de mortalité constaté entre le 2 mars et le 19 avril progresse avec la densité communale. Les communes les plus denses enregistrent le surcroît de mortalité le plus important (+49 % contre +26 % en France). À l'inverse, dans les territoires les moins denses, les décès en 2020 sont plutôt stables par rapport aux années précédentes.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

De fortes différences sont constatées parmi les grandes villes à forte densité. Ainsi, parmi celles de plus de 100 000 habitants, Saint-Denis et Mulhouse enregistrent de forts excédents de décès sur la période (+172 % et +165 %), suivies par Strasbourg (+111 %) et Argenteuil (+109 %) puis Paris (+98 %) et Montreuil (+90 %). À l'autre extrémité, Clermont-Ferrand, Brest ou Caen ne connaissent pas d'excédent de mortalité. Pour des raisons liées à l'importance des premiers foyers de contagion, le nombre de décès n'est pas uniforme sur l'ensemble de la France. La façade Ouest a été préservée comme certains départements du Sud.

L'excédent de mortalité est plus faible dans les territoires les moins denses bien que la population y soit en moyenne plus âgée, et donc a priori plus fragile face au Covid-19. Les 75 ans ou plus représentent 8 % de la population dans les territoires denses, mais 11 % dans les territoires très peu denses.

LE COIN DE LA CONJONCTURE

L'indépendance des banques centrales a-t-elle encore un sens ?

Depuis le début la crise sanitaire, les banques centrales sont à la manœuvre pour assurer leur rôle de gardiennes de la sphère monétaire et financière. Par leurs politiques, elles jouent également un rôle économique indéniable comme l'a souligné de manière négative la Cour constitutionnelle allemande. En maintenant ou en abaissant leurs taux d'intérêts et en opérant de vastes programmes de rachats, elles permettent aux États de s'endetter pour atténuer les effets du confinement. Elles sont, en outre, des acheteurs des dettes des entreprises contribuant, de ce fait, au financement de l'économie réelle. Leur bilan est de plus en plus constitué de titres obligataires privés et publics.

L'orthodoxie monétaire des années 1980/1990 a été abandonnée. Les banques centrales ont dépassé leur mission de contrôle de l'inflation pour devenir des acteurs de la vie économique. La crise des subprimes avait déjà battu en brèche les règles monétaristes.

L'encours d'actifs détenu par la Réserve Fédérale (FED) était ainsi passé de 500 à plus de 1 000 milliards de dollars entre 2007 et 2010. Pour la zone euro, la mutation a été plus tardive. La mise en œuvre de la politique monétaire non conventionnelle date de 2015. En cinq ans, l'encours de dettes publiques détenu par la BCE est passé de 200 à plus de 2 000 milliards d'euros. Les nouveaux objectifs des banques centrales sont d'éviter la perte de solvabilité des États qui serait provoquée par la hausse des taux d'intérêt à long terme. Depuis 2009, que ce soit aux États-Unis ou en Europe, les taux à 10 ans des titres publics sont en baisse constante. Les banques centrales veillent également à faciliter le financement des entreprises dans les périodes de restriction du crédit. Avec la crise du Covid-19 qui se traduit par un assèchement des ressources et un accroissement pour les États ainsi que par le recul de l'activité pour les entreprises, les banques centrales sont, de ce fait, sollicitées, sur des montants sans précédent, 2 000 milliards de dollars pour la FED et 1 000 milliards d'euros pour la zone euro. Ces montants sont à mettre en parallèle avec le montant potentiel des déficits publics pour 2020, plus de 17 % du PIB pour les États-Unis, plus de 8 % pour la zone euro en lien avec de possibles reculs du PIB de 6 à 10 points.

Directement ou indirectement, les banques centrales et les États sont interdépendants. Le processus de monétisation des dettes publiques qui s'est accéléré avec la crise sanitaire a fait voler en éclat l'ancien cadre. Ce cadre était déjà une illusion. A preuve le ralentissement économique de 2019 qui s'était traduit par des injonctions de Donald Trump sur la FED afin qu'elle baisse ses taux directeurs et par les pressions amicales des États européens sur la BCE pour engager de nouveaux programmes de rachats d'obligations. L'indépendance des banques centrales semble donc avoir vécu. Elles sont désormais obligées d'assurer la solvabilité budgétaire des États. Si les États augmentent leurs dépenses, elles sont contraintes de prendre part à cette politique, signifiant de la sorte qu'elles sont dépendantes du ou des gouvernements. Cette situation est à l'opposé des principes allemands de banque centrale indépendante qui avaient été inscrits dans le marbre du Traité de Maastricht. Lors de son élaboration, les Allemands avaient imposé notamment aux Français le principe d'une indépendance stricte avec l'impossibilité pour les gouvernements ou la Commission européenne d'adresser toute injonction ou pour la Banque centrale d'intervenir dans le champ économique des États. C'était alors le prix à payer pour la disparition du deutschemark. Aux États-Unis, l'indépendance de la banque centrale n'est pas inscrite dans les tables de la loi. C'était une pratique qui avait, en outre, comme limite que la FED prend en compte l'emploi parmi ses indicateurs pour établir sa politique monétaire.

La question de l'officialisation du nouveau rôle des banques centrales ne posera guère de problèmes aux États-Unis, au Royaume-Uni ou au Japon. En revanche, au sein de la zone euro, ce sujet est un facteur de divisions. Ne disposant pas d'un réel budget d'intervention conjoncturel, la zone euro ne dépend, pour le moment, que de la banque centrale, pour atténuer les effets de la crise sanitaire, en particulier pour les pays les plus fragiles. La remise en cause des mécanismes de soutien monétaire constituerait une véritable menace. Angela Merkel a affirmé devant le Bundestag, mercredi 13 mai, qu'une plus grande intégration de la zone euro était indispensable. La Chancelière estime que les États membres doivent prendre plus de responsabilités et ne pas s'en remettre seulement à la Banque centrale européenne et à son programme de rachat de dettes publiques. Elle répond aux juges constitutionnelles de Karlsruhe par le haut.

Devant assurer la Présidence de l'Union européenne, à compter du 1^{er} juillet, elle a fait référence à Jacques Delors pour préciser ses intentions « *nous ne devons pas oublier ce que Jacques Delors disait avant l'introduction de l'euro : il faut une union politique, une union monétaire ne suffira pas* ».

La crise économique en Europe ne pourra être surmontée que si l'Allemagne assume son rôle de leader, ce qui suppose a contrario que les autres Etats membres l'acceptent. Pour des raisons historiques liées à la Seconde Guerre mondiale et à la réunification, l'Allemagne n'a jamais souhaité occuper la place qui est la sienne en raison de son poids économique et de son histoire. Pour de nombreux experts non français, l'Union européenne, surtout depuis le départ du Royaume-Uni, est sur le plan économique, la zone d'influence allemande. Jusqu'à maintenant, les autorités de Berlin ont privilégié une diplomatie en creux jouant sur les rivalités ou les antagonismes des uns et des autres. Quand Emmanuel Macron s'était lancé dans un projet de refondation de l'Europe, la Chancellerie avait appuyé en sous-mains la démarche de plusieurs États d'Europe du Nord et de l'Est qui demandaient à la France de régler en premier lieu ses déficits. Le passage de l'ombre à la lumière n'est pas, en diplomatie, un acte facile surtout après une longue période de discrétion. Les événements en cours et la nécessité des européens à s'entendre peuvent y contribuer.

POURQUOI L'ÉCONOMIE FRANÇAISE A-T-ELLE RALENTI PLUS VITE QUE CELLE DE SES PARTENAIRES ?

La France est plus durement touchée sur le plan économique que l'Allemagne, les pays d'Europe du Nord ou ceux d'Europe de l'Est. Elle figure avec l'Espagne, l'Italie et la Grèce parmi les pays connaissant le plus fort recul du PIB. Jusqu'à cette crise, les récessions en France, grâce au poids de ses dépenses publiques et le niveau élevé des prestations sociales, étaient moins fortes que celle subies par ses principaux voisins. Cette spécificité ne joue pas avec la crise du Covid-19. La mise en place d'un confinement strict et la structure de son économie ont, cette fois ci, accentué la récession. Le confinement a duré deux mois et s'est accompagné de l'arrêt de très nombreuses entreprises. La France, premier pays d'accueil des touristes étrangers, a durement ressenti l'arrêt total de cette activité. Les secteurs des transports, des loisirs et de la construction qui occupent une place importante au sein du PIB ont été les plus concernés par le confinement. L'industrie automobile, un des autres piliers de l'économie française, a été presque totalement arrêtée. Le nombre important des TPE joue également dans la chute de la production. Elles ont préféré fermer d'autant plus qu'elles pouvaient rencontrer des problèmes d'approvisionnement. Par ailleurs, la croissance française qui repose, plus qu'en Allemagne, sur la consommation des ménages s'est contractée d'un tiers. Le moindre recours aux services en ligne que dans les pays anglo-saxons a également pénalisé la France. Les difficultés d'acheminement ont, en outre, compliqué la distribution des achats réalisés sur Internet.

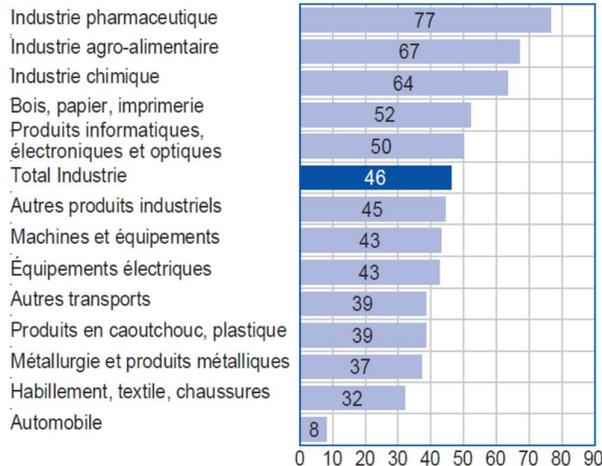
Les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de la Banque de France du 12 mai 2020 confirment que l'économie française a subi, ces dernières semaines, un choc historique. Les pertes d'activité dans l'industrie et dans le bâtiment, évaluées en fonction des réponses faites par les dirigeants d'entreprise (échantillon de 8500 personnes interrogées), auraient été un peu moins importantes en avril que durant les

premières semaines de confinement fin mars. Dans les services marchands, ceux destinés aux entreprises sont moins touchés que ceux davantage tournés vers les ménages.

Dans l'industrie, le taux d'ouverture des établissements a été de 75 % en avril contre 50 % en mars. Le nombre de jours de fermeture varie néanmoins de 1 jour dans l'industrie pharmaceutique à 11 jours dans le matériel de transport. Pour le deuxième mois consécutif, l'activité se replie dans tous les secteurs industriels ; ce repli est dans l'ensemble moins marqué qu'au mois de mars, si l'on tient compte du fait que la durée du confinement y a été deux fois plus longue. Les plus forts reculs concernent l'industrie automobile, la plasturgie, les fabrications d'équipement ou la métallurgie. Pour l'ensemble de l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production est passé de 77 % en février à 56 % en mars, et 46 % en avril, soit le plus bas niveau jamais enregistré par la Banque de France.

Niveau du taux d'utilisation des capacités de production

(en %)



Source : Banque de France

La perte d'activité dans la construction serait restée très importante, de l'ordre de -75 % contre -80 % en mars. En avril, l'activité de services marchands est en baisse de 27 % par rapport à l'année dernière, contre -37 % en mars. Le nombre de jours de fermeture exceptionnelle pour les services est de 9 jours en moyenne en avril, après 6 jours en mars, avec des écarts très importants de 1 jour dans l'informatique à 24 jours dans l'hébergement restauration. Le secteur de l'hébergement et la restauration est, en raison des fermetures, le plus touché. L'intérim a connu un mois d'avril sans précédent dû à la fermeture de nombreux établissements qui y ont fortement recours (automobile, restauration, hébergement). Les entreprises de services dont les salariés ont pu être mis en télétravail ont mieux résisté que les autres. Trois secteurs des services utilisent le télétravail à plus de 70 % : l'édition, l'informatique ainsi que les activités juridiques et comptables. Pour ce dernier secteur, 39 % des chefs d'entreprise interrogés déclarent avoir eu recours au télétravail, contre 16 % dans l'industrie et 14 % dans le bâtiment.

50 % des entreprises auraient demandé un PGE

Près de la moitié des entreprises interrogées déclare avoir demandé un Prêt Garanti par l'État (PGE) et 10 % des entreprises envisagent une telle demande au cours des prochaines semaines. Dans l'hébergement-restauration, près de 60 % des entreprises interrogées déclarent avoir demandé un PGE. Dans le secteur des transports, la part des entreprises exprimant une intention de demander un PGE au cours des prochaines semaines est particulièrement importante (20 %).

Une reprise en demi-teinte à partir de mai

La reprise de l'activité attendue en mai (par rapport au mois précédent) devrait être, selon la Banque de France, assez nette mais elle ne permettrait pas de compenser les baisses des deux mois précédents. Le retour à la normale devrait être étalé dans le temps. Selon le Gouverneur de la Banque de France, « *un retour à une meilleure fortune économique devra passer par [...] un « triangle des réassurances » [...] reposant sur la confiance des ménages, la solvabilité des entreprises et la soutenabilité de la dette publique* ».

Si les ménages disposent d'importantes liquidités en raison du confinement, la réinjection de la soixantaine de milliards épargnés nécessite la restauration d'un minimum de confiance économique. Pour le moment, le stockage sur les comptes courants et le Livret A est de rigueur. La crainte du chômage incite, sans nul doute, les ménages à accroître leur épargne de précaution. Au niveau des entreprises, la crainte d'une chute brutale de l'investissement est avancée. La Banque de France s'inquiète par ailleurs des conséquences d'un surendettement des entreprises. Elle préconise le développement des fonds propres avec une sélectivité des dossiers. Elle craint des effets d'aubaine ou des comportements amoraux. Pour l'aide aux PME, des prêts participatifs permettraient un meilleur suivi des sommes allouées. Plusieurs économistes proposent la mise en place d'un fonds européen de recapitalisation temporaire des entreprises, qui pourrait être lié à la BEI. Ce fond offrirait, selon le Gouverneur de la Banque de France, l'avantage d'assurer une meilleure égalité de concurrence entre pays, en évitant que les moins endettés aujourd'hui puissent aider davantage leurs entreprises.

C'EST DÉJÀ HIER

INFLATION ÉTALE MAIS ENVOLEE DES PRODUITS FRAIS

Au mois d'avril en pleine période de confinement, l'indice des prix à la consommation (IPC) est stable, après +0,1 % le mois précédent. La baisse des prix de l'énergie (-4,2 % après -3,9 %) est compensée par le net rebond de ceux des produits alimentaires (+1,8 % après -0,1 %). En baisse de 0,2 % en mars, les prix des services sont stables en avril. Ceux des produits manufacturés sont également inchangés après +1,4 % en mars. Corrigés des variations saisonnières, les prix à la consommation baissent de 0,1 % en avril, après -0,6 % en mars.

Sur un an, les prix à la consommation ralentissent pour le troisième mois consécutif, à +0,3 %, après +0,7 % en mars. La nette baisse de l'inflation résulte d'une accentuation de la baisse des prix de l'énergie et des produits manufacturés et d'un ralentissement des prix des services et du tabac. En revanche, les prix de l'alimentation enregistrent une hausse de 3,7 % sur un an après +1,9 %. Les produits frais connaissent une forte progression de leur prix (+17,8 % sur un an après +4,7 %). Les prix des légumes frais s'envolent à +30,3 % sur un an après +4,8 %. Les prix des fruits frais augmentent de 10,8 % en avril et ceux des poissons frais de 19 %.

L'inflation sous-jacente est passée de 0,7 à 0,3 % de mars à avril. L'indice d'inflation sous-jacente est un indice désaisonnalisé qui permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Il traduit l'évolution profonde des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande. Il exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) et les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers, viandes, fleurs et plantes) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux.

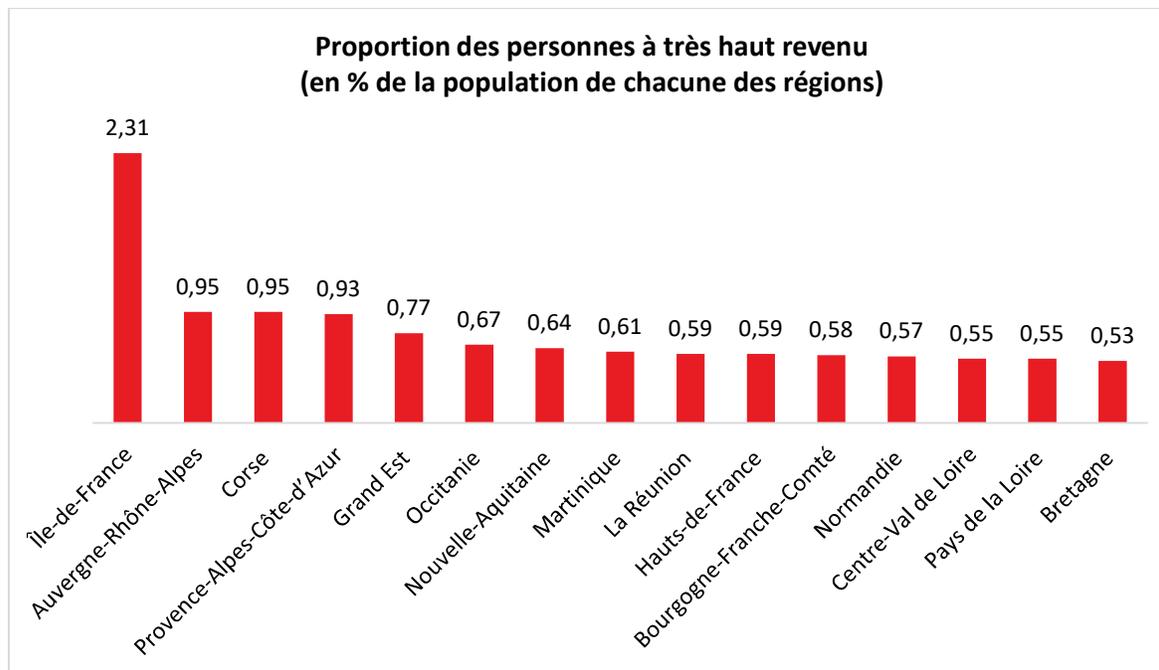
QUI SONT LES HAUTS REVENUS ?

Par très hauts revenus, l'INSEE entend les 1 % de foyers les plus aisés dont le revenu annuel avant impôts et versement des prestations est supérieur à 108 670 euros par unité de consommation. Au sein d'un ménage, le premier adulte compte pour une unité de consommation, puis 0,5 pour chaque adulte supplémentaire et 0,3 pour les enfants de moins de 14 ans. Un célibataire fait donc partie des 1 % les plus aisés s'il gagne 9 060 euros par mois. Ce seuil atteint 19 020 euros pour un couple avec deux enfants. Les « très aisés », soit les 0,1 % de plus riches, ont un revenu annuel par unité de consommation supérieur à 268 350 euros. Cela est équivalent à un revenu mensuel supérieur à 22 360 euros pour une personne seule et à 46 960 euros pour un couple avec deux enfants de moins de 14 ans.

La Corse arrive en deuxième position pour les ménages à très hauts revenus

Sans surprise, l'Île-de-France concentre une part très importante des ménages à très hauts revenus. 43 % des ménages à très hauts revenus résident en Île-de-France, région qui rassemble 19 % de la population française. 20 % vivent dans Paris et 10 % dans les Hauts-de-Seine. Cette surreprésentation de la région parisienne s'explique par le nombre important de sièges sociaux d'entreprises et par la forte proportion de

cadres supérieurs et dirigeants. 30 % des emplois sont occupés par des cadres, contre 18 % à l'échelle nationale. Si 6 % des Parisiens font partie des 1 % les plus aisés, c'est le cas que de 0,3 % de la population de la Seine-Saint-Denis. Pour les très aisés, la prépondérance de l'Île-de-France est encore plus nette (54 %).



Cercle de l'Épargne - données INSEE

En dehors de l'Île-de-France, les personnes à très hauts revenus se situent également dans certains départements frontaliers, en particulier la Haute-Savoie (2,0 % de très hauts revenus dans la population), l'Ain (1,3 %) et le Haut-Rhin (1,2 %) voisins avec la Suisse. Le département du Rhône, avec la métropole de Lyon (pas clair, deux entités désormais distinctes, la Métropole est riche, le département moins) comprend lui aussi plus de 1 % de très hauts revenus parmi ses résidents (1,3 %). Dans ce département, les cadres représentent 23 % des emplois, ce qui le situe à la 8^{ème} place des départements français. Plus au sud, les départements du littoral méditerranéen de la Côte-d'Azur et de la Corse ont également une part de très hauts revenus plus élevée que la moyenne. La Corse qui se place parmi les régions les plus pauvres de France (taux de pauvreté de 19,6 % contre 14,3 % pour l'ensemble de la France) mais en deuxième position à égalité avec la région Auvergne-Rhône-Alpes pour la proportion de ménage à très hauts revenus. 1 % de ses ménages figurent dans cette catégorie. 2 500 personnes vivent donc en Corse au sein de 1 160 ménages à très hauts revenus. Trois communes (Ajaccio, Bastia, Porto-Vecchio) concentrent 47 % des personnes à très hauts revenus de l'île contre 36 % des résidents fiscaux.

Des revenus d'origine variée chez les plus hauts revenus

Pour les ménages à très hauts revenus, comme pour l'ensemble des ménages, les activités salariées constituent l'origine principale des revenus initiaux. En particulier, près d'un ménage à très hauts revenus sur deux est dans ce cas. Cette proportion est la plus élevée en Île-de-France (57 %) et en Auvergne-Rhône-Alpes (51 %). 20 % des

ménages à très hauts revenus tirent principalement leurs revenus des activités non salariées, contre 3 % pour l'ensemble des ménages. Cette proportion est particulièrement importante à La Réunion (39 %), en Corse (33 %) et en Bourgogne-Franche-Comté (31 %), les emplois de cadres étant notamment moins présents dans ces régions.

Les revenus du patrimoine constituent la principale source de revenus pour 22 % des ménages à très hauts revenus, et même 34 % des ménages très aisés, comparé à 5 % pour l'ensemble des ménages. Cette proportion est particulièrement importante en Corse et en Provence-Alpes-Côte-d'Azur (30 %).

Les très hauts revenus sont plus souvent des couples sans enfant ou des ménages âgés

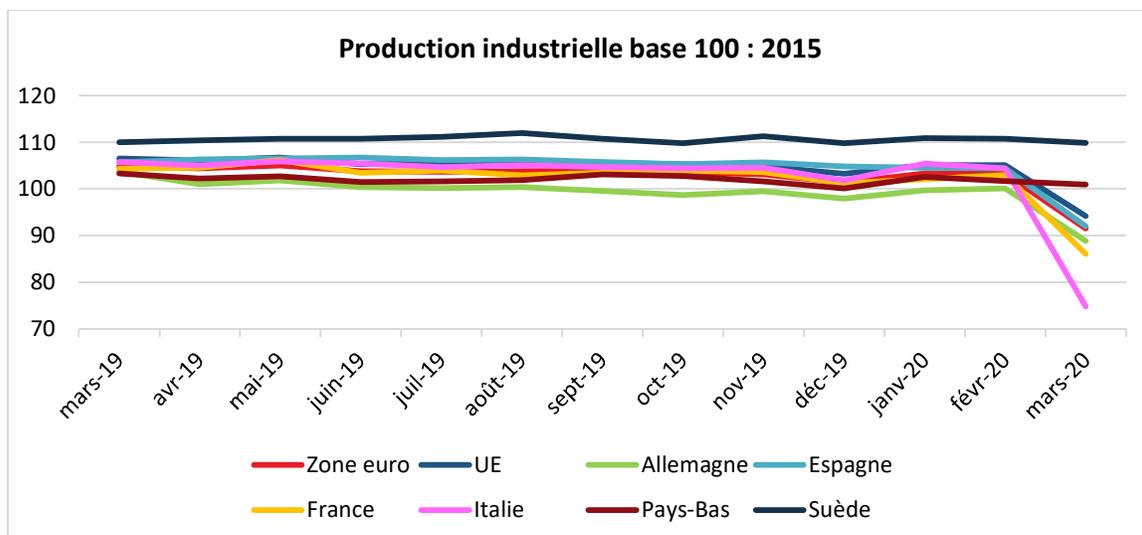
La moitié des ménages à très hauts revenus comprend un référent fiscal de plus de 60 ans, contre quatre sur dix pour l'ensemble des ménages. 37 % des ménages à très hauts revenus sont des couples sans enfant, comparé à 24 % parmi l'ensemble des ménages. 86 % des ménages à très hauts revenus sont propriétaires de leur logement, contre 59 % parmi l'ensemble des ménages.

Les très hauts revenus payent 30 % d'impôts directs

L'INSEE souligne que les ménages à très hauts revenus reversent 30 % de leur revenu initial sous forme d'impôts directs, contre 15 % pour la moyenne de la population. Cette contribution atteint 35 % pour les 0,1 % de ménages les plus aisés. Au niveau régional, la plus forte proportion s'observe en Île-de-France, en Provence-Alpes-Côte-d'Azur et en Corse, où les très hauts revenus ont des revenus particulièrement élevés. À l'inverse, en Auvergne-Rhône-Alpes et à La Réunion, les très hauts revenus payent 27 % d'impôts directs. Cette plus faible proportion peut s'expliquer, en Auvergne-Rhône-Alpes, par l'importance de revenus imposés et perçus en Suisse, et par des revenus moins élevés à la Réunion.

BAISSE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE

En mars 2020, les mesures du confinement liées au Covid-19 largement mises en place par les États membres ont eu un impact significatif puisque la production industrielle corrigée des variations saisonnières a diminué de 11,3 % dans la zone euro et de 10,4 % dans l'UE, par rapport à février 2020, selon les estimations d'Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne. En février 2020, la production industrielle avait diminué de 0,1 % dans la zone euro et était restée stable dans l'UE. En mars 2020, par rapport à mars 2019, la production industrielle a diminué de 12,9 % dans la zone euro et de 11,8 % dans l'UE.



Source : Eurostat

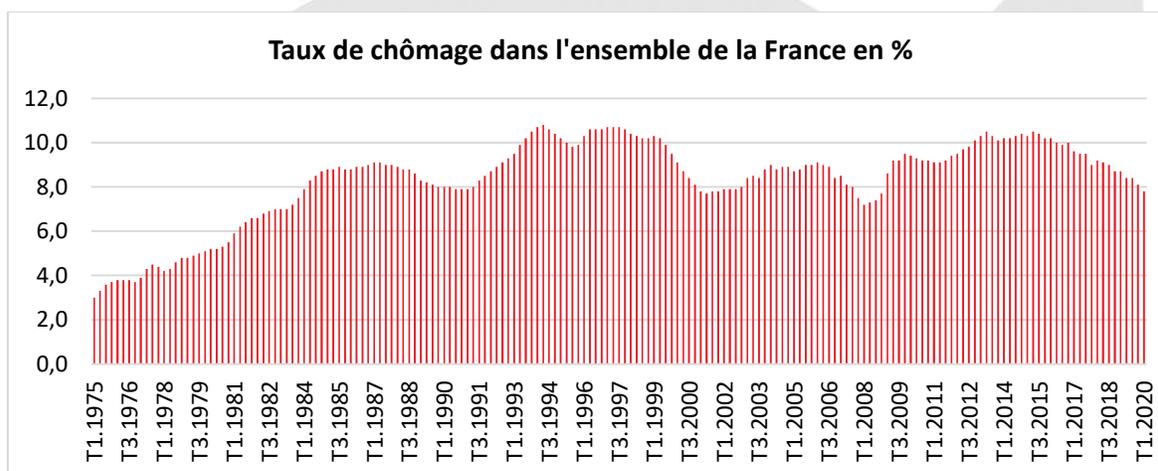
En mars 2020, par rapport à février 2020, dans la zone euro, la production a diminué de 26,3 % pour les biens de consommation durables, de 15,9 % pour les biens d'investissement, de 11,0 % pour les biens intermédiaires, de 4,0 % pour l'énergie et de 1,6 % pour les biens de consommation non-durables. Dans l'UE, la production a reculé de 23,8 % pour les biens de consommation durables, de 15,1 % pour les biens d'investissement, de 9,9 % pour les biens intermédiaires, de 3,5 % pour l'énergie et de 1,2 % pour les biens de consommation non-durables. Parmi les États membres pour lesquels les données sont disponibles, les baisses les plus marquées dans le secteur de la production industrielle ont été enregistrées en Italie (-28,4 %), en Slovaquie (-20,3 %) et en France (-16,4 %). Les hausses les plus fortes ont été relevées en Irlande (+15,5 %), en Grèce et en Finlande (+1,9 % chacune) ainsi qu'en Lituanie (+0,7 %).

En mars 2020, par rapport à mars 2019, dans la zone euro, la production a diminué de 24,2 % pour les biens de consommation durables, de 21,5 % pour les biens d'investissement, de 11,8 % pour les biens intermédiaires, de 6,7 % pour l'énergie et de 0,8 % pour les biens de consommation non-durables. Dans l'UE, la production a reculé de 21,7 % pour les biens de consommation durables, de 20,0 % pour les biens d'investissement, de 10,1 % pour les biens intermédiaires, de 6,4 % pour l'énergie et de 0,3 % pour les biens de consommation non-durables. Parmi les États membres pour lesquels les données sont disponibles, les baisses les plus marquées dans le secteur de la production industrielle ont été relevées au Luxembourg (-32,7 %), en Italie (-29,3 %) et en Slovaquie (-19,6 %). Les plus fortes hausses ont été enregistrées en Irlande (+25,3 %), à Malte (+5,7 %) et en Finlande (+2,8 %).

LE CHOMAGE AU 1^{ER} TRIMESTRE, UN EFFET MIRAGE

Pour la première fois depuis la fin de l'année 2008, le taux de chômage au sens du Bureau International du Travail (BIT) était revenu au cours du premier trimestre 2020 en-dessous de 8 % (7,8 %) pour l'ensemble de la France. La baisse sur un an a été de 0,9 point. Pour la France métropolitaine, le taux de chômage s'est établi à 7,6 %, ce qui constituait le meilleur résultat enregistré depuis la crise de 2008.

Malheureusement, cette baisse du chômage est avant tout un effet d'optique. Elle résulte du fort recul du nombre de personnes sans emploi se déclarant disponibles ou en recherche active d'emploi. Pendant la période de confinement, par définition, de nombreuses personnes étaient dans l'incapacité à rechercher un emploi. De ce fait, les personnes se situant dans le halo du chômage augmentent. Parmi les personnes inactives au sens du BIT, 1,7 million souhaitent un emploi sans être considérées au chômage. Après avoir déjà enregistré une forte hausse le trimestre précédent (+65 000), leur nombre augmente de 43 000 par rapport à fin 2019. L'augmentation du halo concerne principalement les personnes inactives en recherche active d'emploi mais non disponibles (+70 000). La part du halo dans la population des 15-64 ans s'élève à 4,1 %, son plus haut niveau depuis que l'INSEE le mesure (2003).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Avec le confinement, le sous-emploi a augmenté de 2,7 points en moyenne sur le trimestre, pour atteindre 8,0 % des personnes en emploi, un niveau sans précédent depuis que l'INSEE le mesure (1990). Cette hausse est imputable au développement du chômage partiel. L'augmentation de la part du sous-emploi touche aussi bien les femmes (+2,0 points, à 9,8 %) que les hommes (+3,3 points à 6,4 %).

En moyenne au premier trimestre 2020, le taux d'emploi des 15-64 ans est stable, à 66,0 % après une augmentation de 0,7 point fin 2019 ; il progresse de 0,5 point sur un an. Il est stable pour les 15-24 ans et quasi stable pour les 25-49 ans et les 50-64 ans (+0,1 point). Cette stabilité d'ensemble reflète néanmoins de fortes différences entre hommes (+0,3 point) et femmes (-0,3 point).

Le taux d'activité des 15-64 ans diminue de 0,2 point au premier trimestre 2020, à 71,7 %, après une forte augmentation au quatrième trimestre 2019 (+0,4 point). Il est quasi stable sur un an (-0,1 point). Par rapport au quatrième trimestre 2019, la baisse du taux d'activité est plus prononcée pour les jeunes (-0,3 point) et les 50-64 ans (-0,2 point), en particulier les 55-64 ans (-0,4 point). Cette baisse en moyenne sur le trimestre s'explique principalement par la bascule de situation de chômage (situation d'activité) vers le halo autour du chômage (situation d'inactivité) pendant la période de confinement en fin de trimestre.

Le Ministère du Travail estime qu'après neutralisation du confinement, le taux de chômage serait resté stable au cours du premier trimestre à 8,2 %. Pour les deuxième et troisième trimestres, une forte dégradation est attendue avec un taux qui pourrait dépasser les 10 %.

LE COIN DES TENDANCES

Des consommateurs, des marques face à la crise

Le groupe KANTAR, spécialiste des études d'opinion en particulier en matière de consommation, a réalisé une enquête « évolution des comportements et implications pour les marques » sur le comportement des consommateurs des pays du G7 (Etats-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Japon, Canada, Italie) depuis le début de la crise sanitaire. Cette enquête a donné lieu à plusieurs vagues afin d'appréhender plus finement l'évolution des opinions

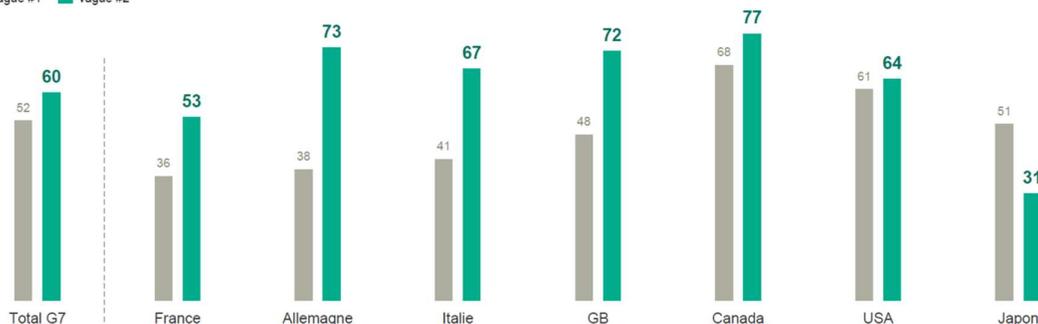
Les consommateurs prudents mais pas désespérés

En France, 31 % des consommateurs estiment que leurs revenus ont baissé. Aux Etats-Unis, ce taux est de 46 % et de 41 % en Italie. En moyenne, au sein des pays du G7, le taux est de 37 %. La politique du gouvernement français de privilégier le chômage partiel explique le taux relativement faible constaté en France.

Les Français sont assez sévères sur leurs coreligionnaires. 47 % estiment qu'ils n'ont pas un comportement adapté à la situation. En mars, ils étaient 64 % à penser ainsi. En Allemagne, 73 % des sondés estiment au contraire que les autres citoyens ont un comportement correct face à l'épidémie. Les divisions au sein de la population française expliquent la défiance collective.

% des citoyens qui évaluent le comportement des autres citoyens de leur pays face à la lutte contre l'épidémie de coronavirus comme très / assez bon

■ vague #1 ■ vague #2



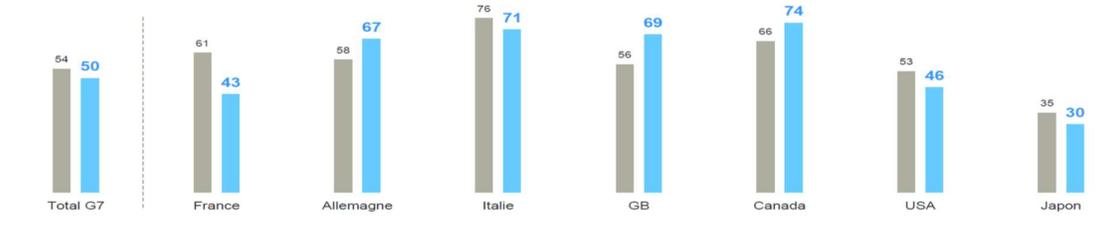
Source KANTAR (vague 1 mars, vague 2 avril)

Ce sentiment de défiance s'exprime également à l'encontre des gouvernements. Les trois pays où le taux de confiance vis-à-vis du gouvernement au niveau de la lutte contre la covid-19 est le plus bas sont le Japon, les Etats-Unis et la France. Au Japon, le Premier Ministre est accusé d'avoir sous-estimé l'ampleur de la crise sanitaire et économique. Il a tardé à prendre des mesures, la distribution des masques a donné

lieu également à de nombreuses polémiques. 70 % de la population japonaise juge l'action du Gouvernement inefficace.

% des citoyens qui approuvent fortement/ approuvent plutôt la façon dont le gouvernement réagit à la pandémie de coronavirus

■ vague #1 ■ vague #2



Source : Kantar

Dans une grande majorité des Etats, les sondés estiment que les gouvernements n'en ont pas fait assez pour la santé. C'est le cas pour 58 % des Japonais et pour 38 % des Français (taux comparable à la moyenne constatée au sein du G7).

Laquelle de ces affirmations correspond le plus à votre point de vue sur la manière dont votre gouvernement réagit à l'épidémie de coronavirus ?

■ Pas assez l'accent sur l'économie du pays ■ Pas assez l'accent sur la santé des personnes ■ Bon équilibre entre les deux



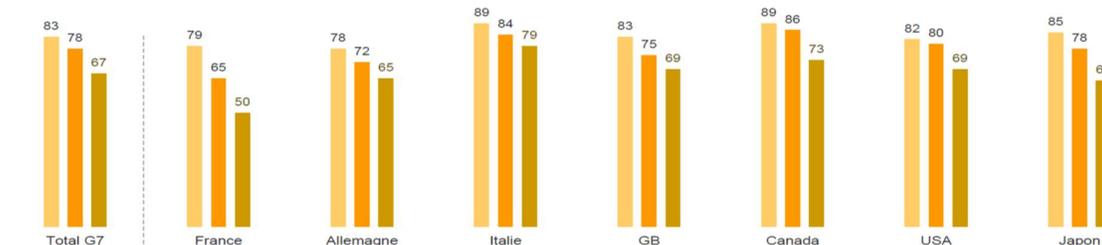
Source : Kantar

Un nouveau monde ?

83 % de la population des pays du G7 pensent que l'économie du pays sera différente après la crise. Ce sentiment est prégnant en Italie et au Canada (89 % pour ces deux pays) ainsi qu'au Japon (85 %). Pour près des deux tiers des Français, la vie quotidienne sera modifiée. Pour la moitié d'entre eux, des changements sont à attendre en matière de sécurité sociale.

En ce qui concerne la fin de l'épidémie de coronavirus, dans quelle mesure pensez-vous que notre pays sera différent de ce qu'il est aujourd'hui par rapport à...

■ L'économie du pays ■ La manière dont les personnes vivent leur vie quotidienne ■ Le système national de sécurité sociale



Source : Kantar

Des avancées attendues

Pour une proportion non négligeable de sondés, en France, la crise pourrait néanmoins générer des avancées. Ainsi, 45 % pensent que les changements résultant de cette crise seront majoritairement plutôt positifs pour la vie quotidienne (37 % en moyenne au sein du G7). 34 % des sondés estiment que des améliorations sont à attendre au niveau de la protection sociale (33 % en moyenne au sein du G7). Un peu moins du quart des Français considèrent que l'économie connaîtra de profonds changements avec la crise, contre 22 % en moyenne au sein des pays du G7. 26 % des sondés français pensent également que les citoyens doivent réagir ensemble et 11% qu'ils sortiront plus forts de cette crise.

L'information et l'union font la force

Si les Français critiquent les médias, ils n'en jugent pas moins nécessaire de se tenir informés. Par ailleurs, même si l'altérité pose un problème dans notre pays, les Français estiment que la solution à la crise passe par une action collective. Le niveau d'anxiété arrive en troisième position parmi les sentiments dominants au sein de la population française.

Des marques qui se doivent d'être responsables

Les consommateurs français attendent des marques qu'elles soient pragmatiques et les aident (26,5 %). Ils demandent qu'elles soient un exemple et qu'elles les guident dans le changement. Pour plus de 52 % des sondés, les marques doivent opter pour un langage optimiste et être porteuses de messages d'avenir. Les plus de 65 ans sont les plus attachés aux messages optimistes. Les publicités doivent véhiculer pour 55 % des sondés les valeurs de la marque. Cette reconnaissance de la notion de valeurs est partagée par toutes les catégories de consommateurs, particulièrement par les 24-34 ans. Sans surprise, en raison de la crise sanitaire, les Français souhaitent que les grandes marques soient exemplaires au niveau de la santé de leurs employés (79 % contre 77 % en moyenne au sein du G7), favorisent le télétravail (65 % contre 59 % en moyenne au sein du G7). La relocalisation est un thème plus sensible en France qu'au sein des autres Etats du G7 (42 % y sont favorables en France, contre 22% en moyenne au sein du G7). L'aspiration au « Fabriqué en France » progresse de 12 points en un mois sur fond de querelle sur la production des masques.

Que devraient faire les entreprises en ce moment (5 réponses possibles) ?



Source Kantar

Le comportement des consommateurs pendant la crise

29 % des ménages ont avoué avoir réalisé des achats de précaution. Ils sont néanmoins 86 % à estimer qu'ils ont acheté uniquement ce dont ils ont besoin. 74 % des consommateurs interrogés ont le sentiment que les prix ont eu tendance à augmenter durant le confinement. Cette impression s'avère confirmée avec la publication des résultats de l'inflation du mois d'avril. La hausse des prix alimentaires et en particulier des produits frais a été réelle en partie provoquée par l'arrêt des importations. Les consommateurs ont été achetés davantage dans les commerces de proximité dont les prix sont plus élevés que dans les hypermarchés. Les Français indiquent avoir, de ce fait, privilégier les produits en promotion. Une majorité des Français déclarent avoir toujours des problèmes de fin de mois. Ce jugement récurrent depuis la crise des gilets jaunes s'accompagne d'une forte augmentation des liquidités disponibles sur les dépôts à vie et l'épargne réglementée. Par ailleurs, la chute de la consommation (-37 %) a été en France, plus marquée que chez nos partenaires.

Durant la crise sanitaire, quels sont les critères qui ont guidé les Français au niveau de leurs achats :

- la composition des produits (68 % contre 74,5 % en 2019) ;
- l'achat de produits locaux (79 %) faisant travailler les PME
- le fait maison (33 % des ménages ont passé plus de temps à cuisiner, et 15 % ont fabriqué des produits d'entretien et d'hygiène) ;
- la responsabilité sociétale des entreprises (87 % des sondés ont perçu positivement les initiatives des marques et des enseignes en faveur de la lutte contre l'épidémie).

Avec la crise du covid-19, 92 % des Français souhaitent désormais payer leurs achats par carte bancaire, avec si possible le sans contact. 88 % essaient de faire leurs courses quand il y a le moins de monde possible et 86 % ont décidé de ne plus toucher les produits dans les rayons.

Les consommateurs de plus en plus connectés

Pendant la période de confinement, 81 % des personnes interrogées indiquent avoir augmenté leur consommation d'au-moins un média et 52 % de plus de quatre médias. Internet, la Télévision et les réseaux sociaux sont les principaux bénéficiaires, avec un usage accru du smartphone. Le confinement des familles sous un même toit a favorisé l'usage des smartphones. Les commandes que ce soient les courses ou les plats cuisinés se sont réalisées essentiellement par ce canal.

Les utilisateurs de smartphone ont utilisé ces derniers pour consulter des sites (65 %), regarder leurs messageries (55 %), aller sur des réseaux sociaux et regarder la télévision (53 % chacun).

Durant le confinement, l'achat en ligne aurait gagné 2,5 millions de nouveaux clients. Le profil des nouveaux consommateurs en ligne sont un peu plus âgés que la moyenne et sont souvent des membres de famille comportant un ou plusieurs enfants. Avec le

confinement, 45% des ménages ont déclaré se connecter tous les jours au moins une fois à un réseau social. 31,5 % ont indiqué avoir réalisé des achats de produits grande consommation et de frais en ligne. 29 % ont fait appel à un service de livraison de repas à domicile.

La crise sanitaire et économique semble accélérer les tendances à l'œuvre ces dernières années. Les consommateurs semblent toujours être à la recherche de sens. Leurs exigences vis-à-vis des marques est en hausse. Cette demande vise-t-elle à compenser le manque de confiance à l'encontre de la sphère publique. Face à une situation hors normes, les ménages sont traversés par des sentiments contradictoires. Les citoyens peuvent être très critiques vis-à-vis de leurs coreligionnaires tout en estimant que le changement appelé de leurs vœux sera collectif. De même, s'ils sont critiques vis-à-vis des médias, l'information est jugée indispensable.

LA FIN DE L'EMPIRE AMERICAIN, HISTOIRE D'UNE ANTIENNE

Depuis la Guerre du Vietnam, la chute de l'Empire américain est prédite par de nombreux experts et commentateurs. Avec l'avènement de la Chine comme grande puissance, avec la crise des subprimes, avec l'élection de Donald Trump, cette antienne a été remise au goût du jour. La survenue de la crise sanitaire serait le coup fatal porté à l'économie et à la puissance américaine. Derrière les prophéties d'effondrement du système américain se cache une hostilité à son encontre. Par leur poids, leur rôle, les États-Unis génèrent des frustrations et des rancœurs. Au fil des années, l'*American Way Of Life* fait moins rêver, en particulier en Europe. Associé, à tort ou raison, à l'ultralibéralisme et au libre-échange, il focalise les critiques de multiples courants de pensée. Quand, en outre, le Président des États-Unis passe d'un système reposant sur le « soft power » au « hard power », certains y voient la confirmation que l'Empire est agonisant et d'autres que le système issu de la fin de la Seconde Guerre mondiale est dépassé.

Au moment de la survenue de la crise sanitaire, les États-Unis étaient dans leur onzième année de croissance, faisant du cycle qui s'est achevé le plus long depuis 1945. Depuis 2008, les États-Unis ont distancé les pays européens même si leur leadership a été de plus en plus contesté par la Chine. La montée des inégalités et les divergences croissantes au sein de la population ainsi que les conflits armés en Afghanistan et en Irak ont occulté les résultats économiques de ces dix dernières années. L'économie américaine, dans bien des domaines, reste dominante et en premier lieu dans le secteur des nouvelles technologies. Par ailleurs, les États-Unis disposent, avec le dollar, d'un atout maître.

Avec plus d'1,3 million de cas et plus de 82 000 décès, les États-Unis ont été lourdement touchés par la crise du Covid-19. Depuis 1945, dans toutes les crises que le monde a traversées, les États-Unis assuraient leur rôle de superpuissance. Avec les attermoissements de Donald Trump, l'isolationnisme et le rejet du multilatéralisme ont été privilégiés. En 2008/2009, Barack Obama avait joué la carte du G20 pour contrer la crise financière dont, il faut le noter, les États-Unis étaient à l'origine. Si l'État fédéral n'a pas souhaité être un catalyseur de la riposte internationale, la banque centrale, la FED, a néanmoins assuré la liquidité du système monétaire et financier mondial. Si Donald Trump avait critiqué, à maintes reprises, les relations internationales de la FED

sous Janet Yellen, la précédente Présidente, il n'a pas a priori empêché Jerome Powell de coordonner la politique monétaire américaine avec celle des autres grandes zones économiques. Le dollar supplée ainsi les autorités politiques américaines au niveau de la coordination économique internationale.

Le dollar demeure la valeur refuge par excellence. La monnaie américaine est la réserve des changes dominante (plus de 60 %) loin devant l'euro. Elle est aussi la monnaie des échanges commerciaux (plus de 50 %). Ce rôle de valeur refuge permet aux États-Unis de financer sans difficulté un déficit public et extérieur extrêmement important. Le déficit public pourrait dépasser 17 % du PIB cette année quand la balance commerciale est déficitaire d'environ 700 milliards de dollars. Du fait des dernières décisions de la banque centrale, les taux d'intérêt sont en forte baisse permettant de réduire le coût de financement de la dette. Ces taux restent néanmoins supérieurs de plus de 0,6 point à ceux de la zone euro, ce qui attire les capitaux étrangers.

Les États-Unis, avec les GAFAM et les autres entreprises liées plus ou moins directement au digital, possèdent une position de force. Ces entreprises sortent renforcées avec la crise en raison de l'utilisation accrue des télécoms, du commerce en ligne, du télétravail, etc.

Depuis le début du premier mandat de Barack Obama, l'industrie numérique américaine constitue l'axe prioritaire du développement économique américain. L'objectif assigné à cette stratégie est la maîtrise des données qui sont à la fois au cœur des activités digitales et fournissent la matière première de la surveillance pour la National Security Agency (NSA). Les autorités américaines ont compris que les GAFAM étaient désormais les vecteurs de la culture américaine qui ont remplacé dans ce rôle le cinéma et la musique. L'attractivité de la Silicon Valley pour les étudiants et les jeunes actifs du monde entier demeure très importante malgré les scandales liés à l'affaire Snowden.

En quelques années, les chiffres d'affaires de ces entreprises ont connu une croissance extrêmement rapide. Leurs bénéfices ou leurs capacités à lever de l'argent en bourse leur permettent d'acquérir des entreprises et d'engager des programmes d'investissement importants. Le budget annuel de R&D d'Amazon équivaut à celui, cumulé, des entreprises du CAC40. Selon la Bank of America, les cinq entreprises technologiques Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet (Google) et Facebook représentent 22 % du S&P 500, dépassant ainsi le record atteint lors de la bulle internet de l'an 2000, quand Microsoft, General Electric, Cisco, Intel et Walmart assuraient à eux seuls 18,5 % de l'indice. Les GAFAM et Netflix sont à l'origine de 27,2 % de la création de valeur du S&P500 au cours de ces dernières années. La capitalisation boursière cumulée des six entreprises dépasse 5000 milliards d'euros, soit près de quatre fois le CAC 40 français.

Si certaines plateformes de services ont vu fondre leurs résultats avec la mise à la cape du secteur touristique (Airbnb par exemple), d'autres sont des outils incontournables des périodes de confinement (Amazon, Microsoft avec son application Teams, Netflix). Même Uber a réussi à sauver la mise malgré le confinement qui limite les déplacements avec l'essor de Uber Eats qui permet la livraison à domicile de plats

cuisinés. La société Apple, tout en ayant été touchée par la fermeture de ses points de vente a réussi à contenir la baisse de son chiffre d'affaires grâce à ses applications. Google et les réseaux sociaux ont bénéficié de temps de connexion en hausse avec le confinement.

Les États-Unis disposent d'une avance technologique dans plusieurs secteurs stratégiques, notamment dans les domaines de l'armement et de la santé. Même si leur dépendance technologique à l'égard des pays émergents et, en premier lieu, de la Chine est moindre que les pays européens, elle est réelle pour de nombreux secteurs dits stratégiques (batteries, smartphones, etc.). Par leur puissance financière et leurs capacités de recherche, les États-Unis disposent d'atouts surpassant ceux de leurs concurrents. La polémique au sujet de Sanofi et le vaccin contre la covid-19 est révélatrice de la puissance des États-Unis. Sanofi qui est une entreprise devenue au fil des rachats internationale et fortement implantée aux États-Unis a bénéficié de soutiens financiers importants de la part de l'État fédéral américain sous condition que les fruits de ses recherches soient en priorité réservés aux Américains. Cette situation a provoqué l'hostilité des autorités françaises qui ont mis en avant le fait que les vaccins font partis des biens collectifs. Par définition, il y aura comme pour les masques des files d'attente pour l'accès aux vaccins. Les États-Unis, depuis une dizaine d'années ont tendance à recourir de plus en plus au « hard power » en imposant leurs lois aux autres en lieu et place du « soft power » qui mettait en avant le pouvoir d'influence. La concurrence accrue avec la Chine, la montée des oppositions à la politique américaine dans les institutions internationales, les conséquences des dernières guerres menées à l'extérieur et la montée du populisme expliquent cette évolution.

Ce changement de pratique est aussi révélateur d'une économie moins dominante. Que ce soit dans les hautes technologies ou dans les transports, les États-Unis sont contraints de composer avec les puissances émergentes. Dans les années 1989, les relations avec le Japon s'étaient tendues autour de l'électronique et des voitures. Aujourd'hui, c'est la Chine qui est au cœur des préoccupations des autorités américaines. Avec la crise du covid-19, le secteur des transports est fortement touché. 1,8 million de personnes travaillent directement pour le secteur des transports. Boeing qui était avant la crise déjà confrontée au problème de 737 Max, est en très grande difficulté tout comme Airbus en Europe. Les entreprises automobiles doivent faire face à de fortes baisses de commandes. Elles avaient été durement éprouvées par la crise de 2008. Elles doivent, en outre, faire face à la question de la transition énergétique. La chute du prix du pétrole si elle perdure aura de lourdes conséquences pour l'économie américaine. Ce secteur emploie 0,5 % de la population active américaine. Les ventes de matériel de forages sont presque inexistantes depuis le mois d'avril. Pour les prochains mois, les investissements dans ce secteur seront très faibles ce qui pèsera sur l'activité.

La crainte des autorités américaines est que l'ajustement très rapide de l'emploi dans les entreprises, conduise à une forte hausse des défauts de paiement des ménages sur les crédits. Pour certains, la multiplication des défauts de paiement pourrait conduire à une crise du système bancaire comme en 2009. Pour éviter cet enchaînement, les autorités fédérales ont été amenées à verser des aides directes aux ménages américains. La baisse des taux, rendue possible par les décisions de la

FED, a permis, par ailleurs, à de nombreux ménages de renégocier des prêts. Enfin, la proportion de prêts dits non performants était avant la crise à un niveau faible, 1 % du total quand en 2007, ce taux était de 7 %.

La crise sanitaire devrait donc accélérer la transformation de l'économie américaine qui sera de plus en plus portée par les activités digitales. Elle pourra compter sur le rôle clef du dollar comme monnaie internationale et comme valeur refuge. Les États-Unis en tant que puissance dominante de l'OCDE pourraient profiter de la distanciation des relations des États occidentaux avec la Chine. Par la profondeur de son marché et la force de son secteur de recherche, les États-Unis sont mieux à même de relocaliser certaines activités que les États européens surtout si ces derniers entretiennent leurs divisions.

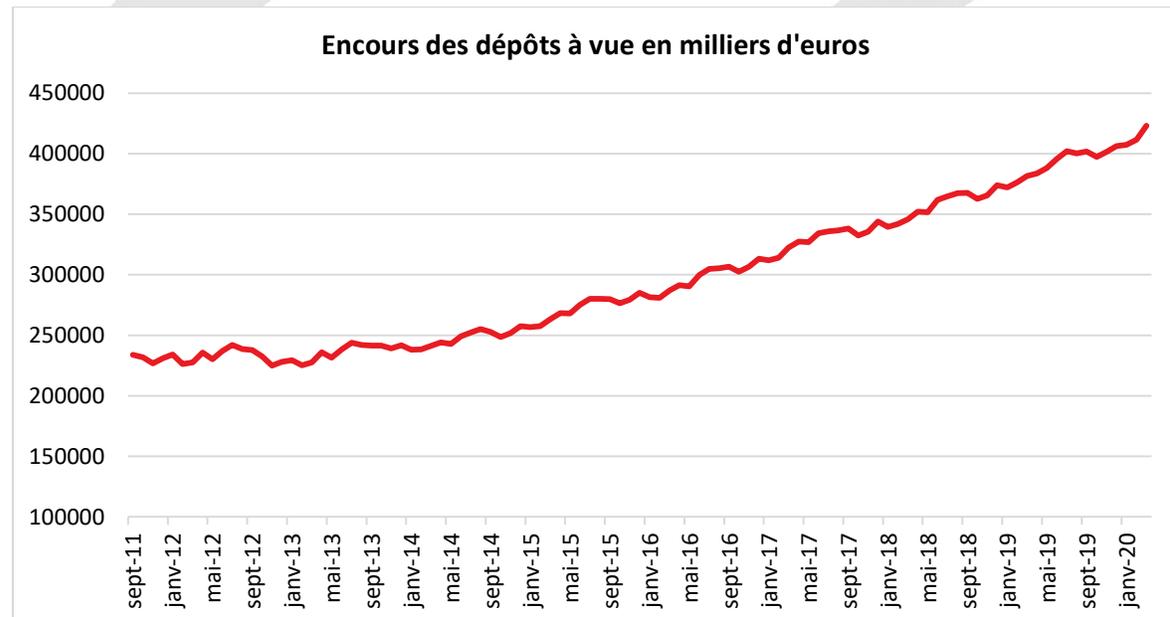


LE COIN DES GRAPHIQUES

LES DEPOTS A VUE, LA VALEUR REFUGE PAR DEFAUT

En France, l'encours des dépôts à vue a atteint au mois de mars 2020, 423 milliards d'euros, en hausse de près de 12 milliards d'euros sur un mois. Depuis 2008, le montant de cet encours a augmenté de 228 milliards d'euros, soit juste un peu moins que le montant du PIB du Portugal.

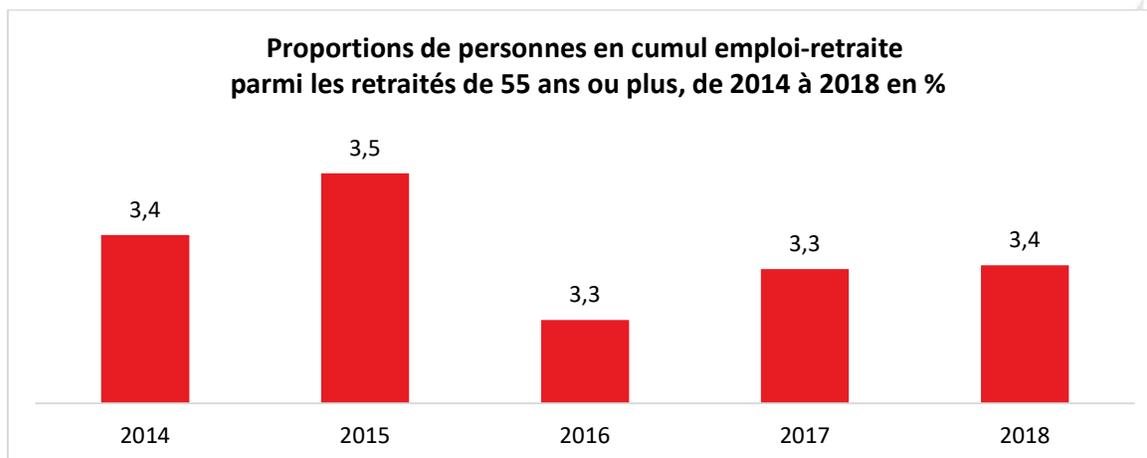
Les dépôts à vue sont-ils amenés à se dégonfler avec la fin du confinement ? Que ce soit après la crise de 2008 ou celle de 2011, les ménages n'ont pas réduit le montant des sommes laissées sur leurs comptes courants. La succession de crises pourrait inciter les ménages à se constituer des réserves de liquidités plus importantes. La baisse des taux d'intérêt n'explique pas ce comportement comme le prouve les collectes recors que l'épargne réglementée (Livret A ou LDDS) enregistre depuis une dizaine d'années.



Cercle de l'Épargne – Banque de France

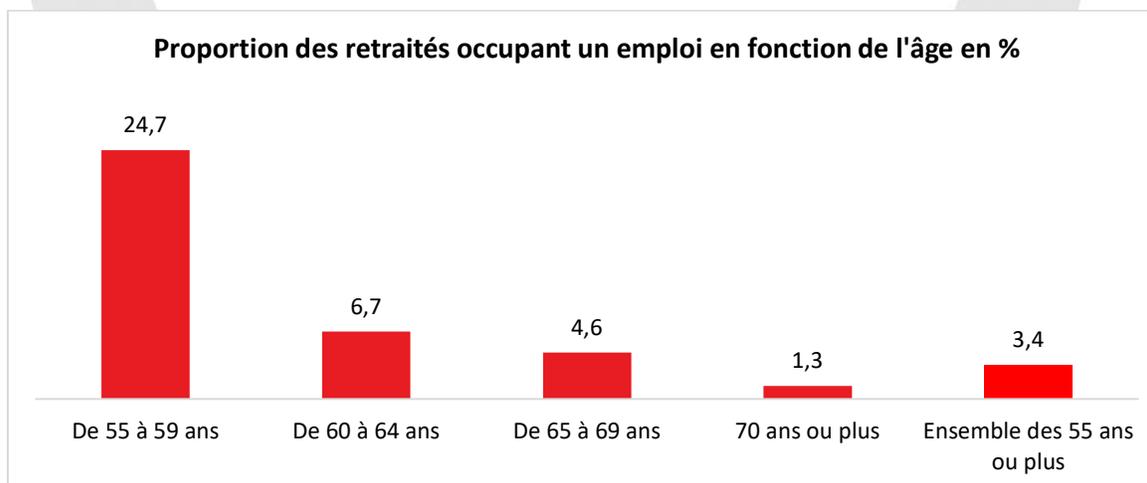
LE CUMUL EMPLOI RETRAITE : 3,4 % DES RETRAITES CONCERNES

En 2018, 3,4 % des retraités de 55 ans ou plus résidant en France, soit 482 000 personnes, occupaient, selon l'INSEE, un emploi tout en bénéficiant d'une pension de retraite.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La part des personnes en situation de cumul emploi-retraite parmi les retraités de 62 à 64 ans diminue depuis 2015, alors qu'elle augmente parmi les autres tranches d'âge. Cette baisse s'explique par les effets des différentes réformes concernant les retraites (report de l'âge légal et durée de cotisation). Par ailleurs, depuis 2014, le cumul emploi-retraite n'est plus générateur de nouveaux droits pour la retraite, ce qui a pu conduire certains assurés à prolonger leur carrière dans le cadre de la surcote plutôt que du dispositif de cumul.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Près du quart des jeunes retraités de 55/59 ans (24,7 %) continuaient, en 2018 de travailler quand ce taux était de 6,7 % chez les 60/64 ans et de 4,6 % chez les 65/69 ans.

LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE DE LA SEMAINE

LUNDI 18 MAI

Réunion de l'Eurogroupe

En **Allemagne** le résultat de l'**indice des prix à la production** sera communiqué pour le mois d'avril.

MARDI 19 MAI

Au **Royaume-Uni**, il faudra suivre le résultat du **taux de chômage** en mars et au premier trimestre 2020 ainsi que celui de la **variation du nombre de demandes d'allocations chômage** en avril. Sera également publié le niveau des **salaires moyens** sur le premier trimestre avec et sans pris en compte des bonus.

Les ministres des Finances de l'**Union européenne** se réuniront dans le cadre du **Conseil Ecofin** afin d'apporter une réponse coordonnée sur le plan économique, budgétaires, et des finances publiques à la crise sanitaire et ses répercussions sur l'économie européenne.

Sera par ailleurs communiqué pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, le résultat de l'**enquête ZEW – Sentiment économique** pour le mois de mai.

Les résultats de l'**enquête ZEW – Sentiment économique et situation courante** pour le mois de mai sera également publié pour l'**Allemagne**.

Les **États-Unis** diffuseront, pour le mois d'avril, le nombre de **permis de construire** délivrés et le nombre de **mises en chantier** constaté.

MERCREDI 20 MAI

En **Chine**, réunion de la **Banque populaire de Chine**. Une décision sur les taux directeurs est attendue.

En **zone euro** et dans l'**Union européenne**, Eurostat publiera les résultats de l'**indice des prix à la consommation**.

Par ailleurs la **BCE** se réunira avec à la clé une **décision sur les taux**.

Au **Royaume-Uni** seront publiés les **indices des prix à la consommation** et les **indice des prix de détail** constatés en avril.

En **Allemagne**, il faudra être attentif aux résultats de l'enquête de **confiance des consommateurs** en juin.

JEUDI 21 MAI

Au **Royaume-Uni**, il faudra suivre les évolutions des **ventes de détail** en avril. Seront par ailleurs communiqués les résultats du **Markit PMI Manufacturier** et du **Markit PMI des services** pour le mois de mai.

Aux **États-Unis**, les résultats de **l'enquête de la FED de la Philadelphie pour ce secteur Manufacturier** seront publiés pour le mois de mai. Seront également présentés les résultats **Markit PMI manufacturier**, **l'Indice PMI des services de Markit** et **l'indice de PMI composite de Markit** pour le mois de mai.

Toujours aux **États-Unis**, l'association nationale des agents immobiliers présentera les chiffres des **ventes des maisons existantes** en avril qui permettront d'apporter un éclairage sur l'évolution du secteur en pleine crise du COVID-19.

LUNDI 25 MAI

En **France**, en **Allemagne** et pour l'ensemble de la **zone euro**, il faudra être attentif à la présentation des résultats du **Markit-PMI manufacturier**, **Markit-PMI Service** et de **l'indice PMI Composite Markit** attendus en mai.

En **Allemagne** seront par ailleurs présentés le résultat de la **croissance du PIB** sur le premier trimestre 2020, ainsi que ceux de l'évaluation **IFO sur l'indice du climat des affaires et les perspectives des entreprises** en mai.

En **zone euro**, la Commission européenne publiera les résultats de **l'indicateur du climat des affaires** pour le mois de mai.

MARDI 26 MAI

Au **Japon**, il faudra suivre le résultat de **l'indice de la production** en mars.

Aux **États-Unis**, seront publiés les perspectives **d'évolution des dépenses personnelles et de l'indice des prix** sur le deuxième trimestre. Il faudra par ailleurs regarder **l'indice des prix des maisons** et son évolution en mars ainsi que le **nombre de vente de maisons neuves** constaté en avril. Enfin, toujours pour les États-Unis, seront présentés les résultats de la **confiance des consommateurs** et **l'indice manufacturier de la Fed de Dallas** pour le mois de mai.

MERCREDI 27 MAI

Pour la **zone euro**, la **BCE** publiera **la Revue de la stabilité financière** qui fournit une vue d'ensemble des sources possibles de risque et de vulnérabilité pour la stabilité financière.

Aux **États-Unis**, il faudra suivre le résultat de **l'indice Manufacturier** en mai présenté par la FED de Richmond.

LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB <i>Mds d'euros 2019</i>	2 419	3 436	1 788	1 245	11 905
PIB par tête en 2019 <i>En euros</i>	36 060	41 350	29 610	26 420	34 770
Croissance du PIB <i>En % - 2019</i>	1,3	0,6	0,3	2,0	1,2
Inflation <i>En % - mars. 2020</i>	0,8	1,3	0,1	0,1	0,7
Taux de chômage <i>En % - fév. 2020</i>	8,1	3,2	9,8	13,6	7,3
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2018</i>	56,2	43,8	48,1	41,1	46,7
Solde public <i>En % du PIB 2019</i>	-2,3	+1,9	-2,2	-2,5	-0,6
Dette publique <i>En % du PIB 2019</i>	98,1	59,8	134,8	95,5	84,1
Balance des paiements courants <i>En % du PIB - Déc. 2018</i>	-0,7	7,6	2,7	0,9	3,1
Échanges de biens <i>En % du PIB – 2019</i>	-3,01	6,63	2,96	-2,75	1,8
Parts de marché à l'exportation <i>En % 2018</i>	3,0	8,2	2,8	1,8	26,0
Variation depuis 1999 en %	-48,9	-19,3	-37,4	-13,3	-24,6

CERCLE DE L'ÉPARGNE - SOURCES : EUROSTAT - INSEE

LA LETTRE ÉCONOMIQUE DU CERCLE DE L'ÉPARGNE

Comité de rédaction : Philippe Crevel, Sarah Le Guez et Christophe Andersen

Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit faire l'objet de la mention de la source : Cercle de l'Épargne.

Le Cercle de l'Épargne

14, Boulevard Malesherbes • 75008 Paris

Tél. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36

contact@cercledelepargne.fr • www.cercledelepargne.fr

**LE CERCLE DE L'ÉPARGNE
est partenaire d'AG2R LA MONDIALE
et de l'association d'assurés
AMPHITEA**



AMPHITEA



AG2R LA MONDIALE



LE CERCLE
DE L'ÉPARGNE