

L'édito de la semaine

- Noblesse contraint !

Le Coin de l'épargne

- L'emploi américain défie la FED et les marchés
- Pétrole, l'OPEP régule à la baisse la production
- La France, des réserves de gaz mais une gestion complexe
- Le tableau des marchés financiers de la semaine
- Retour à la normale du taux d'épargne au sein de la zone euro
- Les profits et l'investissement des entreprises touchés par l'inflation et les incertitudes

Le Coin de l'économie

- L'inflation dans la zone euro, le risque de la spirale
- Pourquoi la FED et la BCE ne peuvent pas s'aligner sur la banque centrale japonaise ?
- La taxe inflationniste, un prélèvement qui ne dit pas son nom L'Italie, comment sortir de l'ornière ?
- Commerce international, en route pour la stagnation
- France, conjoncture en eaux troubles

D'hier à aujourd'hui

- Près de 4,5 millions d'allocataires des minima sociaux en France
- Rebond technique des naissances en 2021 ?
- Production industrielle française en hausse en août

Le Coin des tendances

- Quand le dollar mène la danse
- L'endettement des entreprises est-il un problème ?
- L'économie mondialisée face à l'inflation, une première

Le Coin des graphiques

- Hausse du crédit à l'habitat
- L'Europe en déficit commercial

Le Coin de l'agenda économique

Le Coin des statistiques



Noblesse contrainst

L'abolition des privilèges durant la nuit du 4 août 1789 n'a pas supprimé les valeurs aristocratiques qui, plus de deux cents ans plus tard, continuent à transcender la France. La vie économique et sociale de notre pays reste régie par les statuts, les métiers, les corps, les régimes spéciaux. Cette société d'ordres au sens ancien du terme privilégie le statut au contrat. La légitimité des dirigeants et la primauté du client ne sont pas naturelles au sein de la culture française. Le responsable, l'élus est avant tout perçu comme un représentant qui doit défendre les intérêts de la corporation et non être le stratège, le visionnaire, le catalyseur des énergies. A tort, le client, le citoyen ne sont souvent appréciés que sous l'angle de l'usager et du contribuable, de celui qui peut avoir accès à un service en contrepartie de son paiement mais qui n'est pas en situation de peser sur le contenu du dit service.

La société française est horizontale même s'il est de bon ton de critiquer son excès de verticalisme. Les ouvriers, les employés, les cadres, les fonctionnaires sont autant de strates étanches, le statut prenant le pas sur la communauté de destin. La société horizontale si elle peut s'avérer confortable tend à l'immobilisme, les voies de passage d'une catégorie à l'autre étant difficile surtout quand la croissance s'étirole.

La réduction des coûts par externalisation ainsi que la diffusion des nouvelles technologies de l'information et de la communication ont accentué la fragmentation naturelle de la société française. Avec le recours à des prestataires pour les activités non-directement productives, comme l'entretien des bureaux, les entreprises ne sont les lieux de brassage qu'elles pouvaient être auparavant. Les activités de pointe ont été séparées des autres par l'utilisation accrue des bureaux d'études ou leur isolement sur des campus en-dehors des usines. L'essor du télétravail divise le monde du travail, entre ceux qui en bénéficient et les autres. Au sein des entreprises, il aboutit à une réduction des contacts, des interactions sociales. Le terme horrible « d'invisibles » popularisé lors de la crise sanitaire en dit long sur cette segmentation au sein d'une société qui est pourtant une des plus égalitaires au sein des pays de l'OCDE.

Le digital, au lieu de décroisonner comme cela a été initialement espéré, isole et crée des poches de solitudes. Porteur d'espoir pour la diffusion des valeurs démocratiques, il est devenu, au fil des années, un catalyseur de tous les préjugés. Au lieu d'être une fenêtre sur le monde en favorisant le brassage des idées, il crée des sillons idéologiques étanches.

Face à cette fragmentation, il n'est pas surprenant que les gouvernements peinent à fabriquer du consensus. Des mondes parallèles s'installent avec leur code, leur système éducatif, leurs modes. Ce sombre constat ne saurait donner un droit à la résignation. Comme le souligne Pascal Bruckner dans son dernier essai *Le sacre des pantoufles*, « trop d'esprits paresseux glosent sur la décadence occidentale au lieu de rechercher des remèdes à nos maux ». Internet comme tout progrès doit être régulé et digéré culturellement. Les valeurs d'intérêt général, de travail, de solidarité active sont indispensables pour relever les défis de la démocratie, de la transition énergétique et du vieillissement. La démocratie est un concept éminemment fragile qui contrairement aux



thèses de Fukuyama après la chute de l'URSS ne s'impose pas naturellement. Elle exige des efforts permanents pour se maintenir, le populisme, la dictature étant des régimes qui par leur caractère frustré peuvent apparaître en premier ressort, pour certains, bien plus attractifs. La transition énergétique oblige un changement complet, sur une période courte, de nos habitudes énergétiques. Jamais dans l'histoire, à l'échelle de l'humanité, une telle aventure n'a été réalisée. Elle suppose des investissements colossaux en milliers de milliards de dollars et des avancées technologiques. L'attrition serait un remède suicidaire car porteur de tensions sociales incalculables. Le vieillissement démographique est également une expérience sans précédent pour l'humanité. Après une période de croissance démographique exponentielle, le monde bascule dans une autre ère, celle de la stagnation puis du déclin de la population active. La croissance telle que nous la connaissons depuis le milieu du XVIII^e siècle a reposé essentiellement sur une intensité énergétique croissante, une augmentation du nombre de travailleurs et le progrès technique avec en sous-bassement l'essor des techniques financières. Plusieurs de ces facteurs sont actuellement remis en cause, le travail par diminution du nombre d'actifs, le progrès technique comme vecteur d'une amélioration des conditions de vie, et l'énergie par nécessité de la décarboner. Une société de confiance est indispensable pour relever ces défis sans précédent.

Philippe Crevel

LE COIN DES ÉPARGNANTS

L'emploi américain défie la FED et les marchés

Au mois de septembre, l'économie américaine a créé 263 000 emplois dans le secteur non agricole, chiffre le plus faible depuis avril 2021, après 315 000 en août, mais supérieur aux attentes alors que le consensus formé par Bloomberg tablait sur 255 000 emplois. Le taux de chômage a diminué de 0,2 point à 3,5 %, alors que le marché l'attendait stable à 3,7 %. Le taux de chômage est au plus bas depuis 50 ans. La croissance du salaire horaire moyen a continué de ralentir, passant de 5,2 % à 5 % sur un an, comme prévu. Ces résultats ne traduisent pas un réel ralentissement du marché du travail pour que la Réserve fédérale estime un freinage de la hausse de salaires. Celle-ci se maintient au-dessus des 4 % depuis juin 2021. Dans ce contexte, les investisseurs considèrent que la FED ne ralentira pas son programme de hausse de taux. Les principaux responsables de la FED ont déclaré que l'inflation n'avait pas encore atteint son sommet aux États-Unis et que dans ces conditions, le combat ne pouvait que se poursuivre. Après un bon début de semaine, les indices « actions » ont cédé du terrain après l'annonce des résultats de l'emploi américain. Sur la semaine, le CAC 40 a repris malgré tout 1,82% mettant ainsi fin à sept semaines successives de repli. Les autres grands indices européens ont fait de même. Le Dow Jones a gagné sur 5 jours 1,99 % malgré un recul de 2,11 % vendredi. Le Nasdaq a réussi à renouer avec une légère hausse de 0,73 % en dépit d'un repli de 3,80 % également vendredi.



Les taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans ont poursuivi leur mouvement de hausse se rapprochant de 2,8 % pour le Français et des 4 % pour l'Américain. L'écart de taux de part et d'autre de l'Atlantique favorise toujours le dollar. Dans cette période troublée, l'or se raffermi un peu.

Pétrole, l'OPEP régule à la baisse la production

Le mercredi 4 octobre dernier, l'OPEP+ a décidé la réduction de la production de 2 millions de barils par jour pour contrecarrer les effets du ralentissement de la croissance de l'économie mondiale et soutenir ainsi les cours. Cette contraction est la plus forte variation depuis les diminutions historiques de 10 millions décidées au printemps 2020 pour faire face à l'effondrement de la demande, aux premiers jours de la pandémie. Il s'agit de la deuxième baisse consécutive des objectifs de l'OPEP+ mais la première, intervenue début septembre, était plus symbolique en ne portant que sur 100 000 barils par jour. Cette décision des pays producteurs est un camouflet pour les États-Unis et les Occidentaux qui demandaient au contraire une augmentation de la production. L'administration américaine craint une hausse des prix de l'essence à quelques semaines des élections de mi-mandat. En Europe, l'augmentation du baril va s'ajouter à celle du gaz naturel. L'Arabie saoudite entend lutter contre la volatilité des prix. Certains voient toutefois dans cette attitude une sorte d'alliance objective avec la Russie, qui a intérêt à maintenir des prix hauts pour financer sa guerre. Les pays producteurs tentent de gérer leur rente au mieux sachant qu'elle est amenée à diminuer à terme avec le développement des énergies renouvelables. La guerre en Ukraine leur a redonné un pouvoir sur les cours qu'ils avaient perdu après 2015 au moment de l'essor du pétrole de schiste.

Le cours du pétrole a gagné cette semaine près de 15 %. Les cours avaient commencé à progresser depuis le début de mois d'octobre faisant suite à une baisse continue depuis le début de l'été. Le prix du baril de Brent, qui avoisinait en septembre 80 dollars, est remonté au-dessus des 97 dollars vendredi 7 octobre 2022. L'incidence sur les prix pourrait toutefois être limitée dans un premier temps, la production réelle des pays de l'OPEP restant en-deçà de ses objectifs, de quelque 3,5 millions de barils par jour sur le mois d'août. Les pays ont réduit leur production sans attendre la fixation des nouveaux quotas, certains ayant de toute façon des problèmes techniques pour les atteindre.

La France, des réserves de gaz mais une gestion complexe

Le gouvernement a annoncé avoir rempli l'ensemble des réserves de gaz disponibles soit un total de 130 TWh de gaz naturel représentant un peu moins d'un tiers de sa consommation annuelle de gaz, qui s'établit à environ 450 TWh. Au nom de la solidarité européenne, une partie de ses réserves pourra être affectée à des États qui n'en disposent pas ou peu comme la Belgique ou l'Autriche. Par ailleurs, la France sera amenée à céder une partie de son gaz à l'Allemagne afin que cette dernière puisse produire l'électricité qu'elle lui fournira durant la période d'indisponibilité du parc nucléaire. Dans ce contexte, les réserves de gaz seront utilisées durant toute la durée de l'hiver avec une gestion fine pour éviter leur épuisement prématurément.



Le tableau des marchés de la semaine

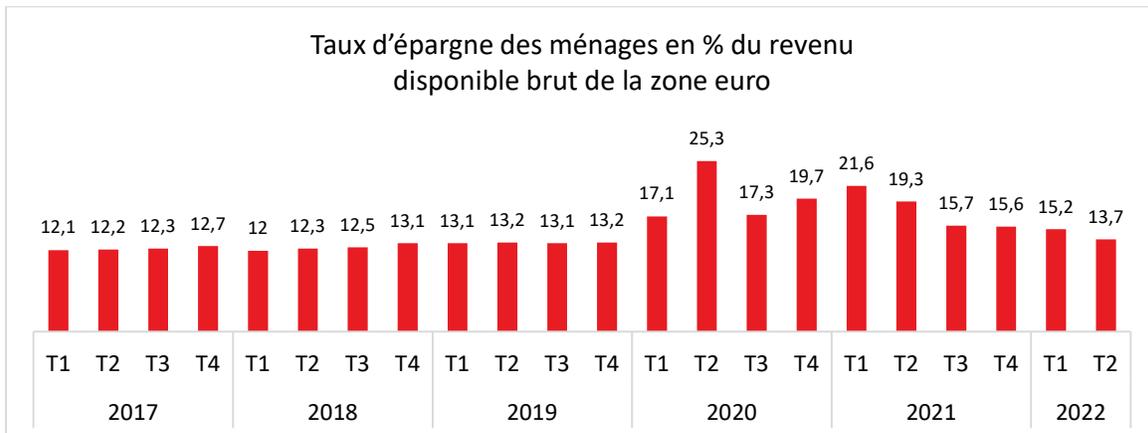
	Résultats 7 octobre 2022	Évolution sur 5 jours	Résultats 31 déc. 2021
CAC 40	5 866,94	+1,82 %	7 153,03
Dow Jones	29 296,79	+1,99 %	36 338,30
Nasdaq	10.652,40	+0,73 %	15 644,97
Dax Xetra allemand	12 273,00	+1,31 %	15 884,86
Footsie	6 991,09	+1,41 %	7 384,54
Euro Stoxx 50	3 375,46	+1,73 %	4 298,41
Nikkei 225	27 116,11	+4,55 %	28 791,71
Shanghai Composite	3 024,39	0,00 %	3 639,78
Taux OAT France à 10 ans	+2,796 %	+0,081 pt	+0,193 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,192 %	+0,084 pt	-0,181 %
Taux Trésor US à 10 ans	+3,861 %	+0,123 pt	+1,505 %
Cours de l'euro/dollar	0,9775	-0,32 %	1,1378
Cours de l'once d'or en dollars	1 703,080	+2,45 %	1 825,350
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	97,930	+14,89 %	78,140

Retour à la normale du taux d'épargne au sein de la zone euro

Le taux d'épargne des ménages de la zone euro revient progressivement à son niveau d'avant crise sanitaire. Au deuxième trimestre 2022, il s'élevait, selon Eurostat, à 13,7 % du revenu disponible brut, contre 15,2 % au premier trimestre. Il était de 13,2 % au dernier trimestre 2019. Les ménages européens continuent à épargner et ne puisent pas dans leur cagnotte covid. La baisse du pouvoir d'achat générée par la résurgence

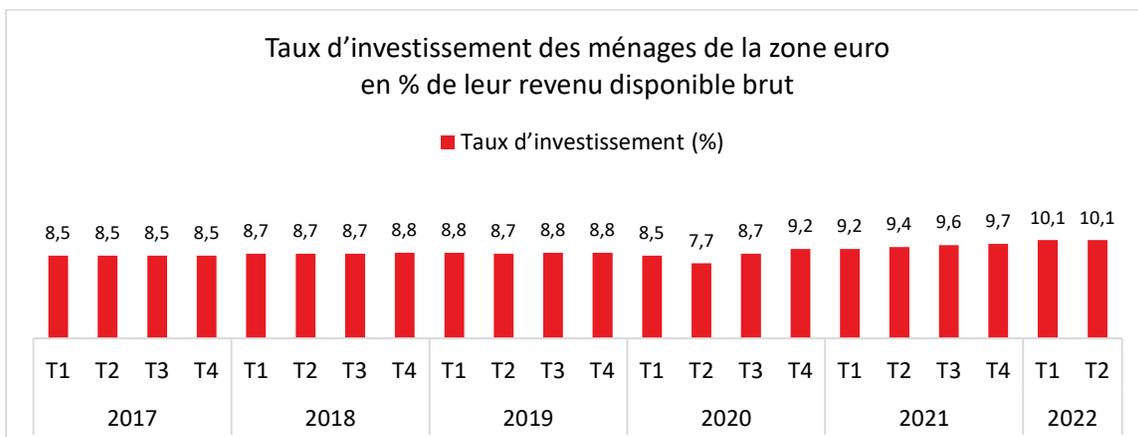


de l'inflation ne les amène pas à réduire leur taux d'épargne. Par précaution, ils maintiennent un haut niveau d'épargne de précaution.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Selon Eurostat, le taux d'investissement des ménages, essentiellement constitué par l'achat de biens immobiliers, est resté quasiment stable dans la zone euro à 10,1 % au deuxième trimestre 2022. Il est nettement supérieur au niveau d'avant crise. Les ménages ne sont pas pour le moment freinés dans leurs opérations d'investissement par la hausse des taux d'intérêt.



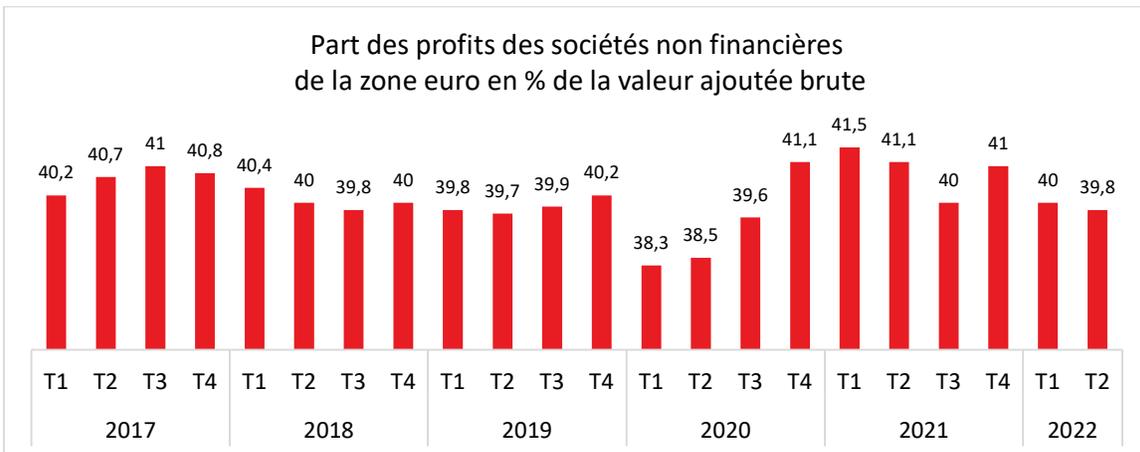
Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Les profits et l'investissement des entreprises touchés par l'inflation et les incertitudes

Au deuxième trimestre 2022, la part des profits des entreprises de la zone euro par rapport à la valeur ajoutée est en légère baisse. Elle s'explique par l'augmentation de la valeur ajoutée brute des entreprises à un rythme plus lent (+2,0 %) que la rémunération des salariés (revenus et cotisations sociales) et autres impôts moins subventions sur la production (+2,4 %). Les profits ont retrouvé leur niveau d'avant crise. La part des profits des entreprises non financières est définie comme l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée brute. Cet indicateur de rentabilité indique la part de la valeur ajoutée créée au cours du processus de production qui sert à la rémunération du

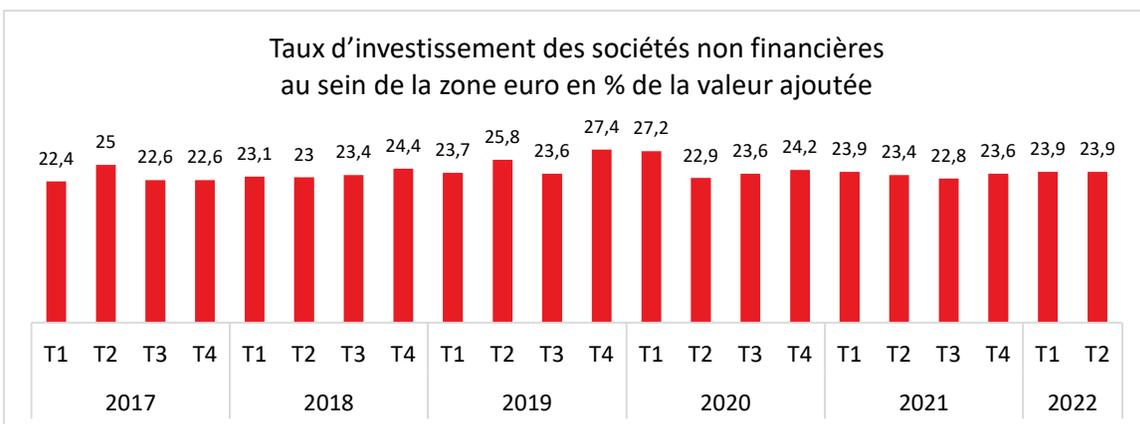


capital. C'est le complément de la part des coûts salariaux (plus impôts moins subventions sur la production) dans la valeur ajoutée.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Le taux d'investissement des entreprises est resté stable à 23,9 % de la valeur ajoutée dans la zone euro au deuxième trimestre 2022, car les taux de croissance de la formation brute de capital fixe des entreprises et la valeur ajoutée brute étaient similaires (+2,2 % et +2,0 % respectivement). Ce taux est légèrement supérieur à la moyenne de longue tendance d'avant la crise sanitaire. Dans un contexte d'augmentation des coûts de production et de fortes incertitudes, les entreprises n'augmentent pas leurs dépenses d'investissement.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat



L'inflation dans la zone euro, le risque de la spirale

La zone euro est confrontée à un problème inédit, la concomitance de stagnation voire de déclin de la productivité avec une hausse des coûts de production et une pénurie de main-d'œuvre. Cette combinaison hautement inflationniste suppose une action énergique de la banque centrale, action que celle-ci tend à éviter ou à différer pour éviter une brutale récession.

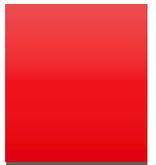
Depuis les années 2010, les gains de productivité s'étiolent au sein de la zone euro au point de disparaître depuis trois ans. La productivité par tête est inférieure de deux points à celui du mois de mars 2020. Ce repli de la productivité qui s'est accentué avec les confinements est, en grande partie, imputable à la baisse de la durée du travail par tête. Elle a diminué de plus de 5 % par rapport à 2010, quand elle est en légère hausse aux États-Unis. De plus en plus de salariés européens rejettent les emplois à horaires décalés et réduisent leurs heures supplémentaires. De ce fait, les employeurs sont contraints dans un nombre croissant de cas de doubler les postes. L'augmentation des arrêts maladies est nette depuis le début de la crise sanitaire ce qui réduit le nombre d'heures effectivement travaillées par salarié.

La stagnation ou à la diminution de la productivité conduit à un besoin d'emplois plus élevé, et *de facto* à une baisse rapide du chômage, favorisant une hausse tendancielle du taux d'emploi. Il en résulte des pénuries de main-d'œuvre et des tensions sur les salaires. Plusieurs pays de la zone euro sont en situation de plein emploi dont l'Allemagne et les Pays-Bas. Le taux de chômage est en France à son plus bas niveau depuis 2007.

De 2019 à 2022, le taux d'emploi au sein de la zone euro est passé de 79 à 82 % pour la population active âgée de 20 à 64 an quand le taux de chômage est passé de 7,8 à 6,6 % sur la même période. Le ratio des entreprises rencontrant des difficultés de recrutement est quatre fois supérieur, en 2022, par rapport à 2019.

Les salaires augmentent de 4 % par an en 2022. Du fait de l'absence de gains de productivité, le coût salarial est également en forte augmentation, autour de 3 %. Selon Patrick Artus, chef économiste de Natixis, l'inflation salariale représenterait actuellement la moitié de l'inflation totale de la zone euro, cette proportion étant appelée à augmenter.

Face à la résurgence de l'inflation, la Banque centrale européenne a différé autant que possible le relèvement de ses taux directeurs, considérant que la hausse des prix était essentiellement le résultat de l'augmentation des cours de l'énergie et des matières premières importées. Elle a estimé qu'une hausse des taux n'aurait pas de réelles incidences sur cette inflation extérieure. La progression des salaires pourrait amener la BCE à changer de braquet en matière de relèvement de ses taux. Pour le moment, les investisseurs continuent à parier sur des hausses de taux mesurés et temporaires. Mais pour briser une spirale inflationniste, la BCE devra sans nul doute effectuer des relèvements rapprochés et importants dans les prochains mois avec, par voie de conséquence, un risque indéniable de récession.



Pourquoi la FED et la BCE ne peuvent pas s'aligner sur la banque centrale japonaise ?

La Réserve Fédérale, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne ont-elles la possibilité d'abandonner la lutte contre l'inflation ? D'un point de vue réglementaire, elles ne le peuvent pas. Elles ont le devoir de veiller à une certaine stabilité des prix afin de garantir le bon fonctionnement du système financier et de l'économie ainsi que d'éviter une rupture de confiance au niveau de la monnaie dont elles ont la charge. Malgré tout, elles pourraient accepter de maintenir des taux directeurs bas afin de faciliter le financement des déficits publics. Un tel choix aboutirait à une inflation plus forte sur une période plus longue ce qui conduirait à des transferts au sein des États concernés, les acteurs endettés bénéficiant d'un allègement de leur fardeau au détriment des épargnants et de ceux dont les revenus ne sont pas indexés.

Au Japon, la Banque centrale retient un objectif de taux d'intérêt à long terme proche de 0 %. Elle est aidée en cela par une inflation qui reste bien plus faible qu'en Europe et aux États-Unis, autour de 4 %, contre 10 %. Cette politique vise à faciliter le financement de l'imposante dette publique qui dépasse 250 % du PIB. L'État japonais compense par des dépenses publiques importantes le recul du salaire réel par tête. Depuis 2002, dans ce pays, le déficit public évolue entre -4 et -10 % du PIB. La viabilité de cette politique économique et monétaire suppose l'absence d'indexation des salaires aux prix, évitant ainsi que l'inflation s'installe en cas de choc provoqué par la dépréciation du yen ou la hausse du prix de l'énergie. Au Japon, l'inflation est transitoire. Lors de ces vingt dernières années, la dette publique est passée de 180 à 250 % du PIB avec en parallèle une décline constante des taux d'intérêts. En 2022, le taux d'intérêt moyen de la dette publique est de 1,3 %, contre 1,9 % en 2002.

L'exemple japonais n'est pas transposable aux États-Unis ni en Europe. La première différence est liée à l'importance de l'épargne au Japon, épargne essentiellement investie dans les obligations d'État japonais. La deuxième tient aux règles d'indexation des salaires. Si elle n'est pas totale depuis le début de l'année, elle est néanmoins plus forte en Europe et aux États-Unis qu'au Japon. L'inflation sous-jacente y est chez les premiers plus élevée que chez le second. Troisièmement, Les banques centrales des États-Unis et d'Europe ont, en outre, un devoir institutionnel de lutter contre l'inflation à la différence de celle du Japon. La difficulté en Europe et aux États-Unis provient de la décision des États de compenser les pertes de pouvoir d'achat, ce qui induit un surcroît de dépenses publiques et la persistance de déficits élevés. Avec une dette publique en forte croissance, la sensibilité à la hausse des taux augmente. Pour contrecarrer ces effets, l'inflation doit disparaître au plus vite, ce qui suppose une action énergique des banques centrales et l'arrêt de la hausse des prix des produits importés. Si les banques centrales croient en une stabilisation des prix des matières premières et de l'énergie, elles doivent relever leurs taux directeurs rapidement et fortement pour casser toute spirale inflationniste avec comme risque collatéral une récession des économies concernées. Si dans un premier temps, les banques centrales européennes et américaines ont temporisé face à l'inflation, elles ont durci, dans un second temps leur communication. Les marchés commencent à intégrer la hausse des taux pour la fin de l'année et le début de l'année prochaine avec une baisse notable de l'activité d'où la chute des cours en bourse.



Si la Réserve Fédérale, la Banque d'Angleterre et la BCE n'avaient pas de mandat de stabilisation de l'inflation à 2 % et si les salaires n'étaient pas indexés aux prix aux États-Unis et en Europe, elles pourraient appliquer la même politique que leur homologue japonaise. Or, elles ont un objectif d'inflation à 2 % et les salaires sont partiellement indexés aux prix aux États-Unis et en Europe (degré d'indexation de 0,7 aux États-Unis, de 0,5 au Royaume-Uni et dans la zone euro). Depuis le début de l'année, elles sont passées d'une politique accommodante à une réaction mesurée face à la résurgence de l'inflation. De plus en plus, elles s'orientent vers un durcissement sensible de la politique monétaire. Plus la période d'inflation dure, plus elle provoque une aggravation de la situation financière des États. Les banques centrales ont donc tout intérêt de bloquer l'apparition de spirales inflationnistes. Le choix d'une politique monétaire restrictive semble s'imposer avec, à la clef, un ralentissement de la demande, de moindres pressions au niveau du marché de l'emploi. Le pari des banques centrales est de juguler l'inflation rapidement afin de permettre une baisse des taux d'intérêt dès la fin 2023 aux États-Unis et 2024 en Europe.

La taxe inflationniste, un prélèvement qui ne dit pas son nom

Depuis 2015, les épargnants qui ont investi leurs liquidités essentiellement en produits de taux subissent une taxation indirecte du fait de taux d'intérêt faibles. Avec l'inflation, leur situation ne s'améliore pas. Ils sont rejoints par tous ceux qui détiennent des liquidités. Le rendement réel une fois prise en compte l'inflation est négatif d'au minimum quatre points, ce qui est sans précédent depuis le début des années 1980. Les épargnants et les détenteurs de liquidités sont ainsi confrontés à un processus qualifié de « répression financière ».

Les Européens depuis la fin de l'année 2021 subissent la taxe inflationniste qui est un prélèvement sur la valeur réelle des encaisses monétaires. Cette inflation atteint plus de 9 % du PIB, ce qui est sans précédent depuis le début du siècle. Elle se situait entre 2002 et 2019 entre 0 et 2 points de PIB. Les porteurs d'obligations supportent également un prélèvement par le fait que les taux d'intérêt à long terme sont inférieurs à l'inflation qui atteint 8 % du PIB. Au total, la taxation cachée se monte à 15,7 % du PIB de la zone euro. Elle taxe essentiellement les épargnants modestes, qui n'ont pas accès aux actifs financiers (actions, parts d'entreprise, immobilier) qui protègent contre l'inflation.

Les États européens sont dans les fait assez complaisants vis-à-vis de cette inflation qui réduit en valeur relative l'endettement public. La taxe inflationniste vient en lieu et place des prélèvements obligatoires dont le niveau relatif est orienté à la baisse. Il représente 40 % du PIB, contre 42 % en 2020. Ces prélèvements avaient fortement augmenté au sein de la zone euro de 2010 à 2019 en passant de 38 à 41 % du PIB. Face à l'hostilité des opinions, les gouvernements préfèrent la taxe masquée de l'inflation qui permet d'accroître le montant des recettes publiques et le montant du PIB en nominal. Sur le plan macro-économique, les pouvoirs publics espèrent également que cette taxe aura un effet moindre sur la consommation qu'un relèvement des prélèvements. Ce raisonnement a pour limite les comportements d'épargne des ménages. Ces derniers peuvent être incités à épargner davantage pour reconstituer la valeur réelle leur patrimoine. Ils peuvent également maintenir un effort



élevé d'épargne par crainte de l'avenir. Pour faire face à des dépenses qui coûteront de plus en plus chères demain, il faut se constituer des réserves plus importantes. Le taux d'épargne en zone euro n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant crise sanitaire. L'épargne de précaution, notamment en France reste élevée.

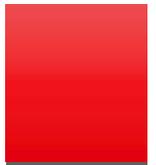
La taxe inflationniste porte essentiellement sur les ménages, les entreprises détenant peu d'obligations. Ces dernières sont moins pénalisées que les premiers surtout si elles ont la capacité de répercuter les hausses de prix. L'inflation serait une remise à niveau du niveau de revenus des ménages par rapport aux capacités de création de richesses du pays.

L'Italie, comment sortir de l'ornière ?

En 2011/2012, l'idée d'une explosion de la zone euro en raison de la crise grecque s'était fait entendre. Pour autant, le problème grec ne portait que sur 320 milliards d'euros de dettes publiques. Après quelques tensions entre la Grèce, les États membres et les institutions européennes, des solutions avaient été élaborées. La crise a eu des effets réels sur les Grecs mais elle a *in fine* fortifié la zone euro qui a, depuis, surmonté la crise sanitaire. En outre, le lancement d'un programme de relance de nature fédérale a, en 2020, souligné la résilience de l'Union.

La victoire de la coalition de droite en Italie peut-elle provoquer de nouvelles tensions au sein de la zone euro ? La victoire de Giorgia Meloni aux élections législatives italiennes de septembre 2022 est liée en partie aux craintes de déclassement, de recul du PIB par habitant qui minent l'Italie depuis plus de vingt ans. Les partis traditionnels ont été marginalisés avec à la clef une radicalisation de la vie politique italienne. Durant des décennies, comme la France, l'Italie a usé de l'arme du taux de change pour ajuster son déficit de compétitivité. Les dévaluations étaient des reconnaissances implicites d'appauvrissement relatif qui apparaissaient aux yeux de certains indolores. Avec la monnaie commune, les États les moins performants souffrent d'une désindustrialisation. En l'absence d'une solidarité plus forte entre les pays de la zone euro, l'hétérogénéité s'accroît. Au nom de la théorie des avantages comparatifs, l'industrie se concentre dans quelques pays dont l'Allemagne. Or, l'industrie continue à générer des revenus supérieurs à ceux issus des services notamment domestiques, ce qui explique la divergence des PIB par habitant constatée entre le Nord et le Sud de l'Europe.

La valeur ajoutée dans le secteur immobilier représente 20 % du PIB en Allemagne, 15 % en Italie et 9 % en France. Le PIB par habitant de l'Allemagne est de 16 points supérieur à celui de la France, de 30 points supérieurs à celui de l'Italie, de 40 points supérieur à celui de l'Espagne et de 50 points supérieurs à celui du Portugal. La balance courante est positive en Allemagne de 4 points de PIB quand elle est déficitaire en France, en Italie ou en Espagne. En Italie, le revenu réel des ménages n'a progressé entre 1999 et 2022 que de 9 %, contre 25 % en Allemagne et 45 % en France. L'amélioration des revenus en France est en partie due à la progression de la redistribution donc par l'accroissement du déficit public. Avec une dette publique de plus de 150 % du PIB, les gouvernements italiens ne disposent plus de marges de manœuvre pour compenser la stagnation de l'économie. Le vieillissement rapide de la population, en lien avec un des plus faibles taux de fécondité d'Europe, pèse sur la croissance potentielle du pays.



En cas de hausse des taux d'intérêt, l'Italie peut être dans l'incapacité de financer son déficit public et son déficit extérieur comme ce fut le cas pour la Grèce entre 2010 et 2013. L'écart de taux d'intérêt à dix ans sur les emprunts d'État avec l'Allemagne atteint déjà plus de 2 points quand il était au début de l'année 1,5 point. Pour l'Espagne, l'écart est d'un point et pour la France de 0,6 point.

Pour endiguer le risque de fragmentation de la zone euro, la BCE a institué un mécanisme, le Transmission Protection Instrument (TPI) qui permet d'acheter spécifiquement les dettes des pays en difficulté pour éviter l'ouverture de leurs spreads de taux d'intérêt. En revanche, en cas de politique anti-européenne de la part du nouveau gouvernement italien, la situation pourrait se tendre. Compte tenu du poids de l'Italie, avec une dette de 3 000 milliards d'euros, le problème est d'une autre ampleur qu'avec la Grèce. Les autorités italiennes pourraient jouer sur le risque systémique pour obtenir des concessions de la part de la Commission. Pour le moment, la potentielle prochaine Présidente du Conseil a tenté de rassurer les autorités européennes afin d'éviter un scénario à la Britannique avec une envolée des taux. Pour éviter la montée des sentiments anti-européens, les instances européennes n'ont guère d'autres moyens que de développer des politiques de nature fédérale afin d'empêcher une divergence croissante des États membres de l'Union européenne. Pour endiguer le nationalisme et le populisme, le fédéralisme apparaît comme la seule solution même si elle n'est pas aujourd'hui la plus populaire.

Commerce international, en route pour la stagnation

Pour 2023, l'Organisation Mondiale du Commerce s'attend à une croissance du commerce international de 1 %, contre +3,4 % initialement prévu. Les échanges internationaux devraient progresser moins vite que le PIB attendu en augmentation de 2,3 % l'année prochaine. Dans les années 1990 et 2000, le commerce international progressait jusqu'à deux fois plus que le PIB.

Après le rattrapage post covid sur fond de goulets d'étranglement, le commerce international retrouve une évolution moins heurtée mais si la politique de zéro covid en Chine et la guerre en Ukraine le freinent. Les délais de livraison diminuent et les stocks de produits finis augmentent. Les chaînes d'approvisionnement connaissent moins de problèmes, aidées en cela par le ralentissement de la demande mondiale. L'activité des ports se stabilise comme le prouve l'indice RWI/ISL mesurant le trafic de conteneurs. La baisse d'activité en Chine est en partie compensée par une augmentation du trafic de conteneurs dans les ports des États-Unis.

L'OMC s'inquiète aussi du fait que les mesures des banques centrales ne soient pas suffisantes pour juguler l'inflation, auquel cas des relèvements de taux plus importants pourraient s'avérer nécessaires. La conséquence serait une fuite de capitaux des économies émergentes, perturbant les flux financiers mondiaux et le commerce international. *« Par ailleurs, le découplage des chaînes d'approvisionnement mondiales [...] pourrait être un risque sous-évalué car, à court terme, il aggraverait les pénuries et, à long terme, il réduirait la productivité »*, souligne l'organisation.

Si les risques de dégradation se concrétisaient l'an prochain, le volume des échanges commerciaux pourrait bien alors se replier de près de 3 %. La récession serait là.



France, conjoncture en eaux troubles

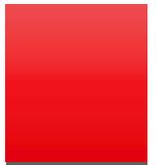
Dans sa note de conjoncture du mois d'octobre, l'INSEE a confirmé un taux de croissance de 0,2 % du PIB au troisième trimestre, suivie d'une stagnation de l'activité au cours des trois mois suivants, une contraction de l'économie n'étant pas exclue en cas de restrictions liées à l'énergie. Sur l'ensemble de l'année 2022, la croissance serait de 2,6 %. L'acquis de croissance pour 2023 serait faible du fait du ralentissement attendu en fin d'année. L'atteinte du taux de 1 % pour l'année prochaine sera compliquée.

Inflation, un retour à la normale reporté

L'inflation qui a enregistré une décreue au cours des mois d'août et de septembre devrait progresser en fin d'année et au début de l'année prochaine avec la réduction des ristournes sur les carburants, la diminution du bouclier tarifaire sur l'électricité et le relèvement du cours du pétrole sur les marchés. La suppression de la redevance audiovisuelle devrait, en revanche, contribuer à faire baisser l'inflation en octobre. Elle devrait atteindre 6,4 % en fin d'année. L'inflation sous-jacente s'élèverait quant à elle à un peu plus de 5 % sur un an en décembre. Dans les prochains mois, l'inflation continuerait sa progression dans l'alimentaire, où elle atteindrait près de 12 % sur un an en fin d'année, soit la plus grosse contribution à l'inflation d'ensemble, et dans les biens manufacturés (5 % sur un an en décembre). Le retour à la normale de l'inflation attendu au second semestre 2023 reste incertain. Il dépend des anticipations d'inflation ainsi que de l'évolution du marché de l'énergie.

Hausse sensible des revenus au second semestre malgré un ressenti opposé

Sur l'ensemble de l'année 2022, le revenu disponible brut des ménages progresserait, selon l'INSEE, de 4,7 %, dont 1,3 point environ du fait des mesures de soutien votées pendant l'été ou annoncées depuis lors. En raison de l'inflation, le pouvoir d'achat de 0,6 point par rapport à 2021 serait constaté en 2022. La baisse est intervenue au cours du premier semestre ; en revanche, au second, avec les mesures prises par le gouvernement, le pouvoir d'achat est en hausse. Le pouvoir d'achat des ménages s'est replié de 1,8 % par unité de consommation au premier trimestre puis de 1,2 % au deuxième trimestre. À partir du troisième trimestre, les augmentations de salaire et notamment du SMIC ainsi que de l'indice de la fonction publique ont permis de réduire les pertes du premier semestre. Les prestations sociales et les autres transferts, de leur côté, augmentent également à partir du troisième trimestre, soutenus par les mesures votées au cours de l'été (revalorisation de nombreuses prestations sociales et prime exceptionnelle de rentrée au troisième trimestre, chèque énergie exceptionnel en fin d'année). Les prélèvements sociaux et fiscaux diminueraient au quatrième trimestre, avec notamment la poursuite de la réduction de la taxe d'habitation et la suppression de la contribution à l'audiovisuel public (en comptabilité nationale, cette suppression est comptabilisée non pas dans le déflateur de la consommation des ménages mais bien dans leurs revenus).



Les ménages français en mode fournis

Les Français dans un contexte de fortes incertitudes réduisent leurs dépenses et privilégient l'épargne de précaution. L'INSEE prévoit une remontée du taux de 'épargne à 17,2 % du revenu disponible d'ici à la fin de l'année. Un taux nettement supérieur à celui observé fin juin (15,5 %) ou avant la crise sanitaire (14,8 %). Les ménages mettent de l'argent de côté par crainte d'une augmentation des prix qui se poursuivraient et par peur d'un retour du chômage. Il y a également la volonté de maintenir constantes leurs encaisses.

Au troisième trimestre, la consommation progresserait selon l'INSEE de 0,3 % mais elle stagnerait quasiment (+0,1 %) en fin d'année. Le plan sobriété énergétique présenté jeudi 6 septembre pourrait provoquer une baisse de la consommation et peser sur la croissance. L'INSEE n'a pas encore évalué son éventuel effet.

L'emploi, un million de plus par rapport à 2019

Au premier semestre 2022, l'emploi salarié s'est accru de 187 000. Les difficultés de recrutement toujours élevées dans les enquêtes de conjoncture reflètent en partie cette vigueur de l'emploi puisqu'une part non négligeable des entreprises concernées par ces difficultés déclarent également avoir récemment augmenté leurs effectifs ou prévoir de le faire à court terme. Les créations d'emplois devraient baisser en fin d'année après plusieurs trimestres de fortes hausses. Sur l'ensemble de l'année, 305 000 créations sont attendues, faisant suite au 971 000 de 2021. L'alternance et les contrats d'apprentissage ou de professionnalisation seraient à l'origine d'un tiers des créations d'emploi. La France comptera à la fin de l'année plus d'un million d'emplois de plus par rapport à fin 2019, malgré la crise du Covid. Dans le détail, l'INSEE table sur 58 000 et 29 000 emplois supplémentaires aux troisième et quatrième trimestres respectivement, contre près de 220 000 au premier semestre. La progression serait réalisée essentiellement par les services quand l'emploi resterait quasi stable dans l'industrie, la construction et le tertiaire non marchand. Le taux de chômage s'établirait à 7,4 % fin décembre. Soit son niveau actuel. Le taux d'activité des 15-64 ans ayant atteint un nouveau un point haut historique (73,5 %).

Les entreprises en résilience

Le taux de marge des entreprises atteindrait 32 % en moyenne sur l'année 2022, un niveau légèrement supérieur à celui de 2018, mais en nette baisse par rapport à 2021 où il avait été particulièrement soutenu par les aides d'urgence liées à la crise sanitaire. La hausse des prix de l'énergie pourrait, par ailleurs, dégrader l'excédent brut d'exploitation des entreprises les plus dépendantes de ce facteur de production et accroître ainsi l'hétérogénéité entre les branches d'activité.

L'industrie manufacturière aurait progressé légèrement ces derniers mois, même si les contraintes d'offre restent globalement importantes, les difficultés d'approvisionnement ont cessé depuis quelques mois de s'aggraver, selon les enquêtes de conjoncture, notamment celles en lien avec la guerre en Ukraine. La production manufacturière, a augmenté de 2,7 % en août après -1,6 % en juillet et ce dans l'ensemble des branches,



se situant à un point haut depuis le début de la crise sanitaire. Néanmoins le poids de l'industrie au sein du PIB est à étiage faible à moins de 9 % du PIB.

Au quatrième trimestre 2022, les services ralentiraient à nouveau, tandis que l'industrie manufacturière serait en repli. Dans l'industrie, les enquêtes publiées fin septembre indiquent en effet une nouvelle dégradation du climat des affaires et notamment un assombrissement de l'opinion des chefs d'entreprises quant à leurs carnets de commande et leurs perspectives personnelles de production. Les entreprises sont prudentes en matière de constitution de stocks. Le recul de l'activité pourrait toucher d'ici la fin de l'année les secteurs de la chimie, la métallurgie, le caoutchouc et la plasturgie en raison de leur forte exposition à la contrainte énergétique. Les services, moins soumis aux aléas des matières premières et des biens intermédiaires, progresseraient à nouveau en fin d'année, mais les effets de rattrapage ne seraient plus que résiduels.

L'investissement des entreprises a augmenté modérément au premier semestre, freiné notamment par une baisse continue de l'investissement en biens manufacturés (et plus particulièrement en matériels de transport, en baisse depuis cinq trimestres consécutifs).

Le redémarrage du tourisme stimule les exportations comme les importations de services. Au deuxième trimestre 2022, les échanges extérieurs ont soutenu la croissance du PIB : les exportations ont continué de progresser (+0,9 %), tirées notamment par la poursuite du retour des touristes étrangers en France, tandis que les importations ont marqué le pas. Les exportations seraient moins dynamiques au second semestre (+0,6 % prévu au troisième trimestre puis +0,5 % en fin d'année). Le ralentissement du commerce mondial affecterait la demande mondiale adressée à la France et les effets de rattrapage liés au retour des touristes étrangers seraient moindres qu'au semestre précédent. D'importantes livraisons aéronautiques soutiendraient cependant les exportations, notamment en fin d'année. De leur côté, les importations auraient été dynamiques au troisième trimestre, du fait du rattrapage important des achats des touristes français à l'étranger. Elles ralentiraient ensuite nettement en fin d'année, en lien avec l'amenuisement de ces effets de rattrapage et l'atonie de la demande intérieure. La demande intérieure aurait été en légère accélération au troisième trimestre, mais accompagnée d'importations dynamiques, tandis qu'elle marquerait quasiment le pas en fin d'année.

L'économie française plie mais ne rompt pas. Elle résiste grâce à une inflation plus faible que celle constatée chez ses partenaires et par le redémarrage rapide du tourisme. La création de nombreux emplois permet également une amélioration du niveau des revenus, ce qui soutient la consommation. La progression de l'épargne témoigne néanmoins d'un réel climat d'anxiété face à l'évolution de la situation économique.



D'HIER À AUJOURD'HUI

Près de 4,5 millions d'allocataires des minima sociaux en France

Fin 2020, selon la DARES, 4,47 millions de personnes sont allocataires d'un minimum social en France. En raison de la crise sanitaire, Ce chiffre a fortement progressé en 2020 (+4,4 %) par rapport à fin 2019. En incluant les conjoints et les enfants à charge, environ 7,1 millions de personnes sont couvertes par les minima sociaux, soit 11 % de la population. En 2020, les dépenses liées au versement des minima sociaux s'élèvent à 30,4 milliards d'euros (+6,8 % en un an), soit 1,3 % du produit intérieur brut (PIB).

Les Français à revenus modestes avaient en 2019, un niveau de vie mensuel inférieur à 1 645 euros. Ils représentent 40 % de la population française. Un peu plus d'un tiers des personnes modestes sont pauvres monétairement, au sens statistique du terme, c'est-à-dire que leur niveau de vie est inférieur à 60 % du niveau de vie médian, soit 1 102 euros par mois. Les personnes modestes sont, par rapport au reste de la population, plus jeunes et vivent davantage dans une famille monoparentale ou nombreuse (au moins trois enfants). Elles sont moins souvent en emploi ou à la retraite et davantage au chômage ou inactives non retraitées. Enfin, elles sont plus souvent en situation de handicap. Les chiffres de 2020 concernant les allocations sociales sont atypiques en raison de l'épidémie covid-19. Les prestations sociales ont joué le rôle indéniable d'amortisseur de la crise.

En 2019, les prestations sociales non contributives (prestations familiales, aides au logement, minima sociaux, garantie jeunes et prime d'activité) représentent 19 % du revenu disponible des ménages modestes et 38 % de celui des ménages pauvres. Jointes à la fiscalité directe, ils réduisent de 7,6 points le taux de pauvreté qui s'élève à 14,6 % de la population métropolitaine vit sous le seuil de pauvreté en 2019, contre 22,2 % sans redistribution sociale. Ces allocations augmentent le niveau de vie des personnes pauvres de 335 euros par mois en moyenne.

Rebond technique des naissances en 2021 ?

En 2021, 742 100 naissances ont été enregistrées en France, soit, selon l'INSEE, 6 900 de plus qu'en 2020 (+0,9 %). La hausse est de 1,2 % quand on neutralise la différence de nombre de jours : 2 033 naissances en moyenne chaque jour en France en 2021, contre 2 009 en 2020. Cette remontée des naissances met fin à six années consécutives de baisse entre 2015 et 2020. Le nombre de naissances en 2021 reste cependant inférieur de 9,3 % à celui de 2014. Les années 2020 et 2021 ont été fortement touchées par l'épidémie de covid-19.

En lien avec le premier confinement, l'année 2021 a débuté avec une baisse des naissances très marquée. Sur la période allant de mi-décembre 2020 à mi-février 2021, les naissances ont diminué de plus de 10 % par rapport à l'année précédente. La fermeture durant le premier confinement des centres de procréation médicalement assistée expliquerait une partie ce recul. La baisse marquée du recours à l'interruption volontaire de grossesse en mai et juin 2020, traduit également le fait qu'il y a eu moins de conceptions pendant le premier confinement.



Après la période de confinement, la procréation a augmenté entraînant la hausse des naissances dès les mois de mars et avril 2021 (+4,6 % de naissances en plus en avril 2021 par rapport à avril 2020). Il y a eu un effet rattrapage. À partir du mois d'août 2021, qui correspond à la période située neuf mois après le deuxième confinement de novembre 2020, le nombre de naissances chaque mois devient très supérieur à celui des mêmes mois en 2020, et ce jusqu'à la fin de l'année. Compte tenu des restrictions de déplacements internationaux durant une grande partie des années 2020 et 2021, la part des enfants dont les deux parents sont nés à l'étranger a baissé entre 2019 et 2021 d'un point (17,2 % en 2019 puis 16,2 % en 2021), et celle des enfants ayant un parent né en France et un parent né à l'étranger est restée stable. Dans le même temps, celle des enfants nés de deux parents nés en France a augmenté (67,4 % des naissances en 2019, 68,6 % en 2021).

En janvier 2022, neuf mois après le troisième confinement d'avril 2021, les naissances sont à nouveau en recul (-2,9 % par rapport à janvier 2020, avant la pandémie). Les trois confinements n'ont donc pas eu les mêmes conséquences sur la natalité mais à leur fin, le nombre de naissances augmente. L'effet est temporaire. Dès le mois de mars 2022, un rapprochement avec celui des mêmes mois en 2020 est constaté. Globalement, sur le premier semestre, les naissances sont plus élevées en 2022 qu'en 2021 mais moindres qu'en 2020.

Un déficit de naissances persistant chez les mères les plus jeunes

Les naissances neuf mois après le premier confinement baissent fortement pour l'ensemble des femmes, mais encore plus pour les femmes les plus jeunes : -24,1 % de naissances en janvier 2021 par rapport à janvier 2020 pour les mères âgées de moins de 20 ans et -16,7 % pour celles de 20 à 24 ans, contre « seulement » -10,6 % pour les femmes âgées de 30 à 34 ans. La chute des naissances pour les femmes de moins de 25 ans se poursuit au sortir du confinement, quand pour les femmes de 30 ans ou plus, un effet rattrapage a été constaté. Pour les moins de 25 ans, le nombre de naissances à partir du mois d'août 2021, soit neuf mois après le deuxième confinement, reste inférieur à celui de l'année précédente. Sur l'ensemble de l'année 2021, le nombre de naissances de mères de moins de 30 ans est en baisse par rapport à 2020, et en particulier pour les moins de 25 ans, -8,0 % pour les femmes de moins de 20 ans et -5,0 % pour les 20-24 ans. En 2022, les naissances d'enfants de femmes de moins de 30 ans restent à nouveau inférieures à ce qu'elles étaient avant la pandémie : sur les six premiers mois de l'année 2022, elles sont en baisse de 11,6 % par rapport à 2020 pour les femmes de moins de 20 ans, de 5,9 % pour les femmes de 20 à 24 ans et de 3,2 % pour celles de 25 à 29 ans.

Les femmes plus âgées en mode compensation

En janvier 2021, neuf mois après le premier confinement, les naissances ont également chuté pour les femmes les plus âgées : -20,7 % par rapport à janvier 2020 pour les femmes de 40 ans ou plus. Le rebond pour ces femmes est très élevé en mars (+7,6 % entre 2020 et 2021) et en avril (+11,4 %). En plus des considérations sanitaires et économiques ou d'âge (la fertilité diminuant avec l'âge, un report des projets parentaux peut finalement les remettre en question), l'impact de la fermeture des centres d'aide médicale à la procréation durant le premier confinement est



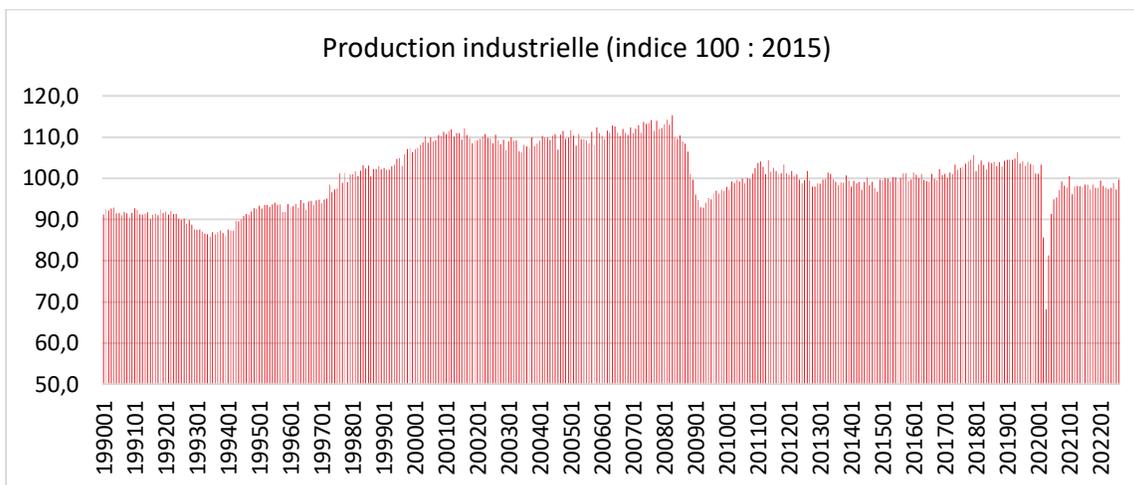
vraisemblablement plus fort à ces âges. La réouverture de ces centres a automatiquement donné lieu à une augmentation du nombre de naissances pour les femmes les plus âgées. Sur l'ensemble de l'année 2021, pour les femmes de 30 à 34 ans, les naissances sont en augmentation de 3,5 %. Cette hausse est encore plus élevée pour les mères les plus âgées : +4,8 % pour les 35-39 ans et +5,3 % pour les femmes de 40 ans ou plus.

Sur les six premiers mois de 2022, le nombre de naissances retrouve son niveau de 2020 pour les femmes de 30 à 34 ans (+1,1 %), et le dépasse pour les plus âgées (+3,8 % pour les 35-39 ans et +7,2 % pour les femmes de 40 ans ou plus).

Après le déficit de naissances constaté en 2020, le rebond de 2021 est assez logique. Néanmoins, il masque de réelles inflexions. Les femmes jeunes diffèrent l'arrivée du premier enfant. Le rebond est net chez les femmes les plus âgées qui sont proches de la fin de la période de procréation. Le mouvement de baisse des naissances qui était notable ces dernières années pourrait reprendre dès 2022 ou au plus tard en 2023.

Production industrielle française en hausse en août

En août, la production manufacturière en France a progressé, selon l'INSEE, de +2,7 % après -1,6 % en juillet comme dans l'ensemble de l'industrie (+2,4 % après -1,6 %). Dans l'industrie manufacturière, la production entre juin et août 2022 est supérieure de 2,0 % à celle des trois mêmes mois de l'année précédente. Elle est en légère hausse dans l'ensemble de l'industrie (+0,4 %). Sur cette période, la production est en forte hausse dans les matériels de transport (+7,2 %), particulièrement dans l'industrie automobile (+15,0 %) qui semble un peu moins affectée qu'il y a un an par les difficultés d'approvisionnement en composants électroniques. Elle augmente dans les « autres produits industriels » (+1,1 %) et dans les biens d'équipement (+3,2 %). Elle est en très forte hausse dans la cokéfaction-raffinage (+25,1 %) en raison d'un niveau particulièrement bas il y a un an lié à des arrêts de raffineries. À l'opposé, elle baisse dans les industries extractives, énergie, eau (-7,9 %), essentiellement du fait de la baisse de la production d'électricité. Elle est quasi stable dans les industries agro-alimentaires (-0,1 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE



LE COIN DES TENDANCES

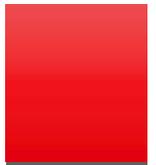
Quand le dollar mène la danse

Les marchés financiers mondiaux traversent leur ajustement le plus douloureux depuis la crise financière mondiale. S'adaptant à la perspective d'une hausse des taux d'intérêt américains, le rendement du Trésor à dix ans a brièvement atteint 4 % cette semaine, son plus haut niveau depuis 2010. Les marchés boursiers mondiaux se sont fortement vendus et les portefeuilles obligataires ont perdu 21 % cette année.

Le dollar écrase tous les arrivants. Le billet vert est en hausse de 5,5 % depuis la mi-août sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux, en partie parce que la FED relève ses taux, mais aussi parce qu'il joue le rôle de valeur refuge en période trouble. En Europe, la crainte d'une pénurie d'énergie et une politique budgétaire imprudente pour le Royaume-Uni contribuent également à la dépréciation des devises face au dollar. Les économies endettées de la zone euro et plus globalement d'Europe semblent les plus fragiles depuis la crise de la dette souveraine il y a dix ans.

La hausse des taux directeurs par la FED constitue une des raisons majeures de l'appréciation du dollar. La banque centrale américaine après avoir tergiversé sur la conduite à suivre face à la résurgence de l'inflation qui aux États-Unis est avant tout le produit des plans de relance engagés par les pouvoirs publics, a décidé d'attaquer plus durement le mal. La banque centrale américaine prévoit de relever le taux des fonds fédéraux à près de 4,5 % d'ici la fin de l'année, précisant qu'elle pourrait si nécessaire poursuivre ce mouvement en 2023. Aux États-Unis, l'ensemble de la chaîne des taux est touché. Le coût des hypothèques sur 30 ans est de près de 7 %. Les rendements des obligations d'entreprises peuvent dépasser 9 %, ce qui a entraîné le tarissement des émissions de nouvelles dettes. L'augmentation des taux met sous tension la sphère financière américaine avec des pertes de valeur pour les anciennes obligations. La chute des cours boursiers commence à se faire ressentir pour certains fonds. Le Nasdaq a perdu un tiers de sa valeur depuis le début de l'année.

L'appréciation du dollar a d'importantes conséquences en-dehors des États-Unis. Elle renchérit le prix des matières premières et de l'énergie pour les importateurs ainsi que le prix de nombreux produits agricoles. De nombreux États essaient de limiter la dépréciation de leur monnaie. La Chine a réagi en rendant plus difficile la vente à découvert du yuan qui, sur le marché offshore, a atteint un niveau record face au billet vert le 28 septembre. L'Inde, la Thaïlande et Singapour sont intervenus sur les marchés financiers pour soutenir leurs devises. Malgré tout, hors Chine, les réserves de change des marchés émergents ont chuté de plus de 200 milliards de dollars au cours de l'année écoulée, selon JPMorgan Chase. Plusieurs banques centrales ont été contraintes de relever leurs taux pour défendre leur monnaie. En septembre, la Banque centrale suédoise a relevé d'un point ses taux directeurs mais cela n'a pas empêché la dépréciation de la couronne. La Banque centrale de Corée prête des réserves de devises au fonds de pension national afin qu'il achète moins de dollars sur le marché libre et ne fasse pas baisser la devise nationale. Au Japon, le gouvernement est intervenu pour acheter du yen pour la première fois depuis plus de vingt ans. Ces achats sont rendus nécessaires par le fait que la banque centrale de ce

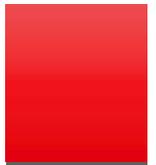


pays maintient des taux d'intérêt bas. La Banque centrale européenne en ayant un plan de relèvement décalé par rapport à celui de la FED accepte de fait la dépréciation de l'euro. Cette baisse renchérit les importations extra-européennes mais n'affecte pas le commerce international des États membres qui s'effectue pour les deux tiers en interne. Un dollar fort, en effet, exporte le problème d'inflation intérieure de l'Amérique vers des économies plus faibles. Ces dernières peuvent être contraintes de soutenir leurs devises en augmentant leurs taux en ligne avec ceux de la FED, mais au prix d'une croissance plus faible. Le Royaume-Uni qui ne bénéficie plus de la protection de l'Union européenne doit faire face à une baisse de sa monnaie sur fond de déficits publics et déficits courants élevés. Les marchés s'attendent maintenant à ce que la Banque d'Angleterre fixe les taux les plus élevés de toutes les grandes économies occidentales l'année prochaine. La hausse des taux pourrait provoquer une chute brutale de l'immobilier dans ce pays. Aux États-Unis, l'augmentation des taux commence à se répercuter sur l'économie réelle avec un retournement du marché immobilier. Les annonces des prévisions de résultats en baisse de la part de FedEx et de Ford, considérés comme deux indicateurs avancés.

L'endettement des entreprises est-il un problème ?

Durant la période des taux d'intérêt bas, les investisseurs se sont rabattus sur la dette des entreprises qui offraient des rendements supérieurs. Depuis le mois de février, le marché des « obligations corporate » est beaucoup moins attractif. Les obligations d'État sont jugées plus sûres et bénéficient de la hausse des taux. En outre, le risque de récession rend les titres d'entreprise plus risqués. Des investisseurs ont commencé à réduire leur exposition aux titres d'entreprises. Le prix des obligations d'entreprise baisse et le taux des nouvelles émissions augmentent fortement. Ces derniers aux États-Unis se situent désormais entre 6 et 9 % pour les entreprises mal notées quand ils étaient inférieurs à 5 % il y a quelques mois. En zone euro, le taux moyen dépasse 7 % quand il était de 2,8 % en janvier 2022. Cette nouvelle donne financière intervient après une longue période d'augmentation d'endettement des entreprises. Depuis 2000, la dette des entreprises non financières est passée de 64 % du PIB à 81 % aux États-Unis et de 73 % à 110 % dans la zone euro. Au total, les entreprises publiques américaines, britanniques et de la zone euro doivent actuellement à leurs créanciers près de 19 000 milliards de dollars.

Malgré tout, l'endettement des entreprises occidentales demeure gérable. Les bénéfices avant intérêts et impôts des entreprises publiques américaines représentent 6,7 fois les intérêts dus sur leurs dettes, contre 3,6 fois en 2000. Dans la zone euro, ce ratio de couverture des intérêts est passé de 4,4 à 7 au cours de ce siècle. L'augmentation est réelle mais n'est pas en soi catastrophique. Les entreprises, en outre, se sont endettées à des taux bas. La proportion de crédits arrivant à échéance est faible. Seulement 16 % des « obligations corporate » de la zone euro arrivent à échéance avant la fin de 2024. Aux États-Unis, ce chiffre est de 8 %. Néanmoins, les entreprises, en particulier aux États-Unis, se sont de plus en plus endettées auprès de fonds d'investissement qui exigent des taux supérieurs à ceux du marché. Ce sont des entreprises à faible rentabilité qui ont eu recours au shadow banking, entreprises exposées en cas de retournement de la conjoncture. Une des menaces qui pèsent sur le marché corporate est en effet, la progression du nombre d'entreprises dites zombies, c'est-à-dire non compétitives, maintenues en vie par une dette bon marché



par les aides publiques durant la pandémie. Selon l'hebdomadaire « The Economist », la proportion de ces entreprises serait exagérée et ne constituerait pas un réel danger. Moins de 500 entreprises cotées seraient potentiellement qualifiables de zombies aux États-Unis et en Europe. Ce nombre aurait augmenté de 155 depuis 2001. Elles représenteraient 5,6 % des entreprises cotées et porteraient moins de 2 % de la dette totale des entreprises. Le point de vigilance pour les experts financiers concerne non les entreprises dites zombies mais celles qui se situent juste au-dessus en termes de rentabilité, ces entreprises pouvant rapidement basculer du côté des entreprises en difficulté. Selon l'agence de notation, Fitch, 58 % du marché des obligations d'entreprises non financières sont désormais notés « BBB ». Le rendement moyen de ces obligations a plus que doublé aux États-Unis au cours des 12 derniers mois, à 6,1 %. Contrairement aux obligations à rendement élevé, bon nombre d'entre elles viennent à échéance prochainement et devront être refinancées à des taux beaucoup plus élevés.

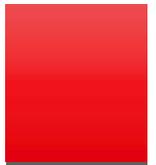
Depuis la crise financière mondiale de 2007-2009, de nombreuses entreprises matures confrontées à des problèmes structurels de demande ont profité du crédit bon marché pour s'endetter afin de maintenir des dividendes aux actionnaires. Alors que les bénéficiaires sont sous pression avec le ralentissement de la croissance et que les charges d'intérêt augmentent, ces entreprises seront tentées de réduire leurs coûts voire d'opter pour une attrition de leurs activités. Elles pourraient être amenées de supprimer des emplois et des investissements. En cas de baisse importante des bénéficiaires, les gestionnaires de portefeuille pourraient se dessaisir des titres de dettes provoquant une accélération de leur baisse et une augmentation des taux. Ce scénario catastrophe n'est pas en l'état actuel le plus probable. Son éventuelle réalisation serait liée à une forte récession de l'économie et à une montée de l'aversion aux risques.

L'économie mondialisée face à l'inflation, une première

Dans les années 1970 et 1980, l'inflation s'était imposée dans un très grand nombre de pays en lien avec les deux chocs pétroliers et l'instauration de mécanisme d'indexation durant les Trente Glorieuses. La lutte contre la hausse des prix a été menée notamment à la fin des années 1970 par la FED de Paul Volcker. Ce dernier porta les taux directeurs de la Réserve fédérale de 11 % en 1979 à 20 % en juin 1981. Il décida, en retenant les idées économiques de Milton Friedman, d'annoncer les taux de progressions de la masse monétaire afin de casser les anticipations. L'inflation américaine qui était de 13,5 % en 1981 revint à 3,2 % en 1983 au prix d'une sévère récession. Les différents pays suivirent les États-Unis. Si aujourd'hui, les banques centrales reprennent les grandes lignes de cette politique monétaire, le contexte est profondément différent. L'économie s'est mondialisée et les mouvements de capitaux se sont démultipliés.

Une onde de choc mondial

La hausse des taux directeurs est une vague qui s'est formée dès le milieu de l'année 2021 et qui gagne, mois après mois, en force. Au cours du printemps de l'année dernière, des banques centrales d'Amérique latine et d'Europe centrale ont commencé à relever les taux d'intérêt pour éviter la dépréciation de leurs monnaies et pour



contenir l'inflation. À la fin de l'année 2021, la Norvège et la Corée du Sud, se sont joints au mouvement. En 2022, presque toutes les grandes économies ont suivi, à l'exception du Japon. Depuis les années 1980, jamais un mouvement d'ensemble ne s'était produit. Avec l'accélération du resserrement monétaire, un nombre croissant d'économistes souligne que les prises de positions rapides et synchrones des banques centrales étaient susceptibles de conduire à une récession mondiale. Maurice Obstfeld, ancien économiste en chef du FMI, a déclaré que l'incapacité des banques centrales à tenir compte des effets mondiaux de leurs politiques expose l'économie mondiale au risque d'un ralentissement « historique ». En l'état, les effets combinés des hausses sont difficilement appréciables.

L'inflation est au départ un problème monétaire. Elle se nourrit de l'abondance des liquidités. Or, depuis 2007, les banques centrales ont accru, sans précédent, leur bilan et de ce fait la masse monétaire en circulation. Jusqu'à 2021, les liquidités émises étaient en grande partie stérilisées dans des actifs comme l'immobilier ou les actions. Depuis la crise sanitaire, avec les plans de relance, les liquidités sont de retour dans les circuits productifs qui ont été désorganisés par les confinements et depuis peu par la guerre en Ukraine. En augmentant les taux, les banques centrales ont décidé de ralentir la croissance en réduisant la demande, mais dans une économie mondialisée, celle-ci est mondiale. Quand une banque centrale augmente ses taux directeurs, cela affecte également la demande adressée aux autres pays. Si ces interactions ne sont pas prises en compte, l'économie mondiale ralentira bien plus que ce que les banques centrales avaient individuellement imaginé. L'interdépendance se manifeste également au niveau des capitaux. Une hausse des taux dans un pays attire les capitaux étrangers et renforce la valeur de sa devise comme cela est constaté actuellement pour le dollar. Le pays bénéficie d'une réduction des coûts d'importation, ce qui facilite sa lutte contre l'inflation. La zone euro se trouve dans une situation inverse avec une devise qui se déprécie. Un resserrement politique non coordonné peut engendrer une guerre des devises, dans laquelle chaque pays s'efforce de déplacer le fardeau de l'inflation chez l'autre, la conséquence pouvant être une montée aux extrêmes des taux.

La hausse des taux d'intérêt peut déstabiliser le marché des changes et avoir de lourdes conséquences pour les pays émergents. L'économie est devenue beaucoup plus intégrée financièrement qu'en 1971, lorsque John Connally, alors secrétaire au Trésor américain, avait déclaré aux représentants des États étrangers que « *le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème* ». Un dollar cher et des taux en augmentation peuvent provoquer des défauts de paiement et des problèmes d'importation pour des pays émergents et en développement.

Le Japon, seul au monde en matière monétaire ?

Pour le moment, un État résiste au mouvement général de hausse des taux d'intérêt, le Japon. Le pays est aux prises avec une faible inflation, voire une déflation, depuis des décennies. La guerre en Ukraine n'a pas abouti à une forte augmentation des prix. Les prix à la consommation japonais ont augmenté de 2,8 % en glissement annuel en août, légèrement au-dessus de l'objectif de 2 % de la banque centrale. Hors produits frais et coûts de l'énergie, les prix n'ont augmenté que de 1,6 % en glissement annuel, contre une moyenne de 7,2 % dans l'OCDE. La politique monétaire japonaise a été



conçue pour faciliter au maximum les conditions de financement des entreprises et des ménages, afin de les inciter à dépenser. En 2016, la banque centrale japonaise, la Boj, a adopté une politique de contrôle de la courbe des taux, qui plafonne les rendements des obligations d'État à 10 ans à environ 0 %. Cela devient plus difficile lorsque le reste du monde augmente les taux d'intérêt, car l'écart croissant conduit à une devise plus faible et les investisseurs recherchent des rendements plus élevés ailleurs. Malgré tout, Le 22 septembre dernier, Kuroda Haruhiko, le gouverneur de la Boj, a réitéré que la banque maintiendrait les taux bas. La valeur du yen est tombée à son plus bas niveau en plus de 20 ans, ce qui a conduit le gouvernement japonais à intervenir sur les marchés des devises pour la première fois depuis la crise financière asiatique de 1998. La banque centrale japonaise met avant tout l'accent sur la courbe des taux contrairement à la plupart des banques centrales qui se concentrent sur les taux d'intérêt à court terme. La dépréciation du yen accroît la facture des importations du pays de 50 %. Comme en Europe, le gouvernement japonais multiplie les aides aux ménages avec à la clef une progression de l'endettement. La faiblesse du yen peut conduire les Japonais à réaliser des arbitrages sur les actifs qu'ils détiennent sur l'étranger. Ils sont les premiers créanciers au monde ayant accumulé durant les années fastes plus de 3 500 milliards de dollars d'actifs. Compte tenu de l'augmentation de sa valeur, accrue par la hausse du dollar, des ventes sont constatées depuis le début de l'année, plus de 13 milliards de dollars net de titres vendus.

En 2023, l'économie mondiale pourrait être confrontée à une hausse de taux, une inflation persistante et un fort ralentissement de la croissance. Les interactions économiques rendent difficiles les prévisions en termes de croissance et d'inflation. Les incertitudes sur l'évolution du conflit ukrainien compliquent la réalisation de toute prévision. Par ailleurs, la bonne tenue de l'activité jusqu'à maintenant est imputable aux plans de relance et aux cagnottes constituées durant l'épidémie. Les effets des plans de relance devraient s'atténuer. Pour les cagnottes, force est de constater que les ménages occidentaux, en continuant à épargner, n'ont que marginalement puiser dans leur cagnotte Covid.



LE COIN DES GRAPHIQUES

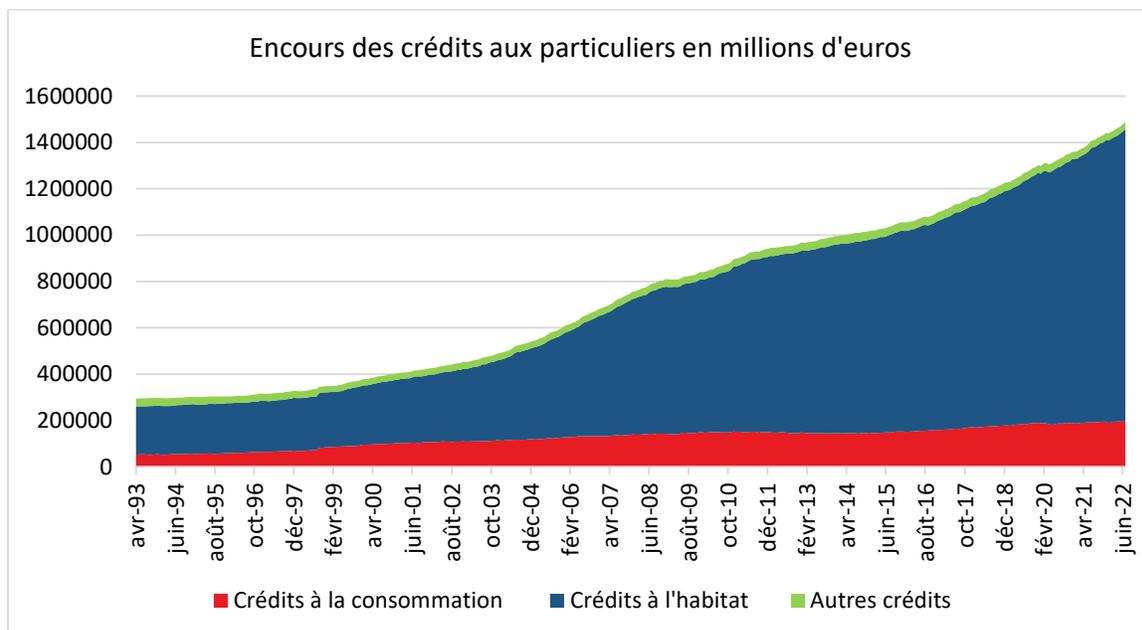
Hausse du crédit à l'habitat

L'encours des crédits des ménages a atteint, selon la Banque de France, 1 487 milliards d'euros à la fin du mois d'août dont 1 259 milliards d'euros au titre des crédits à l'habitat et 198 milliards d'euros au titre des crédits à la consommation.

La production de crédits à l'habitat atteint 21,2 milliards d'euros en août (21,8 milliards en juillet), un niveau qui reste élevé après le pic à 26,8 milliards en mai. Cette production se rapproche de la moyenne sur 5 ans (20,3 milliards), reflétant le processus de normalisation en cours. La remontée très progressive des taux d'intérêt des nouveaux crédits se poursuit (avec un taux effectif au sens étroit-TESE-, c'est-à-dire hors frais et assurances), de 1,58 % en moyenne en août, après 1,45 % en juillet.

Le taux de croissance annuelle de l'encours des crédits à l'habitat est stable en août à un niveau élevé de +6,3 %. Le flux qui résulte de la différence entre les prêts nouveaux et ceux qui sont remboursés s'établit à 5,6 milliards d'euros, soit à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne sur les cinq dernières années (5,3 milliards). Ces résultats contredisent les allégations selon lesquelles le taux de l'usure aurait empêché ces derniers mois la réalisation de 50 % des crédits immobiliers.

Le taux de croissance des crédits à la consommation s'inscrit à +4,0 %, après +3,4 % en juillet. L'estimation avancée pour septembre indique une poursuite de la remontée du taux d'intérêt moyen sur les nouveaux crédits qui atteindrait 1,72 %, une production mensuelle CVS de crédits à l'habitat qui continuerait à se normaliser graduellement (22,6 milliards d'euros), et un quasi-maintien à +6,2 % du taux de croissance annuelle de l'encours de crédit.



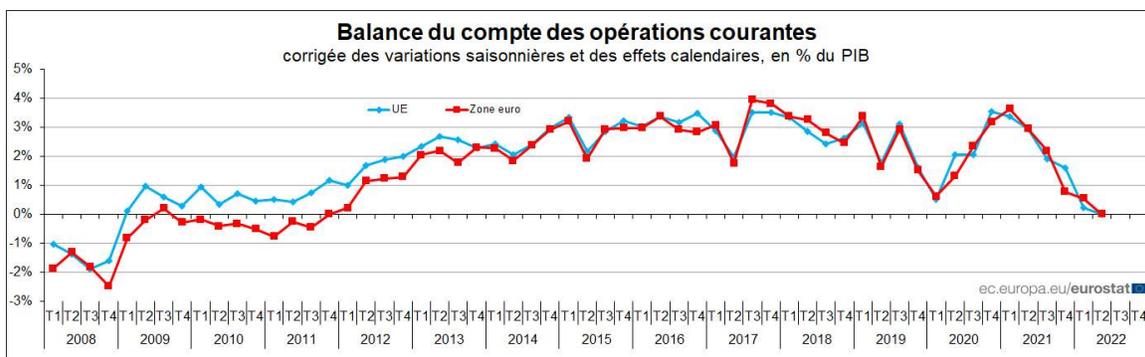
Cercle de l'Épargne – données Banque de France



L'Europe en déficit commercial

Pour la première fois depuis 2011, la balance courante de l'Union européenne est déficitaire. Au deuxième trimestre, le déficit a été de 37,4 milliards d'euros (-1,0 % du PIB), contre un excédent de 8,8 milliards d'euros (0,2 % du PIB) au premier trimestre 2022. Au deuxième trimestre 2021, le solde était positif de 104,8 milliards d'euros (2,9 % du PIB) selon les estimations d'Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne. Cette dégradation est imputable à la hausse des cours de l'énergie et des matières premières ainsi qu'aux difficultés rencontrées par l'industrie européenne.

Au deuxième trimestre 2022 par rapport au premier trimestre 2022, le déficit du compte des biens a augmenté : -62,4 mds d'euros, contre -21,7 mds. L'excédent du compte des services a diminué (+43,4 mds d'euros, contre +45,6 mds).



Au deuxième trimestre, L'Union européenne é dégagé des excédents du compte courant extérieur avec le Royaume-Uni (+43,6 Mrds d'euros), la Suisse (+20,5 mds), le Canada (+7,4 mds), Hong-Kong (+6,3 mds), le Brésil (+5,1 mds), les États-Unis (+3,9 mds) et le Japon (+0,6 mds). Des déficits ont été enregistrés avec la Chine (-50,8 mds), la Russie (-33,4 mds) et l'Inde (-3,7 mds).



LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

Lundi 10 octobre

En **zone euro**, l'**indice Sentix de confiance des investisseurs** d'octobre sera disponible.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution en septembre de l'**indice des tendances de l'emploi - Conference Board**.

Mardi 11 octobre

En **Italie**, les résultats de la **production industrielle** en août seront communiqués.

Au **Japon**, la Banque centrale communiquera les montants de la **balance des paiements courant** en août. L'**indice Observateurs de l'économie - conditions actuelles** de septembre sera publié.

Au **Royaume-Uni**, le taux de **chômage** et des données sur l'**évolution des salaires** en août seront publiées ainsi que l'évolution attendue du **nombre de demandeurs d'emploi** en septembre. Il sera également possible de suivre l'évolution en septembre des **ventes au détail**.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter les **prévisions d'inflation des prix à la consommation de la FED** et l'évolution sur septembre de l'**indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises**.

Mercredi 12 octobre

Il sera possible de suivre, pour les pays membres de la **zone euro** et de l'**Union européenne**, l'évolution de la **production industrielle** en août.

Au **Japon**, l'**indice Reuters Tanken** d'octobre sera communiqué. Les résultats des commandes de machines en août devraient être publiés.

Au **Royaume-Uni**, des résultats du mois d'août de la **balance commerciale** et les données détaillées de la **production industrielle**, à la **production du secteur de la construction** ainsi que de la **production manufacturière** seront disponibles. L'**indice des prix immobiliers RICS** de septembre sera également rendu public.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution des **prix à la production** et de consulter **les indices des prix à la production IPP et IPP core** de septembre. L'**indicateur PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'octobre devrait être disponible.

L'**OPEP** publiera son **rapport mensuel**.



Jeudi 13 octobre

Une réunion de la **BCE** avec **évolution des taux** est programmée.

Au **Japon**, la banque centrale communiquera sur la progression des **prêts bancaires** en septembre. Il sera par ailleurs possible de suivre **l'indice des prix de gros CGPI** de septembre.

En **Allemagne**, seront publiés **les indice IPC et IPCH** de septembre.

Après les **États-Unis**, **l'indicateurs PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'octobre seront communiqués pour le **Royaume-Uni**, la **zone euro**, **l'Italie**, **l'Allemagne** et la **France**.

Aux **États-Unis**, les **indices IPC et IPC core** ainsi que **l'IPC FED de Cleveland** de septembre seront publiés. Il sera également possible de suivre l'évolution des **revenus réels** sur ce même mois de septembre.

Vendredi 14 octobre

En **France**, l'INSEE publiera les résultats définitifs de **l'indice des prix à la consommation (IPC et IPCH)** de septembre et **l'indice de référence des loyers** au troisième trimestre. La direction générale du trésor communiquera le montant **des réserves nettes de change** à fin septembre.

Eurostat publiera pour la **zone euro** et **l'Union européenne**, les chiffres du **commerce international de marchandises** en août.

En **Chine**, il faudra suivre l'évolution de **IPC** en septembre. La **balance commerciale** et les résultats des **importations et des exportations** en septembre seront disponibles.

Il sera possible de consulter les **PSCI Thomson Reuters IPSOS chinois et japonais** pour le mois d'octobre.

En **Allemagne**, **l'indice WPI des prix de gros** de septembre sera communiqué.

En **Espagne**, les **indices IPC et IPCH** de septembre seront publiés.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter les chiffres, sur le mois de septembre, des **ventes au détail**, les **indices des prix à l'exportation et importation**. L'évolution des **stock des entreprises** en août fera l'objet d'une publication. Il sera également possible de consulter, les **indices Michigan** d'octobre sur la **situation actuelle**, les **anticipation d'inflation**, les **attentes** et la **confiance des consommateurs**.



Lundi 17 octobre

Au **Japon**, les données à fin août relatives à **l'utilisation des capacités** et à la **production industrielle** seront disponibles.

En **Italie**, les résultats définitifs de **l'IPC et l'IPCH** de septembre seront rendus publics.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution de **l'indice manufacturier Empire State FED de New York** d'octobre.

Mardi 18 octobre

En **France**, l'INSEE communiquera les chiffres des **créations d'entreprises** de septembre.

En **Chine**, le **PIB** attendu au troisième trimestre ainsi que les résultats de la **production industrielle, des ventes au détail** et de **l'investissement en immobilisation** de septembre seront communiqués.

Les chiffres de septembre **d'immatriculations de voitures** seront disponibles pour le **Royaume-Uni** et les États membres de la **zone euro**.

En **Italie**, il sera possible de suivre l'évolution, en août, de la **balance commerciale**.

Les indices ZEW d'octobre sur la **situation actuelle et le sentiment économique** seront publiés pour **l'Allemagne et la zone euro**.

Aux **États-Unis**, le **taux d'utilisation des capacités**, ainsi que les données relatives à **la production industrielle et la production manufacturière** de septembre seront publiées. Il sera par ailleurs possible de suivre, l'évolution en août des **achats étrangers de T-bonds** en août et des **flux nets de capitaux** et des **transactions nettes à long terme**. L'**indice NAHB du marché immobilier** d'octobre sera également rendu public.

Mercredi 19 octobre

Eurostat publiera les données mises à jour du **PIB** et des **principaux agrégats/Emploi** pour la **zone euro** et **l'Union européenne** au deuxième trimestre 2022. Il sera également possible de consulter les chiffres de **l'inflation (IPCH)** de septembre et de la **production en construction** en août.

En **Chine**, il faudra suivre l'évolution sur septembre des **prix immobiliers**.

Au **Royaume-Uni**, seront communiqués pour septembre, **l'IPC, les indices des prix à la production (IPP et IPP core)** ainsi que **les indices des prix de détail (RPI et RPI core)**.



Aux **États-Unis**, des données à fin septembre du secteur de la construction (**permis de construire et mises en chantier**) seront communiquées. **Le livre beige de la FED** sera rendu public.

Jeudi 20 octobre

En **France**, il faudra suivre l'évolution du **climat des affaires** et les résultats des enquêtes conjoncturelles sectorielle pour le mois d'octobre.

La **Banque centrale européenne (BCE)** communiquera, pour la **zone euro**, le niveau de la **balance des paiements courants** à fin août.

Au **Japon**, les résultats des **exportations**, des **importations** et de la **balance commerciale** à fin septembre seront communiqués.

En **Allemagne**, il sera possible de suivre l'évolution des **prix à la production (IPP)** en septembre.

Aux **États-Unis**, la **FED de Philadelphie** publiera plusieurs **indicateurs conjoncturels** pour octobre : **indice manufacturier, conditions d'activités, dépenses d'investissements, emploi...** Il sera également possible de consulter les données des **ventes de logements existants** en septembre et l'**indicateur avancé US**.

Vendredi 21 octobre

Eurostat publiera pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, les chiffres du **déficit et dette des administrations publiques** en 2021 et aux deuxième trimestre 2022. La Commission européenne publiera pour les deux zone, les données de l'enquête de **confiance des consommateurs** pour le mois d'octobre.

Au **Royaume-Uni**, il faudra suivre les perspectives d'évolution de l'indicateur **confiance des consommateurs Gfk** pour le mois d'octobre. Les données des **ventes au détail**, le niveau de l'**emprunt net du secteur public** et les **exigences de trésorerie nette du secteur public** à fin septembre seront également publiées. La Banque d'Angleterre, communiquera les chiffres du **crédit à la consommation**, des **approbations d'hypothèques** et des **prêts hypothécaires** à fin septembre.

Au **Japon**, l'**IPC** et **IPC core** de septembre seront disponibles.



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 2021 en %	+7,0	+2,7	+6,5	+5	+5,2
2 ^e trimestre 2022	+0,5	+0,0	+1,0	+1,1	+0,6
Inflation En % - septembre 2022	6,2	10,9	9,5	9,3	10,0
Taux de chômage En % - août 2022	7,3	3,0	7,8	12,4	6,6
Durée annuelle du Travail (2021)	1458,7	1341,4	1663,4	1641,1	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Dépenses publiques En % du PIB 2021	59,4	51,5	55,5	50,6	52,5
Solde public En % du PIB 2021	-6,5	-3,7	-7,2	-6,9	-5,1
Dettes publiques En % du PIB 2021	113,3	69,3	150,8	118,4	97,5
Balance des paiements courants En % du PIB – juil. 2022	-0,5	+5,0	+0,1	+0,7	+0,5
Échanges de biens En % du PIB -juil. 2022	-5,0	+2,5	-0,4	-4,6	-1,7
Parts de marché à l'exportation En % 2021	2,7	7,4	2,8	1,7	24,7
Variation 1999 -2021 en %	-55,4	-26,6	-39,3	-16,0	-28,3

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 2 000** 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 :-----