



La Lettre Eco de Philippe Crevel

L'édito de la semaine

- En route vers le troisième choc pétrolier ?

Le Coin de l'épargne

- Une semaine noire pour les marchés européens
- Le tableau des marchés de la semaine
- Les Français toujours en mode fourmis
- La crise ukrainienne, vers une nouvelle hausse du taux d'épargne ?

Le Coin de la conjoncture

- Petite érosion de la confiance des ménages sur fond d'inflation et de crise internationale
- France : quelle est la cause des inégalités de revenu ?
- Comment expliquer la troublante baisse de la productivité en France ?
- La hausse improductive et virtuelle du patrimoine
- Les trois défis de la France pour l'après élection

C'est déjà hier

- Près de 6 % d'inflation en zone euro
- Le chômage passe en-dessous des 7 % en zone euro
- La rémunération des médecins en hausse entre 2014 et 2017 mais de manière non homogène
- L'industrie toujours affectée par les pénuries de biens intermédiaires

Le Coin des tendances

- Le retour du risque géopolitique
- La Chine et le fossé technologique

Le Coin des graphiques

- 44 ans, l'âge médian au sein de l'Union Européenne
- Les ménages s'endettent pour acheter de l'immobilier

Le Coin de l'agenda économique

Le Coin des statistiques



En route vers le troisième choc pétrolier ?

La guerre en Ukraine sera-t-elle à l'origine d'un troisième choc pétrolier succédant à ceux de 1973 et de 1979 ? Si le cours du pétrole a progressé de 42 % depuis le début de l'année, la hausse est, pour le moment, très inférieure à celle enregistrée lors des deux précédents chocs. Les cours avaient alors été multipliés par quatre lors du premier et par trois lors du second. En ce début du mois de mars, le prix du pétrole a retrouvé le niveau qui était le sien avant la crise financière de 2008. Ces quinze dernières années, le marché de l'énergie a connu une profonde mutation avec le développement du pétrole de schiste qui représente plus de 10 % de la production totale de pétrole. Il a permis aux États-Unis de redevenir le premier producteur mondial. Ce pétrole a contribué à une chute importante des prix. Comme en 1973 et en 1979, la hausse des cours est le produit d'évènements géopolitiques. Pour le premier choc, la guerre du Kippour avait été l'élément déclencheur, pour le deuxième, ce fut la révolution islamique en Iran. Elle intervient à chaque fois dans un contexte de tension sur le marché pétrolier. Depuis la fin des confinements, dans le courant de l'année 2021, l'offre peine à suivre la demande qui est en forte hausse en lien avec la reprise économique. La production demeure toujours en-deçà de son niveau de 2019. Dans le cadre de l'accord OPEP+, les pays producteurs s'appliquent toujours des quotas de production contribuant à la hausse des prix. Ils entendent ainsi compenser le manque à gagner de ces dernières années. Les États du Moyen-Orient ne souhaitent pas froisser la Russie qui s'est avérée un précieux allié pour faire remonter les prix en 2020. Ce pays a, par ailleurs, su nouer des relations privilégiées avec plusieurs d'entre eux. Au-delà du contexte géopolitique, d'autres facteurs pourraient expliquer la tension actuelle sur les prix. Les pays producteurs seraient, techniquement, dans l'incapacité d'augmenter l'offre. Plus de la moitié de la production mondiale de pétrole serait devenue mature et serait engagée dans un processus de déclin qui a été un temps masqué par la montée en puissance des gisements non conventionnels. Au début des années 2020, la Russie aurait atteint son pic de production. Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, un tiers de la production devrait disparaître d'ici 2030 dans un contexte d'augmentation de la demande. La chute de l'investissement dans le secteur pétrolier depuis 2016 pèse aussi sur le niveau de la production. Les découvertes de nouveaux gisements sont de plus en plus rares et ne suivent pas l'évolution de la consommation. Les investisseurs se dégagent de l'exploitation du pétrole au nom de la transition énergétique bien plus vite que la croissance des énergies renouvelables. Cette raréfaction des capitaux pourrait amener à un manque physique de pétrole. En 2025, en l'absence de découvertes de nouveaux gisements ou d'avancées techniques, le déséquilibre entre l'offre et la demande de pétrole pourrait atteindre 10 millions de barils jour. Un pétrole rare et cher se traduira par une forte hausse des prix et un ralentissement de la croissance. Le retour de la stagflation est une menace réelle pour les pays occidentaux.

La hausse du cours du baril aura l'avantage de favoriser la transition énergétique. Cette dernière suppose des changements importants pour de nombreux secteurs. Les plus exposés sont ceux de l'énergie, des transports, de la sidérurgie, de la construction



et de la plasturgie. Les investissements à réaliser se chiffrent à plusieurs centaines de milliards d'euros. Ils doivent s'accompagner d'un effort en matière de formation. La crise ukrainienne constitue une réelle rupture sur le plan géopolitique avec un risque de fragmentation du monde ; elle marque aussi l'entrée dans un nouveau cycle énergétique susceptible de générer d'importantes tensions au sein des sociétés.

Philippe Crevel

LE COIN DES EPARGNANTS

Une semaine noire pour les marchés européens

Pour la première semaine du mois de mars, la Bourse de Paris a enregistré son septième repli hebdomadaire en huit semaines. Les bons résultats de l'emploi aux Etats-Unis n'ont pas eu d'effets sur les places européennes. La France et l'Allemagne qui sont les deux pays européens le plus présents en Ukraine et en Russie sont de ce fait ceux dont les entreprises voient leurs cours le plus reculer. La France est le pays dont les entreprises ont le plus de salariés dans les deux pays concernés par le conflit. Plus de 500 entreprises françaises sont présentes en Russie et plus de 160 le sont en Ukraine.

Le CAC 40 abandonné plus de 10 % cette semaine. Il est ainsi revenu autour de 6000 points. Depuis le début de l'année, la baisse atteint 15,26 %. Le Daxx allemand s'est également replié de 10 % lors de cette semaine. Le mouvement de baisse est accéléré par les besoins de liquidités de certains investisseurs contraint de solder en toute hâte cette opérations.

La baisse du CAC 40 est la plus forte constatée sur une semaine depuis le premier confinement en mars 2020 (-19,86%). Tous les indices sectoriels européens Stoxx 600 sont dans le rouge, à commencer par ceux des banques et de l'automobile, et cèdent respectivement 4,9% et 4,4%. Le titre Michelin est en net recul en raison de la décision de la société d'arrêter pendant quelques jours la production dans certaines usines européennes à cause de difficultés d'approvisionnement dues à la crise en Ukraine. Renault subit de son côté sa forte exposition au marché russe son deuxième après la France. Les banques françaises présentes en Russie voient également leur titre baisser fortement.

Focalisés depuis des mois par sur la menace de l'inflation, les investisseurs redécouvrent le risque géopolitique. L'actuel conflit concerne la Russie, membre du Conseil de sécurité et dotée de l'arme atomique et l'Ukraine, un pays connu pour ses richesses naturelles et la force de son industrie. Elle constitue une première depuis 1945. La baisse des indices européens dans un contexte de pénuries potentielles d'énergie, d'engrais et de produits agricoles est assez logique et devrait se poursuivre tant que le conflit restera endémique et tant que ses conséquences n'auront pas été évaluées.



En période de crise, les investisseurs privilégient les valeurs jugées les plus sûres parmi lesquelles figurent les emprunts d'Etat. Dans ce contexte, les taux des obligations publiques ont fortement reculé. Le taux du Bund allemand à 10 ans est repassé en territoire négatif et le taux de l'OAT français à 10 ans est revenu à 0,4 % le vendredi 4 mars, contre +0,7 % il y a une semaine.

L'euro fait les frais du conflit ukrainien en passant sous la barre de 1,10 dollar pour la première fois depuis mars 2020. L'once d'or poursuit sa progression en se rapprochant de la barre des 2000 dollars. Son niveau record date du 6 août 2020 à 2059,8 dollars.

Les indices américains résistent mieux, l'économie américaine étant moins exposée au risque russe. En fin de semaine, ils ont également compté sur les bons résultats de l'emploi. L'économie américaine a, en effet créé 678 000 postes en février, contre 423.000 anticipés. Le solde de janvier a été revu en hausse de 14 000 à 481 000. Le taux de chômage a diminué de 0,2 point à 3,8%, son plus bas niveau depuis février 2020. La croissance du salaire horaire moyen a par ailleurs enregistré un ralentissement surprise à 5,1 % sur un an, après 5,5 % en janvier. Ces résultats conforteront l'idée de la Banque centrale américaine de normaliser la situation monétaire. Compte tenu de la moindre progression des salaires, la pression en faveur d'un relèvement massif des taux est néanmoins en repli.

Le baril de pétrole Brent s'échangeait à plus de 113 dollars vendredi 4 mars en progression de plus de 45 % depuis le début de l'année.



Le tableau des marchés de la semaine

	Résultats 4 mars 2022	Évolution sur 5 jours	Résultats 31 déc. 2021
CAC 40	6 061,66	-10,23 %	7 153,03
Dow Jones	33 614,80	-1,30 %	36 338,30
Nasdaq	13 313,44	-2,78 %	15 644,97
Dax Xetra allemand	13 094,54	-10,11 %	15 884,86
Footsie	7 006,99	-6,44 %	7 384,54
Euro Stoxx 50	3 556,01	-10,44 %	4 298,41
Nikkei 225	25 985,47	-1,85 %	28 791,71
Shanghai Composite	3 447,65	-0,11 %	3 639,78
Taux de l'OAT France à 10 ans (18 heures)	+0,429 %	-0,273 pt	+0,193 %
Taux du Bund allemand à 10 ans (18 heures)	-0,075 %	-0,293 pt	-0,181 %
Taux du Trésor US à 10 ans (18 heures)	+1,724 %	-0,076 pt	+1,505 %
Cours de l'euro / dollar (18 heures)	1,0910	-3,14 %	1,1378
Cours de l'once d'or en dollars (18 heures)	1 962,570	+3,79 %	1 825,350
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	113,510	+15,42 %	78,140

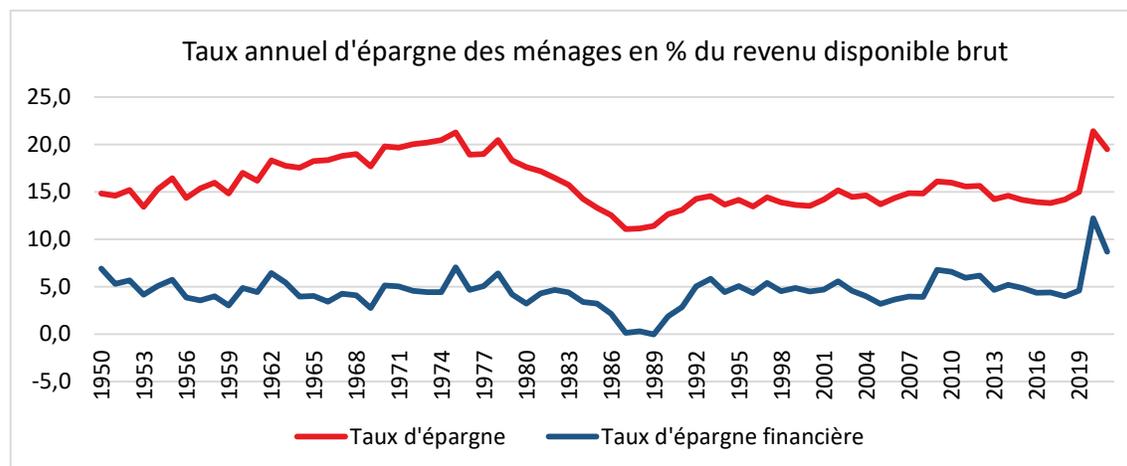
Les Français toujours en mode fournis

En 2021, le pouvoir d'achat des ménages a augmenté de 2,3 % en 2021 (après +0,4 % en 2020), grâce à la progression des revenus d'activité en lien avec la baisse du chômage. Mesuré par unité de consommation pour être ramené à un niveau individuel, le pouvoir d'achat a gagné 1,9 % en 2021.

Au quatrième trimestre 2021, le taux d'épargne des ménages, s'est établi à 17,4 % après 17,2 % au troisième trimestre. Cette légère hausse est imputable aux effets de



la conjonction des vagues delta et omicron qui ont freiné certaines dépenses et à l'augmentation des revenus des ménages en fin d'année. En moyenne sur l'année, le taux d'épargne des ménages demeure à un niveau très élevé (19,5 %), en baisse de 1,9 point par rapport au niveau historiquement haut de 2020 (21,4 %). Avant la crise sanitaire, le taux d'épargne avoisinait 15 %.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La crise ukrainienne, vers une nouvelle hausse du taux d'épargne ?

Lors des deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979, puis lors de la crise financière de 2008, les ménages français avaient décidé d'augmenter leur effort d'épargne. Par précaution, ils avaient réduit leurs dépenses de consommation et d'investissement pour mettre de l'argent de côté. En 2022, avec la crise ukrainienne, ils devraient agir de même si, avant l'invasion, leur taux d'épargne était au-dessus de son niveau de longue période. Fin 2021, il s'élevait à 17 % du revenu disponible brut, deux points au-dessus de son niveau de 2019. Le taux qui avait atteint au cœur du premier confinement 27 % diminue progressivement en épousant le rythme des mesures de restriction sanitaire imposées dans le cadre de la lutte contre l'épidémie.

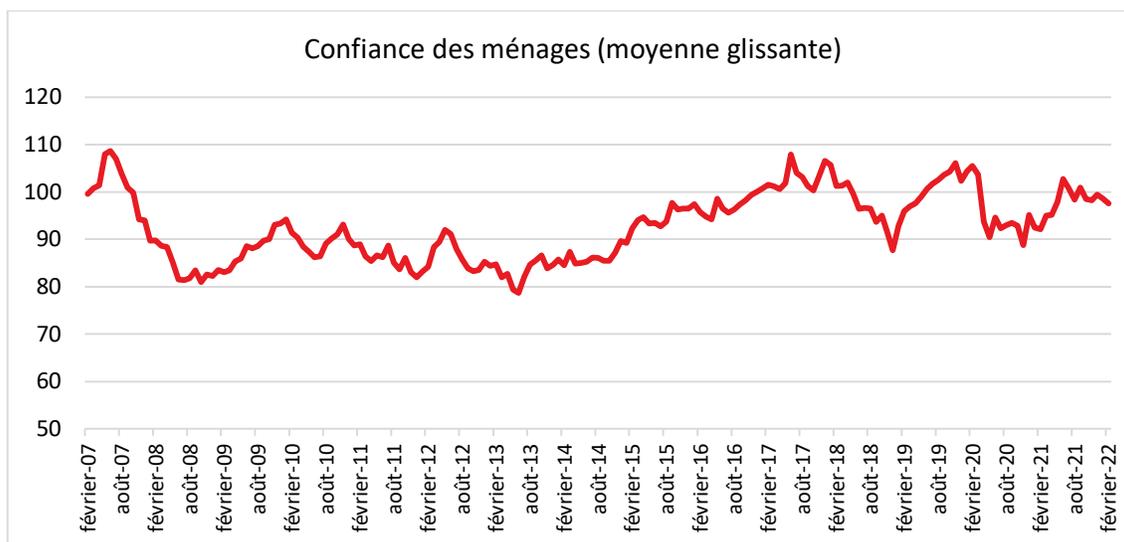
La résurgence de l'inflation constatée depuis le milieu de l'année 2021 favorise également l'épargne. Quand les prix augmentent, les ménages préfèrent mettre de l'argent de côté afin de pouvoir faire face aux dépenses de demain, même si leur épargne ne leur rapporte rien. La crise ukrainienne devrait se traduire par une nouvelle montée des prix qui devrait donc accentuer la propension à épargner. Compte tenu des contraintes de pouvoir d'achat, les marges de manœuvre ne sont pas extensibles à l'infini. Les dépenses contraintes, logement, transports, devraient fortement peser sur le budget des ménages et amener un certain nombre d'entre eux à puiser dans leur cagnotte. Ces derniers devront faire des arbitrages entre leurs souhaits d'épargne et la nécessité de financer des dépenses de plus en plus coûteuses. Dans ce contexte, le taux d'épargne devrait rester élevé autour de 17/19 % durant le premier semestre avant de se tasser si la situation sanitaire et géopolitique se normalise autant que possible.



LE COIN DE LA CONJONCTURE

Petite érosion de la confiance des ménages sur fond d'inflation et de crise internationale

En février, selon l'INSEE, la confiance des ménages s'érode. L'indicateur qui la mesure baisse d'un point à 98 et demeure au-dessous de sa moyenne de longue période (100). La crise ukrainienne et la hausse des prix a commencé à inquiéter les consommateurs français dans le courant du mois de février. La part des ménages qui considèrent que les prix ont augmenté au cours des douze derniers mois est, en effet, en très forte hausse.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

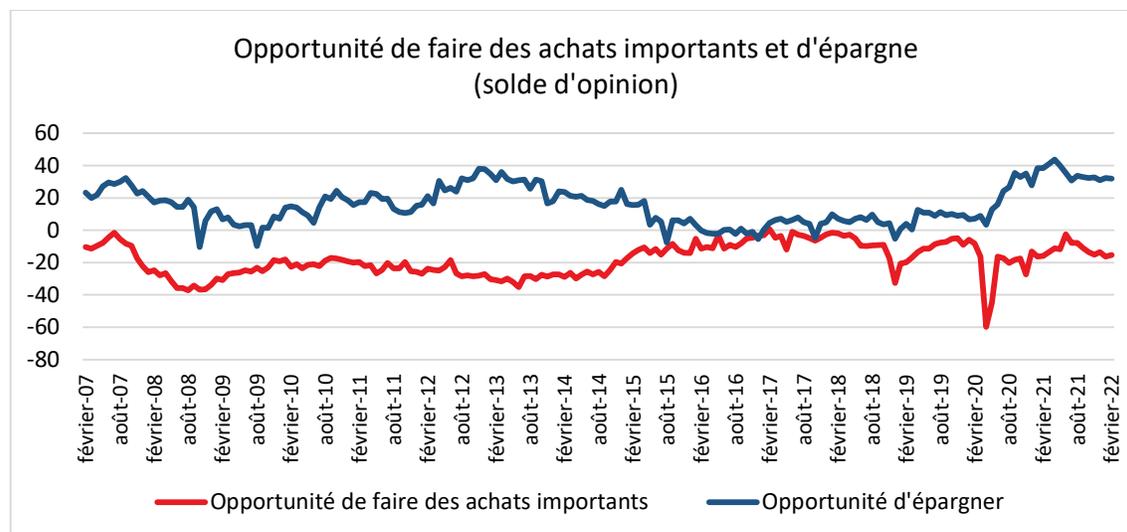
De plus en plus de Français estiment que leur situation financière pourrait se dégrader dans les prochains mois. Le solde d'opinion des ménages relatif à leur situation financière passée diminue de trois points et n'est plus qu'à un point au-dessus de sa moyenne de longue période. En février, la part des ménages qui considèrent que le niveau de vie en France s'est amélioré au cours des douze derniers mois diminue de nouveau. Le solde correspondant perd quatre points et reste nettement au-dessous de sa moyenne de longue période. La part des ménages qui considèrent que le niveau de vie en France va s'améliorer au cours des douze prochains mois diminue légèrement. Le solde correspondant perd un point, et reste lui aussi nettement inférieur à sa moyenne.

En février, la part des ménages qui considèrent que les prix ont augmenté au cours des douze derniers mois enregistre une très forte hausse. Le solde correspondant gagne seize points et se situe au plus haut niveau depuis avril 2011. Néanmoins, la proportion de ménages estimant que la hausse des prix va s'accélérer au cours des douze prochains mois diminue. Le solde correspondant perd cinq points mais demeure largement au-dessus de sa moyenne de longue période.



En février, la proportion de ménages estimant qu'il est opportun de faire des achats importants augmente ; le solde correspondant gagne un point mais reste légèrement au-dessous de sa moyenne de longue période.

En février, le solde d'opinion des ménages relatif à leur capacité d'épargne future diminue d'un point après un rebond de cinq points en janvier. Celui relatif à leur capacité d'épargne actuelle augmente d'un point après trois mois de stabilité. Le solde d'opinion des ménages concernant l'opportunité d'épargner reste stable. Ces trois soldes demeurent bien au-dessus de leurs moyennes de longue période.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

En février, les Français en phase avec les derniers résultats du marché de l'emploi étaient de plus en plus nombreux à être confiants sur l'évolution du chômage. Le solde d'opinion en matière de perte d'emploi diminue de 10 points, atteignant ainsi son niveau le plus bas depuis juillet 2007, largement au-dessous de sa moyenne de longue période.

France : quelle est la cause des inégalités de revenu ?

Les inégalités de revenu après redistribution sont faibles en France par rapport aux autres pays de l'OCDE ou de la zone euro. En revanche, les inégalités de revenu avant redistribution sont au contraire élevées en France. Le système égalitaire française suppose donc un montant important de prestations sociales, ce qui conduit à un montant de dépenses publiques supérieur à celui de nos partenaires.

Avant redistribution, l'indice de Gini qui mesure les inégalités est de 0,52 en France, contre 0,50 au sein de la zone euro (hors France). Après redistribution, la France a un indice de Gini de 0,29, contre 0,39 pour la zone euro (hors France) et de 0,36 pour l'OCDE (hors France). L'écart entre les indices de Gini avant et après redistribution atteint 0,22 en France, 0,19 pour la zone euro et 0,14 pour l'OCDE.



La France se caractérise par une forte inégalité de revenu avant impôts et prestations sociales. Celle-ci n'est pas la conséquence d'une déformation du partage des revenus au détriment des salariés les plus modestes. Ce partage des revenus est stable, les salaires réels progressant à un rythme voisin de celui de la productivité par tête. Sur longue période, ils ont même tendance à augmenter plus vite que la productivité, ce qui se traduit par une dégradation de la compétitivité du pays.

Les inégalités peuvent s'expliquer par une dispersion plus forte entre les bas et les hauts salaires. Or, le salaire minimum n'a pas reculé par rapport au salaire médian ou aux salaires élevés. En France, le salaire minimum représente 63 % du salaire médian et 50 % du salaire moyen. Ces ratios sont stables depuis 2004. Les ratios salaire minimum par rapport aux salaires du 9e décile et du 95e centile restent constants depuis une vingtaine d'années (31 % et 22 %). Même pour le dernier centile, il n'y a pas eu d'augmentation notable (12 % depuis 2006).

Même si plusieurs pays ont relevé dernièrement leur salaire minimum, celui demeure élevé en France. Il représente 63 % du salaire médian, contre 58 % au Royaume-Uni, 50 % en Allemagne ou 30 % aux États-Unis.

La faiblesse du taux d'emploi en France constitue la principale raison des inégalités de revenu avant redistribution. Au sein de l'OCDE, les États où le taux d'emploi est faible ont tous des inégalités de revenu avant redistribution élevées. C'est le cas de la Grèce, de l'Italie, de la Bulgarie, de l'Espagne et donc de la France, dont le taux d'emploi est inférieur à 65 %. A contrario, les inégalités sont faibles en Suède, en Nouvelle Zélande, aux Pays-Bas, au Canada, en Australie en Allemagne et au Japon où les taux d'emploi sont supérieurs à 70 %.

Pour corriger les inégalités de revenu tout en contribuant au rééquilibrage des finances publiques, l'amélioration du taux d'emploi est donc indispensable. Il convient de pouvoir remettre sur le marché de l'emploi des personnes qui faute de compétences ou d'intérêt financier en sont sortis ou sont au chômage. Entre taux d'emploi et inégalités de revenu, une nette corrélation existe avec les niveaux de formation et de compétences. Plus ces derniers sont élevés au sein d'un pays, plus le taux d'emploi l'est également et moins les inégalités sont importantes.

Comment expliquer la troublante baisse de la productivité en France ?

La France a créé plus de 650 000 emplois en 2021, permettant d'effacer la baisse de 2020 et d'obtenir une diminution du taux de chômage qui est désormais de 7,4 %, soit le taux le plus faible enregistré depuis 2008 (hors période atypique du 3e trimestre 2020). Ce processus de création d'emplois avait dans les faits commencé avant même la crise sanitaire dans un contexte qui était alors de faible croissance. Ce fort mouvement de création ne conduit pas, en revanche, à une hausse parallèle de la production, ce qui a pour conséquence un recul de la productivité du travail depuis la fin de l'année 2019. Cette contraction peut apparaître surprenante compte tenu de la reprise de l'investissement avec notamment un effort notable de digitalisation de la part des entreprises et les difficultés que rencontrent ces dernières pour recruter. L'essor du télétravail est, par ailleurs, censé également être favorable à la productivité.



Le recul de la productivité ne peut être que partiellement expliqué par la persistance résiduelle, à la fin de 2021, d'un chômage partiel (personnes comptées dans l'emploi et non dans la valeur ajoutée). Après avoir concerné 4,6 millions de personnes lors du premier confinement, fin 2021, moins de 200 000 personnes étaient touchées par le chômage partiel. La productivité horaire reculant, la durée du temps de travail ne peut pas être incriminée.

La baisse de la productivité trouverait son origine dans la nature des emplois créés. Ces derniers le sont par des entreprises appartenant à des secteurs à productivité faible, tels que les services domestiques et la construction. Du 4^e trimestre 2019 au 4^e trimestre 2021, 68 200 emplois ont été créés dans le commerce, 72 700 dans la construction et 64 900 dans les services aux entreprises quand l'industrie manufacturière en perdait 46 000 et les services financiers 12 800. Depuis 2010, l'industrie a perdu plus de 5 % des effectifs quand les services marchands les ont augmenté de 15 % et la construction de 6 %. Des emplois à forte valeur ajoutée ont été remplacés par des emplois à faible productivité.

Selon les études de France Stratégie, ce processus devrait se poursuivre dans les prochaines années. 75 % des créations d'emploi sont attendues dans des secteurs à faible productivité comme le nettoyage, la distribution, les aides à domicile, les transports (conducteurs de véhicules), manutention ou le bâtiment.

D'ici 2030, 435 000 emplois d'agents d'entretien devraient être créés, 451 000 emplois de commerciaux, 282 000 emplois d'aides à domicile et 205 000 dans le secteur de la manutention. Le secteur de la santé devrait créer 500 000 emplois (aides-soignants – infirmiers). Celui du bâtiment devrait être à l'origine de près de 200 000 emplois.

La forte progression des emplois de service à faible valeur ajoutée devrait amener à une diminution rapide du taux de chômage des personnes à faible qualification qui était, en France, structurellement élevé. Ce taux de chômage qui était de 16 % en 2016 est passé à 12 % fin 2021. Il demeure néanmoins supérieur au taux de chômage des personnes de 25 à 64 ans ayant un niveau de formation secondaire (6,5 %) et à celui des personnes diplômés de l'enseignement supérieur (4,5 %). La baisse du taux de chômage des non-qualifiés est deux fois plus rapide que celle des deux autres catégories.

La déformation de la structure de l'emploi en France en faveur des secteurs de services à faible valeur ajoutée contribue à la dégradation de la balance commerciale de la France. Elle s'accompagne de la contraction de l'appareil productif pour les biens assez sophistiqués (électronique, équipement de la maison, matériels pour les énergies renouvelables, etc.). La demande pour ces produits étant forte, la France est contrainte de recourir à des importations de plus en plus importantes. En 2021, la France a enregistré le plus fort déficit commercial de son histoire, 84,7 milliards d'euros, le solde industriel étant négatif de 65 milliards d'euros. Les échanges de produits informatiques, électroniques et optiques ont été déficitaires de 20,6 milliards d'euros et ceux liés à l'automobile de 18 milliards d'euros. La France ne continue à dégager des excédents qu'avec l'aéronautique, la chimie, les parfums, la pharmacie et l'agro-alimentaire. Il est à noter que ces excédents ont tendance à diminuer sauf en ce qui concerne le secteur de l'aéronautique (hors période covid). La France ne peut



compter que sur les services pour rééquilibrer ce déficit commercial mais avec la crise sanitaire, une grande partie des recettes, notamment celles issues du tourisme, s'est contractée.

Si la création de nombreux emplois est une bonne nouvelle pour l'économie française, leur nature est néanmoins inquiétante pour la croissance, l'augmentation du niveau de vie de la population et le commerce extérieur. Elle traduit une spécialisation sur des secteurs à faible valeur ajoutée et confirme le processus de désindustrialisation engagé depuis une quarantaine d'années. Elle révèle l'incapacité croissante de la France à produire les biens plus sophistiqués dont la demande tend à s'accroître. Une élévation du niveau de formation, avec une revalorisation des filières scientifiques, apparaît nécessaire pour éviter un décrochage non rattrapable.

La hausse improductive et virtuelle du patrimoine

Au sein de l'OCDE, le niveau de la richesse (rapporté au revenu) a augmenté depuis une dizaine d'années en lien avec les politiques monétaires accommodantes. Les faibles taux d'intérêt réels conduisent à la hausse des cours boursiers, de la valeur des entreprises non cotées et des prix de l'immobilier. Ces valorisations ont-elles généré un effet de richesse utile pour les économies concernées ou sont-elles purement fictives et improductives ?

Au sein de l'OCDE, le poids du patrimoine financier et immobilier est passé de 400 à 700 % du PIB de 1990 à 2021. Sur cette période, les taux d'emprunt réels à 10 ans sur les emprunts d'État sont passés de plus de +4 % à -4 %. L'indice boursier a été multiplié par plus de 5 et la valeur des biens immobiliers par plus de 2. Pour le private equity, les multiples EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization), la plus courante des méthodes de valorisation, atteignent plus de 12 en 2021 contre 7 en 2002 (le Multiple EBITDA est une méthode comparative permettant d'apprécier la valorisation des entreprises).

Cette hausse importante de la richesse n'a pas eu d'effets notables sur la croissance des pays de l'OCDE. Logiquement, une augmentation de la valeur du patrimoine amène une baisse du taux d'épargne des ménages. Ces derniers atteignant plus rapidement que prévu le niveau de patrimoine implicitement souhaité réduisent leur effort d'épargne. Or, c'est le phénomène inverse qui est constaté. Au sein de l'OCDE, le taux d'épargne est en augmentation constante depuis une dizaine d'années. Le financement de la retraite et la multiplication des crises incitent les ménages à mettre de plus en plus d'argent de côté.

La valorisation du patrimoine a avant tout bénéficié aux ménages les plus aisés qui ont la propension la plus faible à consommer. Au sein de l'OCDE, la proportion du patrimoine national détenue par les 1 % des ménages les mieux dotés est passée de 23 à 29 % de 1990 à 2021.

La hausse du patrimoine n'a pas provoqué celle de l'investissement net des entreprises ou des ménages. Au sein de l'OCDE, l'investissement net des entreprises est en baisse depuis 2002 et celui des ménages depuis 2007. Une légère reprise de l'un et de l'autre s'est amorcée à partir de 2017, avant d'être arrêtée par la crise



sanitaire en 2020 puis de reprendre en 2021. Le niveau de l'investissement était, fin 2021, néanmoins nettement plus faible que celui de 2002. La chute de l'investissement est intervenue au moment de la crise financière qui a été suivie par une forte augmentation de la valeur du patrimoine. La baisse des taux d'intérêt ne semble pas avoir eu d'effet notable sur la décision des entreprises d'investir. Pour les entreprises, la diminution de l'investissement peut s'expliquer par une exigence accrue de rentabilité du capital et pour les ménages, et par une volonté de correction de l'excès d'endettement après la bulle immobilière, ce phénomène concernant en particulier les États-Unis et l'Espagne. Au sein de l'OCDE, la dette des ménages est ainsi passée de 120 % du revenu disponible brut à 105 % de 2007 à 2021.

La hausse de la valeur des actifs est en grande partie le fruit de l'excès de liquidités lié aux politiques monétaires des banques centrales. Il s'agit avant tout d'une hausse des prix relatifs liés à des arbitrages de portefeuille. Cette dernière n'est pas la conséquence d'une accumulation ou d'une création de richesses. Dans certains pays comme la France, un déficit de logements existe et peut également contribuer à l'augmentation des prix. Avec cette dernière, le marché immobilier tourne de plus en plus en vase clos, les primo-accédants ayant des difficultés croissantes à acheter un bien.

L'effet virtuel de cette valorisation des actifs est d'autant plus net qu'il s'accompagne d'une progression parallèle de l'endettement. La dette des ménages est passée de 125 à 150 % du PIB de 1990 à 2022.

L'envolée des cours des actions et du prix des logements concourent à accroître les inégalités patrimoniales. Le poids des dépenses pré-engagées (logements, assurances, abonnements, etc.) des ménages augmente au point de représenter près du tiers du budget des ménages, soit de 5 à 8 points de plus que dans les années 1990. Si ce phénomène se poursuivait en période d'inflation, le niveau de vie des ménages pourrait en pâtir. Logiquement, la hausse des prix devrait amener une hausse des taux et donc une accalmie sur le marché immobilier mais la nécessité pour les banques centrales d'assurer la solvabilité des États dans un contexte économique et géopolitique complexe pourraient les inciter à maintenir des taux bas.

Les trois défis de la France pour l'après élection

Dans un contexte de hausse des prix et de mutation économique, le nouveau gouvernement qui résultera des élections du printemps devra relever plusieurs défis à connotation sociale qui concernent le niveau de vie, l'emploi et l'accès au logement.

La hausse des prix et le pouvoir d'achat

La hausse des prix en cours qui pèse directement sur le pouvoir d'achat des ménages constituera un défi social. La France n'a pas connu de réelle vague inflationniste depuis une quarantaine d'années. La hausse des prix touche en premier lieu ceux dont les revenus ne sont pas indexés. Les salariés des entreprises qui ne peuvent pas répercuter les hausses des prix des matières premières, de l'énergie et des biens intermédiaires, sont les plus exposés. Ils sont même susceptibles d'être confrontés à un problème d'emploi. Les fonctionnaires sont susceptibles d'être victimes de la non-



indexation totale du point. Pour les retraités, une clause d'indexation existe mais elle n'a été que partiellement respectée ces dernières années. Pour le moment, les salaires suivent à distance la hausse des prix, amenant à une perte de pouvoir d'achat.

Des facteurs structurels pourraient, en outre, accentuer la hausse des prix dans les prochaines années. La transition énergétique qui conduit à une substitution d'énergies renouvelables aux énergies carbonées est un facteur d'inflation. Le prix de l'énergie renouvelable est plus élevé en raison du caractère aléatoire de cette dernière, nécessitant de développer des capacités de stockage et la réalisation d'infrastructures redondantes. L'efficacité énergétique des nouvelles énergies est pour le moment plus faible que celle des énergies carbonées dont le coût augmente, soit en raison des taxes, soit en raison du sous-investissement, les tensions géopolitiques ne faisant qu'accentuer cette tendance.

Les ménages devront faire face à une augmentation de leur budget « transports ». Les voitures électriques coûtent plus chères que les voitures thermiques en raison du prix élevé des batteries qui comportent des métaux rares dont l'accès est de plus en plus difficile. En trente ans, le prix des voitures a augmenté de plus de 25 %. Une partie de cette hausse est également imputable au poids croissant de l'informatique embarquée. Les ventes de voitures neuves sont en net recul. En vingt ans, elles sont passées de 2,4 millions à 1,5 million par an. Les ménages les plus modestes sont les plus confrontés à l'augmentation du coût de l'énergie et des transports. L'achat de véhicules neufs est désormais réservé à une frange de plus en plus étroite de la population. Il s'effectue par ailleurs en ayant recours au système de location de longue durée. Les dépenses d'énergie en France représentent, en effet, 15 % du budget des ménages du premier quintile, contre 6 % pour ceux du cinquième.

La problématique du logement

L'accès au logement constitue un problème croissant pour les Français, en particulier pour ceux habitant au sein des grandes métropoles ou en bordure du littoral. Les phénomènes de métropolisation et de périurbanisation contribuent également à la hausse du coût du m² dans les territoires périphériques où existe encore du foncier disponible. A quoi s'ajoute la hausse de la facture énergétique. De 2000 à 2021, les prix en France ont doublé en moyenne. Les dépenses totales de logement ont atteint plus de 22 % du budget des ménages les plus modestes en 2017. Ce ratio est l'un des plus élevés d'Europe. Il n'est que de 18 % en Allemagne où il est en outre assez stable depuis une dizaine d'années. Un nombre croissant de Français sont contraints de demeurer de plus en plus loin de leur lieu de travail, ce qui a pour conséquence une augmentation de leurs dépenses de transports.

La substitution d'emplois à faible qualification aux emplois à forte valeur ajoutée

La France se spécialise de plus en plus dans les services domestiques constitués d'emplois à faible qualification et à faible rémunération. Les emplois industriels continuent de leur côté à diminuer. La transition énergétique devrait amener à la suppression d'emplois dans la production et l'utilisation d'énergies fossiles, dans la production et la distribution de voitures thermiques, emplois à forte valeur ajoutée. 120 000 destructions d'emplois dans la filière automobile sont attendus avec le



remplacement du moteur thermique et de ses accessoires par la batterie et le moteur électriques, et avec une forte baisse (30 % environ) du nombre d'heures nécessaires à la production de voitures. Les effectifs du secteur automobile qui atteignaient 850 000 en 2007 ne s'élèvent plus qu'à 630 000 en 2022. Le gouvernement a lancé un plan afin de permettre le développement d'usines de production de batteries qui sont aujourd'hui importées en quasi-totalité. Il faudra quelques années avant que ce plan porte ses effets. Sa réussite suppose, en parallèle, un important programme de formation des salariés.

Les pouvoirs publics seront amenés à réaliser d'importants efforts budgétaires pour limiter les conséquences sociales de l'augmentation des prix, en particulier dans le secteur de l'énergie. En vingt-cinq ans, les dépenses des ménages en la matière sont déjà passées de 27 à 65 milliards d'euros en raison de l'aggravation des taxes et de l'augmentation des cours. Au niveau du logement, la relance de la construction sera également un sujet d'actualité dans les prochaines années. Les mises en chantier plafonnent à 375 000 quand elles étaient supérieures à 475 000 avant la crise financière. L'objectif de 500 000 constructions par an n'a jamais été atteint.

C'EST DÉJÀ HIER

Près de 6 % d'inflation en zone euro

Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 5,8 % en février 2022, contre 5,1 % en janvier selon une estimation rapide publiée par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne.

S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, l'énergie devrait connaître le taux annuel le plus élevé en février (31,7 %, comparé à 28,8 % en janvier), suivie de l'alimentation, alcool & tabac (4,1 %, comparé à 3,5 % en janvier), des biens industriels hors énergie (3,0 %, comparé à 2,1 % en janvier) et des services (2,5 %, comparé à 2,3 % en janvier).

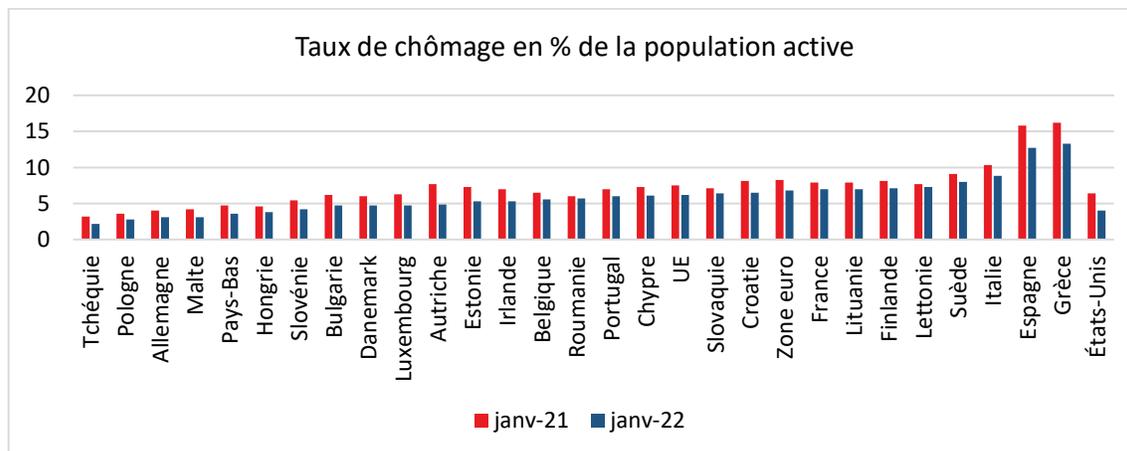
Le chômage passe en-dessous des 7 % en zone euro

En janvier, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro était, selon Eurostat, de 6,8 %, en baisse par rapport au taux de 7,0 % enregistré en décembre 2021 et au taux de 8,3 % de janvier 2021. Le taux de chômage de l'Union Européenne était de 6,2 % en janvier, en baisse par rapport au taux de 6,3 % de décembre 2021 et au taux de 7,5 % enregistré en janvier 2021.

En janvier, le taux de chômage des femmes s'est établi à 6,5 % dans l'Union et celui des hommes était de 6,0 %. Dans la zone euro, le taux de chômage des femmes a diminué de 7,2 % en décembre 2021 à 7,1 % en janvier 2022, tandis que le taux de chômage des hommes est passé de 6,7 % à 6,6 %. En janvier, le taux de chômage des jeunes s'est établi à 14,0 % dans l'Union et à 13,9 % dans la zone euro.



La République tchèque, la Pologne, l'Allemagne et Malte sont en situation de plein emploi. La France se trouve désormais à quelques encablures de la moyenne de la zone euro.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

La rémunération des médecins en hausse entre 2014 et 2017 mais de manière non homogène

En 2017, les médecins libéraux ou mixtes âgés de 70 ans ou moins exerçant en France ont, selon le ministère des Solidarités et de la Santé, déclaré en moyenne un revenu d'activité annuel de 120 000 euros. Des écarts importants existent en fonction des spécialités. Les radiologues, les anesthésistes-réanimateurs, les ophtalmologues ou les chirurgiens sont les mieux rémunérés, avec des revenus atteignant ou dépassant en moyenne 185 000 euros par an. La radiothérapie est la spécialité la plus lucrative avec un revenu moyen supérieur à 400 000 euros par an. À l'opposé, parmi les spécialistes situés en bas de l'échelle des rémunérations, figurent les psychiatres et les pédiatres avec des revenus moyens s'élevant respectivement à 89 000 et 86 000 euros. Pour les généralistes, le revenu moyen s'élève à 92 000 euros. Ces revenus sont exclusivement issus de l'activité libérale pour 70 % des médecins. En revanche, 30 % des médecins cumulent leur activité libérale avec une activité salariée à l'hôpital public, en clinique ou dans un centre de santé. La part de leur revenu libéral représente alors en moyenne 76 % du revenu d'activité.

Les médecins et chirurgiens figurent parmi les indépendants les mieux rémunérés. Selon l'INSEE, le revenu moyen d'activité en France des non-salariés hors micro-entrepreneurs était de 43 000 euros en 2017, tous secteurs confondus. Hors secteur de la santé et de l'action sociale, le revenu des non-salariés le plus élevé concerne le secteur des services aux entreprises, avec 57 000 euros par an en moyenne. Au sein du secteur précité, le niveau de revenus dépasse 100 000 euros par an en moyenne pour les activités juridiques et comptables.

Des écarts importants entre les médecins

Parmi les médecins généralistes, les 10 % les mieux rémunérés gagnent au moins 3,8 fois plus que les 10 % les moins bien rémunérés. Pour les spécialistes, ce ratio atteint



5,7. Parmi les spécialités où les écarts sont importants figurent l'ophtalmologie, la gynécologie, la psychiatrie et la radiothérapie, le ratio atteignant 6 fois. À l'inverse, en anesthésie-réanimation, en gastro-entérologie, en imagerie médicale, en pneumologie, en cardiologie et en oncologie, les revenus sont relativement plus homogènes avec un ratio entre les 10 % les mieux rémunérés et les 10 % les moins bien rémunérés inférieur à 4.

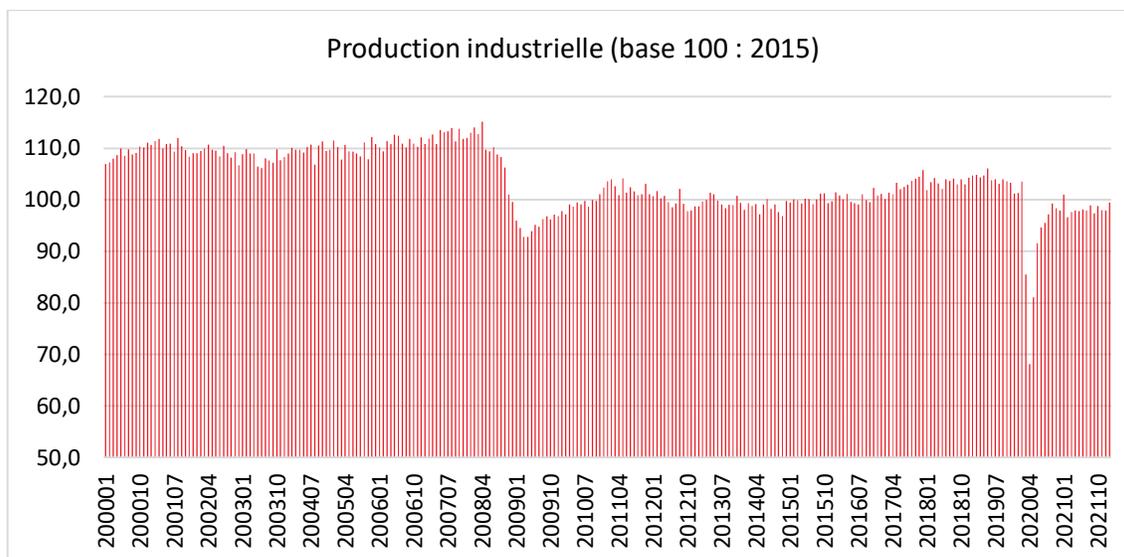
Progression des revenus entre 2014 et 2017

Entre 2014 et 2017, le revenu d'activité des médecins a progressé en moyenne de 1,9 % par an en euros constants, après déduction de l'inflation. Les spécialistes ont connu une augmentation plus rapide de leur rémunération (2,2 %) que pour les généralistes (+1,7 %). Ces évolutions varient selon le secteur de conventionnement : les spécialistes exerçant en secteur 2 ont vu leur revenu progresser en moyenne de 1,9 %, tandis que la hausse a atteint 2,3 % pour ceux appliquant les tarifs opposables (secteur 1). Les radiothérapeutes, les ophtalmologues et les cardiologues ont connu de fortes hausses de leur revenu (respectivement +7,3 %, +3,4 %, +2,7 % par an en moyenne) quand sur la même période, les revenus des rhumatologues et des pédiatres ont baissé de respectivement -0,3 % et -0,5 %.

L'industrie toujours affectée par les pénuries de biens intermédiaires

En janvier, selon l'INSEE, la production dans l'industrie manufacturière a progressé de +1,8 % après +0,2 % en décembre. Pour l'ensemble de l'industrie, les taux respectifs sont +1,6 % et -0,1 %. Par rapport à février 2020 (dernier mois avant le début du premier confinement), la production reste en retrait dans l'industrie manufacturière (-4,6 %) ainsi que dans l'ensemble de l'industrie (-3,9 %). La production des trois derniers mois (novembre 2021 à janvier 2022) est inférieure à celle des trois mêmes mois un an plus tôt dans l'industrie manufacturière (-0,8 %), comme dans l'ensemble de l'industrie (-0,7 %).

Sur cette période, la production est en nette baisse dans les matériels de transport (-11,0 %), notamment dans l'industrie automobile (-14,8 %) qui demeure lourdement affectée par la pénurie de semi-conducteurs. Elle diminue très légèrement dans les « autres industries » (-0,2 %). Elle est quasi stable dans les industries extractives, énergie, eau (-0,1 %). À l'opposé, elle augmente dans les industries agro-alimentaires (+2,6 %), croît fortement dans la cokéfaction-raffinage (+29,7 %) et augmente légèrement dans les biens d'équipement (+0,9 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

LE COIN DES TENDANCES

Le retour du risque géopolitique

Depuis la fin de la guerre froide voire depuis le milieu des années 1980, les investisseurs ont relégué au second plan les tensions internationales. La chute de l'URSS, la conversion de la Chine à l'économie de marché et la mondialisation les ont peu à peu confortés dans l'idée que la géopolitique avait désormais peu de conséquences sur la valeur des entreprises. Les attentats du 11 septembre 2001 ont créé un choc financier en raison, en premier lieu, de leur proximité de Wall Street. Pour autant, sur la durée les répercussions boursières ont été relativement faibles. Entreprises et investisseurs ont alors estimé que les conséquences économiques seraient contenues, et ont prêté une attention toute relative à la lutte que se mènent la Chine et l'Amérique, à la montée des dirigeants populistes en Amérique latine ou encore aux tensions au Moyen-Orient. Ainsi, ni les démêlés avec l'Iran ni la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis n'ont donné lieu à de véritables inflexions sur les marchés.

Avec l'invasion de l'Ukraine, ce schéma pourrait voler en éclats au motif qu'elle pourrait entraîner l'isolement de la 11e économie mondiale qui est en outre l'un des plus grands producteurs de matières premières. Jamais, depuis 1945, en-dehors des guerres concernant les États issus de la décomposition de la Yougoslavie, une guerre n'avait concerné deux États européens internationalement reconnus, sachant que la Russie est membre à l'ONU du Conseil de sécurité. Il faut remonter aux pires années de la guerre froide pour avoir un même niveau de tension. Cette crise dépasse, en raison du nombre de morts, celle provoquée en 1948 par le blocus de Berlin ou celle liée à la construction du mur de la même ville en 1961 et qui fut alors suivie par la crise des missiles de Cuba en 1962. Ces différents événements avaient abouti ou conforté la partition du monde. Les implications économiques furent certainement moins importantes que celles que pourrait générer l'invasion de l'Ukraine.



Les incidences mondiales immédiates seront une inflation plus élevée, une croissance plus faible et une certaine perturbation des marchés financiers à mesure que des sanctions plus sévères s'imposeront. Les retombées à plus long terme seront un nouvel affaiblissement du système de chaînes d'approvisionnement mondialisées et de marchés financiers intégrés qui a dominé l'économie mondiale depuis l'effondrement de l'Union soviétique en 1991.

Depuis le deuxième choc pétrolier, les pays occidentaux n'ont pas été confrontés à une aussi brusque élévation des cours de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles. Le baril de pétrole a certes connu des hausses importantes en 2007 et en 2014 mais ces dernières étaient étalées dans le temps. Le choc énergétique de 2022 marque d'autant plus les esprits qu'il met aux prises la Russie, c'est-à-dire l'un des trois plus importants producteurs de pétrole et de gaz au monde. La Russie est, par ailleurs, un fournisseur clé de métaux industriels tels que le nickel, l'aluminium et le palladium. La Russie et l'Ukraine sont toutes deux d'importants exportateurs de blé, tandis que la Russie et la Biélorussie sont des producteurs notables de potasse, un intrant essentiel pour l'agriculture. Le prix du baril de pétrole Brent a franchi la barre des 100 dollars dès le début de l'intervention russe et le cours du gaz en Europe a augmenté de 30 %. Plusieurs pays d'Europe, à commencer par l'Allemagne, dépendent massivement du gaz russe. L'arrêt de l'approvisionnement serait extrêmement délicat à gérer avec, à la clef, un risque de pénurie. L'approvisionnement en matières premières pourrait être remis en cause de deux manières. Les livraisons pourraient être interrompues si des infrastructures physiques telles que des gazoducs ou des ports de la mer Noire sont détruits. Elles pourraient également être remises en cause par les sanctions et contre-sanctions. Jusqu'à présent, les deux camps se sont montrés réticents à militariser le commerce de l'énergie et des matières premières qui s'est également poursuivi tout au long de la guerre froide. Les sanctions après l'invasion de la Crimée n'ont pas empêché la signature de contrats portant sur le gaz et le pétrole. La décision d'ExxonMobil ou de Shell de sortir de Russie constitue une première. La mise en sommeil du gazoduc « Nord Stream 2 », par l'Allemagne, le 22 février dernier, est symbolique car il n'était pas en état de fonctionner. Les sanctions occidentales, même si elles n'aboutissent pas à l'interdiction des achats de gaz et de pétrole, pourraient à terme peser sur la production du fait des difficultés que rencontrera la Russie pour moderniser ses équipements. Cette dernière pourrait aussi riposter en privilégiant des clients dont les pays ne l'ont pas condamnée. Les Occidentaux espèrent que les pays arabes compensent en partie la Russie. Pour le moment, ces pays se montrent réticents. Depuis des années, ils ont noué des accords avec la Russie leur permettant de réguler le prix du pétrole. Ils ne souhaitent pas créer une crise avec ce pays certes non-membre de l'OPEP mais qui est associé à ses travaux. Par ailleurs, la hausse des cours compense le manque à gagner encaissé durant la crise sanitaire.

Si l'Occident est exposé au risque énergétique, la Russie l'est en matière technologique. Les États-Unis peuvent imposer des sanctions du même type que celles infligées à Huawei aux entreprises technologiques russes. Ils pourraient ainsi limiter leur accès aux semi-conducteurs et aux logiciels de pointe. Ils ont également la possibilité de couper l'accès à Internet. Certaines entreprises de la sphère digitale comme Apple ou Google ont d'ores-et-déjà réduit leurs services à destination de la Russie.



Les pays occidentaux comptent sur les sanctions financières pour mettre en difficulté la Russie. Ce pays peut néanmoins s'appuyer sur d'importantes réserves en devises et sur ses fonds souverains. Il dispose de quelques mois voire d'un an de marges. Cependant, avec l'inflation et la dépréciation du rouble, les réserves accumulées ont tendance à s'évaporer rapidement. La volonté des Occidentaux est de réduire au maximum les flux financiers entrant et sortant du pays. Pour faire face à ce risque, la Russie a cherché depuis 2014 à isoler son économie de la zone dollar. La part de ses échanges libellés en devise américaine a baissé ces cinq dernières années. La Russie devra se tourner davantage vers la Chine pour ses besoins financiers. Si en 2014, 97 % des échanges entre ces deux pays s'effectuaient en dollars, ce taux n'était plus que de 33 % en 2021. La décision d'exclure du réseau SWIFT plusieurs banques russes pourrait freiner également les flux financiers et les échanges. L'acronyme SWIFT pour Society Worldwide Interbank Financial Telecommunication est une société installée en Belgique qui gère un système international de transmission sécurisé des données bancaires. Ce système permet aux établissements financiers d'échanger en toute sécurité des données concernant des opérations interbancaires. Ces communications sont notamment indispensables pour le paiement des importations. Deux pays sont actuellement exclus du réseau, la Corée du Nord et l'Iran. Depuis plusieurs années, la Chine met en place son propre système de protection des échanges de données financières. La Russie pourrait s'y rattacher. Les banques russes pourraient également passer par des établissements indiens reliés à SWIFT par un système de transmission autonome. Le risque d'une généralisation des interdictions d'accès à SWIFT est l'émergence de systèmes concurrents et la dédollarisation de l'économie mondiale.

Quelques jours après le début de la crise ukrainienne, les conséquences pour l'économie mondiale sont déjà nombreuses. La Russie fait face à un choc économique et financier sans précédent, sa monnaie ayant perdu plus de 30 % de sa valeur et ses taux directeurs étant relevés à 20 %. Si les sanctions sont importantes, elles ne mettent pas en danger immédiatement l'économie russe. Elles compliquent l'organisation des flux mais ne les interdisent pas. Le poids économique de l'Occident est moindre en 2022 qu'en 1973. À l'époque, plus des deux tiers du PIB étaient générés par les États-Unis, l'Europe de l'Ouest et le Japon. Aujourd'hui, leur poids dans le PIB mondial est inférieur à 45 %. Pour l'économie mondiale, la crise ukrainienne est avant tout une source supplémentaire d'inflation intensifiant le dilemme auquel les banques centrales sont confrontées. Doivent-elles relever rapidement leurs taux directeurs au risque de briser la croissance déjà mise à mal par l'invasion russe ou accepter une inflation plus haute ?

À plus long terme, cette crise peut accélérer la partition du monde en plusieurs blocs économiques. La Russie sera obligée de basculer un peu plus vers l'Est, en s'appuyant davantage sur des liens commerciaux et financiers avec la Chine. En Occident, au nom du souverainisme économique et de la protection des intérêts nationaux, le protectionnisme pourrait être à nouveau légitimé. La Chine pourrait être tentée de se protéger d'éventuelles sanctions occidentales en privilégiant l'autosuffisance. L'invasion de l'Ukraine ne provoquera peut-être pas de crise économique mondiale aujourd'hui, mais elle pourrait bien marquer une inflexion dans le cours de l'économie mondiale pour les prochaines décennies.



La Chine et le fossé technologique

À la fin du mois de janvier 2022, l'Institut d'études internationales et stratégiques de l'Université de Pékin avait publié une note révélant que la Chine n'avait pas rattrapé son retard en matière de haute technologie vis-à-vis des États-Unis. En particulier en ce qui concerne les semi-conducteurs, les systèmes d'exploitation et l'aérospatiale. Cette note indiquait que la Chine pourrait être la principale perdante en cas de segmentation en plusieurs blocs étanches de l'économie mondiale. La publication qui était accessible sur le site de ce centre de recherche a rapidement été retirée, certainement à la demande des autorités chinoises. En soulignant la dépendance technologique et commerciale de la Chine, la note soulignait les vulnérabilités du pays qui est censé gagner en indépendance avec l'application du 14e plan quinquennal publié en 2021.

Pour atteindre une autonomie globale, les autorités chinoises investissent massivement dans les techniques de pointe et persuadent les entreprises nationales de faire de même. Les dépenses publiques et privées en recherche et développement ont atteint un record de 2 800 milliards de yuans (440 milliards de dollars) en 2021 dans le but de rattraper puis de dépasser les occidentaux d'ici 2049, pour le centenaire de la République Populaire. L'effort de recherche atteint désormais 2,5 % du PIB, soit légèrement moins que le taux américain qui est de 3 %.

En matière technologique, le gouvernement chinois compte exploiter au mieux les partenariats avec les entreprises occidentales et multiplier les retours au pays des chercheurs installés à l'étranger. Pour les vaccins ARN messager utilisés dans la lutte contre le covid, la Chine a bénéficié du retour d'un chercheur qui travaillait pour Moderna, Ying Bo. Son retour a été salué par les médias. Il a créé une entreprise, Abogen Biosciences qui a, avec le concours de l'Armée populaire, développé le vaccin à ARNm chinois, bénéficiant d'un budget public de 2,3 milliards de dollars. En un an, la Chine aurait réussi à rattraper les entreprises les plus en pointe en Occident.

Dans l'agriculture, la Chine réalise également des progrès importants. Si les semences génétiquement modifiées sont interdites en Chine afin d'éviter une dépendance aux entreprises américaines, les chercheurs chinois ont développé des alternatives locales. Des entreprises chinoises ont acheté des brevets et ont réalisé des avancées technologiques en nouant des partenariats notamment avec des entreprises suisses. Néanmoins, pour le moment, ces progrès ne permettent pas à la Chine d'être indépendante sur le plan agricole. Le pays importe pour au moins 400 milliards de yuans du soja, du maïs et du coton, dont une grande partie est génétiquement modifiée.

Le gouvernement chinois souhaite que dans les prochaines années le pays soit indépendant pour la construction et la réparation des avions. L'entreprise publique Comac devrait commencer prochainement à livrer en 2022 le C919 qui est un concurrent des Boeing 737 et des Airbus A320. Le programme chinois de construction de l'avion chinois, débuté en 2008, a donné lieu de nombreux retards. Les commandes sont en revanche importantes, les compagnies aériennes chinoises ayant reçu l'ordre d'en acheter par centaines. Cet avion est avant tout une imitation du



A320 et intègre de nombreuses pièces étrangères. Il sera équipé de moteurs issus de la coopération de Safran avec General Electric Aviation. L'avion chinois demeure en retard d'une génération par rapport à ceux fabriqués par les États-Unis ou l'Europe.

La Chine est également confrontée à un retard en matière de microprocesseurs. Ce retard a été révélé lors de la décision en 2018 de Donald Trump de priver Huawei et ZTZ des puces américaines. Pour éviter la réédition de ce problème, le dernier plan quinquennal de la Chine stipule que le pays devra produire 70 % des puces qu'il consomme d'ici 2025, contre moins de 20 % en 2021. La construction de trois nouvelles usines a été lancée en 2022. L'État consacre depuis 2019 des centaines de milliards de yuans par an pour ce secteur. Les chercheurs des entreprises étrangères travaillant en Chine sont appelés à rejoindre des structures nationales. Face à cette pression le centre de recherche à Shanghai de l'entreprise d'électronique américaine, Micron, a été fermé par ce dernier le 26 janvier 2022. L'espionnage industriel déjà important tend à devenir intensif. Comme pour les avions de ligne, les microprocesseurs chinois demeurent en retrait par rapport à ceux des États-Unis, de Taïwan, de Corée du Sud ou du Japon. Les Chinois ne maîtrisent pas encore les techniques des puces avec des structures mesurées en dizaines de nanomètres (milliardièmes de mètre). Les puces chinoises ont quelques générations de retard par rapport à celles de TSMC de Taiwan et de Samsung de Corée du Sud, les deux principaux producteurs mondiaux l'industrie.

La Chine accuse également un retard dans les systèmes d'exploitation des ordinateurs personnels et des smartphones. Quand l'administration Trump a interdit aux entreprises américaines de travailler avec Huawei en 2019, cette dernière n'avait plus accès aux microprocesseurs américains et systèmes d'exploitation Android de Google. Ces restrictions ont contribué à la baisse d'environ 30 % des revenus de Huawei l'année en 2021. Le système d'exploitation de Microsoft, Windows pour les ordinateurs personnels dispose d'une avance importante. Les entreprises chinoises ont investi environ 4 milliards de dollars entre 2019 et septembre 2021 afin de développer des systèmes d'exploitation. Certains analystes s'attendent à ce que l'alternative à Android conçue par Huawei, appelée Harmony OS, puisse rapidement être opérationnelle. Ce système d'exploitation devrait être partiellement fondée sur le système open source de Google. Pour le moment, tous les smartphones chinois continuent de fonctionner sur Android et iOS d'Apple et presque tous les ordinateurs de bureau chinois sont alimentés par Mac OS d'Apple ou Microsoft Windows. Les systèmes d'exploitation chinois alternatifs ont du mal à attirer les développeurs faute d'utilisateurs. L'absence d'applications dissuade les consommateurs à les utiliser.

La Chine rencontre également des problèmes pour créer un réseau de paiement mondial. La majeure partie des transferts d'argent mondiaux est traitée via Swift, le système de messagerie interbancaire basé en Belgique, et Chips, le système de compensation national américain. Les opérations financières et commerciales restent à plus de 60 % réalisées en dollars. La Chine qui est devenue le premier exportateur mondial est contrainte de recourir à la monnaie des États-Unis. Dans l'histoire, la première puissance économique a toujours imposé sa monnaie comme instrument d'échange. Face aux risques des menaces occidentales, la Chine développe depuis 2015 un système de paiement parallèle en yuans connu sous le nom de CIPAS. En septembre, le service traitait chaque jour 317 milliards de yuans de transactions dans



plus de 100 pays. La diffusion de CIPS demeure néanmoins modeste. 80 établissements financiers y sont connectés contre plus de 11 000 pour SWIFT. En 2021, la devise chinoise a été utilisée à hauteur de 2,7 % dans les échanges internationaux, contre 1,9 % en 2019. Cette hausse est avant tout la conséquence de la présence plus importante de filiales chinoises à l'étranger. L'internationalisation de la monnaie chinoise trouve comme limite la montée en puissance du souverainisme économique. Elle pourra néanmoins compter sur l'appui de la Russie dont certains établissements financiers ont été exclus de SWIFT.

La Chine est devenue la deuxième puissance économique mondiale et pourrait même doubler sous peu les États-Unis. Pour autant, elle n'a pas encore rattrapé son retard technologique. Pour le combler, elle a besoin de l'apport des entreprises occidentales. Le pays pourrait être pénalisé en cas de montée en puissance du protectionnisme et de segmentation de l'économie mondiale en plusieurs zones, d'autant plus que sa croissance dépend des exportations vers l'Europe et les États-Unis. Si les autorités chinoises n'ont pas condamné l'invasion ukrainienne de la Russie, le soutien à cette dernière reste, pour le moment, discret. L'Ukraine avait noué des relations économiques étroites avec la Chine, le pays figurant parmi les objectifs de la Route de la Soie. Le Gouvernement chinois n'entend pas s'immiscer dans les affaires européennes sachant qu'il a en ligne de mire Taiwan et qu'il est régulièrement confronté à la question des Ouïghours dans la région du Xinjiang.

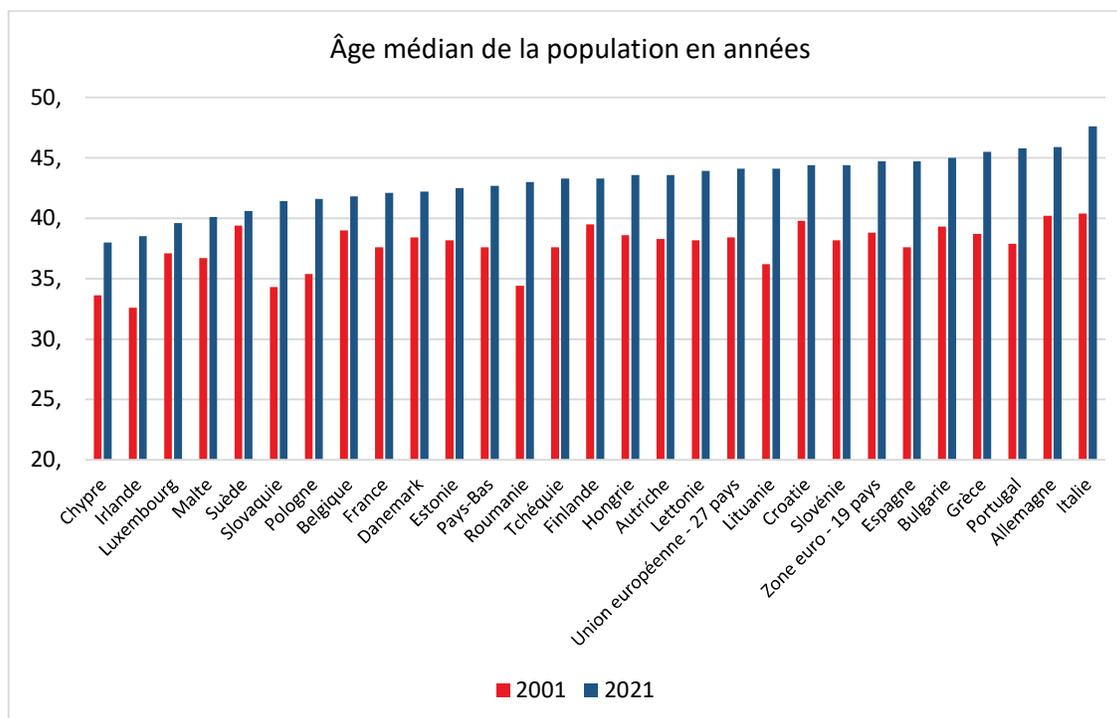


LE COIN DES GRAPHIQUES

44 ans, l'âge médian au sein de l'Union Européenne

Au 1^{er} janvier 2021, l'âge médian de la population de l'Union Européenne atteignait 44,1 ans, soit 0,2 an de plus qu'en 2020. Il a augmenté de 2,5 ans (en moyenne de 0,25 an par an) par rapport à 41,6 ans en 2011. Cela signifie que la moitié de la population de l'Union européenne avait plus de 44,1 ans, tandis que l'autre moitié était plus jeune. Dans les États membres de l'Union, l'âge médian variait de 38,0 ans à Chypre à 47,6 ans en Italie.

Entre 2011 et 2021, cet indicateur a augmenté dans presque tous les États membres de l'Union. La hausse est de 4 ans ou plus en Espagne, au Portugal, en Grèce, en Irlande et en Slovaquie. La Suède fait exception avec un recul de l'âge médian de 0,2 an (de 40,8 ans en 2011 à 40,6 ans en 2021). À Malte, l'âge médian n'a pas changé entre 2011 et 2021. L'âge médian en France est de 42,1 ans en 2021 contre 37,6 ans en 2011.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

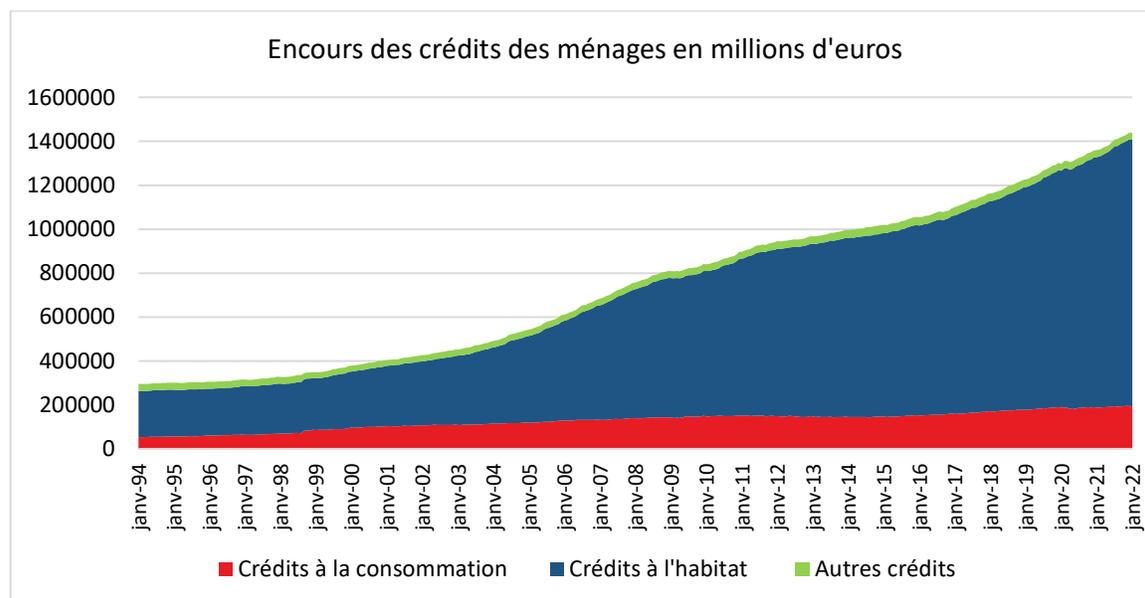
Les ménages s'endettent pour acheter de l'immobilier

Selon la Banque de France, l'encours des crédits des ménages en France s'élevait, fin janvier, à 1438 milliards d'euros. Le taux de croissance annuel était, en janvier de +6,0 %, après +5,9 % en décembre 2021. Cette croissance est toujours soutenue par la composante « crédits à l'habitat » (+6,4 %, identique à décembre). L'encours des crédits à l'habitat atteignait fin janvier 1 218 milliards d'euros, contre 762 milliards d'euros fin janvier 2011. La production de crédits à l'habitat atteint 23,6 milliards



(18,6 milliards hors renégociations), après 21,7 milliards en décembre. Le taux d'intérêt sur ces nouveaux crédits s'établirait à 1,14 % (après 1,12 % en janvier), dans le contexte de la remontée des taux longs obligataires enregistrée depuis le début de cette année.

Le rythme de croissance des crédits à la consommation – qui prend en compte les « crédits fractionnés » consentis par les établissements de crédit – a progressé, en janvier de +3,8 %, après +3,4 % en décembre. L'encours des crédits à la consommation était de 190 milliards d'euros fin janvier 2022, contre 150 milliards d'euros dix ans auparavant. Concernant les crédits fractionnés, l'encours total des établissements de crédits français est estimé à moins d'un milliard d'euros.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

Lundi 7 mars

En **France**, la Direction générale du trésor communiquera le niveau des **réserves officielles de change** de l'État s'élevant à la fin du mois de février.

La **Commission européenne** publiera le résultat de l'**indice Sentix de confiance des investisseurs** en mars. À la veille de la journée internationale des droits des femmes, Eurostat publiera de nombreuses statistiques ventilées par sexe destinées à expliquer **les écarts entre les hommes et les femmes en matière de rémunération, d'emploi, de niveau d'éducation et de responsabilités parentales** en 2020 dans les pays membres de l'**Union européenne**.

Allemagne, les données relatives aux **commandes à l'industrie** et aux **ventes de détail** en janvier.

Au **Royaume-Uni**, la publication de l'**indice des prix immobiliers Halifax** de février est attendue.

Aux **États-Unis**, les données sur l'évolution du **crédit à la consommation** de janvier et l'**indice des tendances de l'emploi - Conference Board** en février seront publiés.

En **Chine**, il faudra suivre l'évolution en février des **exportations**, des **importations** et de la **balance commerciale** et les **réserves de change** (exprimée en dollar).

Mardi 8 mars

Eurostat publiera pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, le résultat du **PIB et des agrégats principaux/emploi** au quatrième trimestre 2021. Des articles sur les **femmes dans la protection de l'environnement**, jusqu'au troisième trimestre 2021 et sur l'**intégration des femmes migrantes sur le marché du travail** en 2020 au sein de l'**Union européenne** devraient être publiés.

Au **Japon**, il sera ainsi possible de connaître l'évolution en janvier du **revenu salarial global des employés** et la **rémunération des heures supplémentaires**. L'**indicateur coïncident**, l'**indicateur avancé** de janvier seront communiqués de même que l'**indice observateurs de l'économie - conditions actuelles** de février. Les données relatives à la progression des **prêts bancaires** en février à la **balance des paiements courants** en janvier seront également disponibles.

En **Allemagne** et en **Espagne** les résultats de la **production industrielle** et son évolution en janvier seront attendus.

En **Italie**, il faudra suivre l'évolution des **ventes au détail** en janvier.

Aux **États-Unis**, seront communiqués les résultats des **ventes de grossistes** et de la **balance commerciale** en janvier. L'**indice NFIB de l'optimisme des petites**



entreprises de février, l'**indice IBD/TIPP Optimisme économique** sera également disponible.

Mercredi 9 mars

En **France**, une estimation détaillée de l'**évolution de l'emploi salarié** au quatrième trimestre 2021 sera publiée par l'INSEE.

Eurostat devrait publier pour les pays membres de l'**Union européenne**, des statistiques expliquées sur l'**évolution du commerce international des biens culturels** en 2020.

En **Italie**, l'institut national de la statistique communiquera les données relatives à l'évolution de la **production industrielle** en janvier.

Au **Japon**, le résultat du **PIB** et de ses différentes composantes seront communiqués pour le dernier trimestre 2021 ainsi que l'évolution des **commandes de machines-outils**.

En **Chine**, l'**indice des prix à la consommation** et l'**indice des prix à la production** en février devraient être publiés.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter le **rapport JOLTS relatif aux nouvelles offres d'emploi** en janvier et les **indices PSCI Thomson Reuters IPSOS** de mars. Des données sur l'évolution du **marché hypothécaire** sont attendues.

Jeudi 10 mars

Sommet des dirigeants de l'Union européenne (1^{ère} journée)

Pour la **zone euro**, il faudra suivre les conclusions de la **réunion de la BCE**. Une **évolution des taux directeurs** est à l'ordre du jour. Dans un contexte de hausse rapide de l'inflation, Eurostat projette de publier un article consacré à l'évolution sur **25 ans de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** dans la **zone euro** et ses pays membres. Des données sur l'**évolution de vols commerciaux** en février dans les pays de l'**Union européenne** devrait être publiées.

Au **Japon**, l'**indice des prix de gros** de février sera communiqué ainsi que les données relatives à la progression de **achats japonais de titres étrangers et d'investissements étrangers en actions japonaises**

Au **Royaume-Uni**, l'**indice des prix immobiliers RICS** de février devrait être publié.

En **Italie**, la publication de l'**indice des prix à la production** de février est attendue.

Les indicateurs PSCI Thomson Reuters IPSOS de mars devraient être publiés pour le **Royaume-Uni**, la **France**, l'**Italie** et l'**Allemagne**.



Aux **États-Unis**, pour le mois de février, il faudra suivre la publication de l'**indice IPC core**, de l'**IPC Fed de Cleveland**, des **revenus réels**, et de la **balance du budget fédéral**.

Vendredi 11 mars

Sommet des dirigeants de l'Union européenne (2^e journée)

En **Allemagne** et en **Espagne** sont attendus l'**indice des prix à la consommation** et l'**indice harmonisé des prix** en février.

En **Italie**, la publication du **taux de chômage** en janvier est attendue.

Au **Japon**, il faudra suivre l'évolution en janvier des **dépenses des ménages**. L'**indice BSI manufacturier - Grandes entreprises** au premier trimestre et le **PSCI Thomson Reuters IPSOS** de mars sont par ailleurs attendus.

En **Chine**, le **PSCI Thomson Reuters IPSOS** de mars sera disponible.

Au **Royaume-Uni**, il faudra suivre la publication du **PIB** mensuel et des prévisions d'inflation, de l'**indice des services** ainsi que des données relatives à la **production industrielle**, la **production du secteur de la construction** et à la **production manufacturière** en janvier. Le résultat de la **balance commerciale hors Union européenne** en janvier sera également publié.

Aux **États-Unis**, sera publié l'**indice Michigan de confiance des consommateurs** de mars.

Lundi 14 mars

En **France**, les résultats du **commerce extérieur** - Importations et exportations de biens et de la **balance des paiements** en seront disponibles.

Pour la **zone euro** et de l'**Union européenne**, des données sur le tourisme en décembre 2021 et sur l'ensemble de l'année 2021 seront publiées. Eurostat prévoit par ailleurs de communiquer des **indicateurs sur la productivité du travail et du capital** en 2020 dans les pays membres.

En **Espagne**, les résultats de janvier des **ventes au détail** seront attendus.

Mardi 15 mars

En **France**, l'INSEE publiera ses **Notes et Points de conjoncture** pour le mois de ainsi que les résultats définitifs de l'**indice des prix à la consommation** de février. Il sera également possible de consulter le niveau des **réserves de change** en .

Eurostat prévoit de publier pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, les résultats de la **production industrielle** en janvier 2022. La publication des **Eurostatistics** — Données pour l'analyse économique à court terme — de mars est également attendue



ainsi que des statistiques expliquées sur les **dépenses de R&D** et sur le secteur de **l'énergie** en 2020.

En Chine, il faudra suivre les résultats de la **production industrielle**, des **ventes au détail** et des **investissement en immobilisations** en février.

Au **Royaume-Uni**, le **taux de chômage** ainsi plusieurs données sur l'évolution des **salaires de l'emploi** en février seront disponibles.

En **Allemagne**, il faudra suivre la publication de **l'indice WPI des prix de gros** de février.

En **Allemagne** et en **zone euro**, les **indicateurs conjoncturels ZEW** seront publiés pour le mois de mars.

Aux **États-Unis**, seront communiqués pour le mois de janvier, l'évolutions des **achats étrangers de T-bonds** et les données relatives à **l'ensemble des flux de capitaux**. Des données sur l'évolution des **prix à la production** en février, et **l'indice manufacturier Empire State Fed de New York** de mars seront également publiées.

Mercredi 16 mars

Une étude sur **l'impact de la crise de la COVID-19 sur le commerce de détail** en 2021 dans **l'Union européenne** sera publiée. L'office européen de la statistique prévoit également la communication des résultats du **commerce international des biens culturels** en 2020.

Au **Japon**, il faudra suivre, pour le mois de janvier, les résultats de la **production industrielle** et de **l'utilisation des capacités de production**. Sont également attendues les données relatives aux **importations** et aux **exportations** en février.

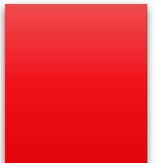
En **Chine**, les données mensuelles des **prix de l'immobilier** à fin février seront publiées.

En **Italie**, le résultat définitif de **l'inflation** constatée en février sera communiqué.

Aux **États-Unis**, les données détaillées relatives à l'évolution des **ventes au détail** en février sont attendues. Seront également publiés, **l'indice des prix à l'exportation** et **l'indice des prix à l'importation** de février ainsi que **l'indice NAHB du marché immobilier** de mars. Une **réunion de la FED** est programmée. Une révision des taux directeurs est à l'ordre du jour.

Jedi 17 mars

Pour la **zone euro**, Eurostat communiquera les chiffres de **l'inflation (IPCH)** en février 2022. Il sera possible de suivre l'évolution de **l'offre d'emploi** au quatrième trimestre 2021 en zone euro et dans les pays membres de l'Union européenne. Par ailleurs, des statistiques sur les **dépenses de santé** et plus précisément sur les **soins préventifs**



en 2019 en Europe ainsi qu'une étude sur les **relations commerciales en biens de marchandises de l'Union avec le Brésil** en 2021 seront publiées.

Au **Japon**, les données relatives aux **commandes de machines** en janvier seront attendues.

Au **Royaume-Uni**, en Italie, en **Allemagne** et en **France** les chiffres des **immatriculations de voitures** en février seront rendus publics.

Réunion de la Banque d'Angleterre. Une **hausse des taux** est attendue.

Aux **États-Unis**, seront présentés résultats de la **production manufacturière** et de la **production industrielle** en février ainsi que le **taux d'utilisation des capacités**. Toujours pour le mois de février, les données relatives aux **misés en chantier** et au **permis de construire** accordés sont attendues. Il faudra par ailleurs suivre la publication de plusieurs **indicateurs conjoncturels de la Fed de Philadelphie** pour le mois de mars

Vendredi 18 mars

En **France**, les données relatives aux **créations d'entreprises** en et les résultats définitifs de **l'emploi salarié, salaires de base et durée du travail** en seront publiés.

Pour la **zone euro** et **l'Union européenne**, **l'indice du coût de la main-d'œuvre** au quatrième trimestre 2021 sera communiqué par l'office statistique européen. La communication des données relatives à l'évolution du **commerce international des marchandises** en janvier 2022 et du **commerce international des biens** en 2021 ainsi qu'une **étude sur l'impact de la crise de la COVID-19 sur la production industrielle** en 2021 sont attendues.

Aux États-Unis, les données sur **ventes de logements existants** en février et **l'indicateur avancé US** sont attendus.

Au Japon, **l'indice des prix à la consommation** de février sera publié. La **banque centrale** doit par ailleurs se réunir et pourrait faire évoluer ses **taux d'intérêt**.



LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2021	2 474	3 549	1 775	1 191	12 172
PIB par tête en 2021 En euros	36 379	42 666	29 878	25 008	35 438
Croissance du PIB En % -2021	+7,0	+2,7	+6,5	+5	+5,2
4e trimestre 2021	+0,7	-0,7	+0,6	+2,0	+0,3
Inflation En % - février 2022	4,1	5,5	6,2	7,5	5,8
Taux de chômage En % - janvier 2022	7,0	3,1	8,8	12,7	6,8
Durée annuelle du Travail (2019)	1512	1386	1714	1687	-
Âge légal de départ à la retraite (2019)	62	65	67	65	-
Dépenses publiques En % du PIB 2020	62,1	51,1	57,3	52,3	54,1
Solde public En % du PIB 2021	-8,1	-6,5	-9,4	-8,1	-7,1
Dettes publiques En % du PIB 2021	114,7	71,4	154,4	120,6	100,0
Balance des paiements courants En % du PIB – nov. 2021	-0,9	+6,8	+3,6	+1,1	+2,6
Échanges de biens En % du PIB – nov. 2021	-3,2	+5,1	+3,4	-1,6	+1,6
Parts de marché à l'exportation En % 2021	2,8	7,8	2,0	1,8	26,0
Variation 1999 -2021 en %	-53,3	-22,8	-35,6	-12,0	-24,7

Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE



La Lettre Éco est une publication de Lorello Eco Data et du Cercle de l'Épargne

Comité de rédaction de La Lettre Eco : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson
Toute utilisation totale ou partielle des articles de la Lettre Eco doit fait l'objet d'une autorisation de la rédaction.

CONTACT

Lorello Eco Data

28 bis, rue du Cardinal Lemoine • 75005 Paris
Domaine de Lorello -20166 Porticcio
Tél. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36

ABONNEMENT

JE M'ABONNE À LA LETTRE ECO DE PHILIPPE CREVEL POUR UN AN

Conditions tarifaires

- abonnement simple 2000** euros hors taxes 2200 TTC les 52 numéros
- abonnement multiple** : contacter le service des abonnements au **01 76 60 86 05**

Mode de paiement

Par chèque bancaire à l'ordre de : LORELLO ECO DATA
Par Virement bancaire : contacter LORELLO ECO DATA

Adresse de facturation

Nom -----
Prénom -----
Fonction : -----
Organisme : -----
Adresse : -----

Code Postal : -----Ville : -----
Tél. : -----
E-mail :-----