

L'édito de la semaine

- Entre désirs et réalités

Le Coin de l'épargne

- Cinquième semaine de hausse consécutive pour le CAC 40
- Le tableau des marchés financiers de la semaine
- Le label ISR encore plus vert
- Le Livret A champion du premier trimestre

Le Coin de l'économie

- Vers la fin de l'objectif des 2 % pour la Banque centrale européenne ?
- La zone euro, à la recherche de capitaux !
- Le marché unifié des capitaux, un objectif à atteindre pour l'Europe
- Lutte contre l'inflation, avantage à la FED

D'hier à aujourd'hui

- Rebond de la croissance chinoise après la fin du « zéro covid »
- Légère dégradation du climat des affaires en France
- Des immigrés de plus en plus diplômés
- Baisse de l'inflation confirmée en zone euro

Le Coin des tendances

- États-Unis, l'Aigle est-il un Phoenix ?
- De la bonne utilisation de la manne pétrolière par les pays du Golfe
- Changement de cap salarial au Japon

Le Coin des graphiques

- L'industrie française, toujours sous pression
- Poursuite de la décrue relative de la dette publique

Le Coin de l'agenda économique

Le Coin des statistiques



Entre désirs et réalités

Selon la dernière enquête « Les Français, l'épargne et la retraite » Ag2r La Mondiale – Amphitéa – Cercle de l'Épargne», 80 % des Français souhaitent partir à la retraite au plus tard à 62 ans. Dans le même temps, ils ne sont que 33 % à penser qu'un départ avant 63 ans est personnellement réalisable. Ils sont même 43 % à anticiper un départ après 64 ans. Ce grand écart entre les désirs et les possibles est une source évidente de frustration et alimente sans nul doute le sentiment de défiance qui traverse la société française. Mais nécessité fait loi ; les Français n'entendent pas liquider leurs droits à pensions avant l'obtention d'une retraite à taux plein. Seuls un quart d'entre eux sont disposés à accepter une décote sur leur pension afin de partir plus tôt. Près des deux tiers, en revanche, considèrent que leurs pensions sont ou seront insuffisantes pour vivre correctement à la retraite.

Les objectifs de la réforme des retraites de 2023 n'ont été que partiellement compris. Si 46 % des Français mettent en avant le rétablissement des comptes, seulement 6 % estiment que l'objectif numéro un serait l'augmentation du taux d'emploi et celui de la croissance. 30 % n'ont pas d'avis sur ce sujet, donnant l'impression que cette mesure contestée ne serait que l'expression du fait du Prince. La dimension économique de la réforme n'a pas été comprise. Pour autant, si les Français souhaitent ardemment partir le plus tôt possible à la retraite, ils entendent bénéficier d'une haute qualité de services en particulier dans le domaine de la santé. Cette haute qualité suppose que les emplois nécessaires à son obtention soient pourvus. La somme des souhaits individuels risque d'aboutir à une impasse collective. Face à cette apparente contradiction, les Français font cependant preuve, avec force, d'un réalisme hors pair. Ils sont 75 % à estimer que de nouveaux reculs de l'âge de la retraite au-delà de 64 ans sont inévitables dans les prochaines années. Si, à titre individuel, les actifs veulent partir le plus tôt possible à la retraite, ils savent que cette faculté est impossible collectivement. Les contraintes démographiques ne sont pas ignorées par la population. Le papy-boom, réplique soixante ans plus tard du baby-boom, et l'allongement de l'espérance de vie s'imposent à toutes et à tous. Plus de 800 000 personnes liquideront, chaque année, leurs pensions durant les quinze prochaines années, portant le nombre de retraités de 17 à 23 millions. L'espérance de vie à la retraite de 1950 à 2023 est passée de 15 à 25 ans, constituant un record au sein des pays européens.

La réforme des retraites témoigne d'un rapport complexe au travail. Il n'y a pas de réel divorce, la France ayant enregistré un taux d'emploi sans précédent en 2022. En revanche, le travail est de moins en moins perçu comme une source d'enrichissement moral et financier. En parallèle avec la désindustrialisation, le développement des emplois de services domestiques à faible valeur ajoutée et à rémunération peu élevée contribue à la démotivation d'une partie des actifs dont le niveau d'études a progressé ces vingt dernières années. Avec l'éclatement et l'individualisation des tâches, les promotions sont plus rares que dans le passé. L'ascension sociale s'est ralentie. Pour les jeunes actifs, l'espoir d'acquérir leur résidence principale grâce aux fruits de leur travail s'amenuise. Avec des dépenses pré-engagées (logement, assurances, abonnement) en constante augmentation, dépenses sur lesquelles ils n'ont pas de



prise, le problème du pouvoir d'achat et des conditions de vie concerne un nombre élevé de Français, le salaire médian étant de 1850 euros.

La distanciation au travail est également la conséquence du poids croissant des prestations sociales dans la rémunération des actifs ; celles-ci atteignant plus de 33 % pour les 20 % des ménages les plus modestes.

Au-delà des contestations qu'elle a provoquées, la réforme des retraites invite les uns et les autres à réfléchir sur l'organisation du travail. Celle-ci est en pleine mutation. La crise sanitaire a bougé des lignes ou plutôt accéléré des tendances de fond déjà présentes depuis plusieurs années. Le télétravail renforce l'individualisation du travail avec comme risque une disparition de l'esprit d'équipe. L'épidémie de covid-19 a souligné l'importance de certains métiers, du personnel de santé au personnel en charge de l'entretien ou des transports, sans lesquels une société ne peut pas fonctionner. Or ces métiers font l'objet d'une désaffection croissante car ils demeurent sous-valorisés en raison de leur pénibilité et de leur faible rémunération. La question des retraites et celle du travail sont intimement liées. L'amélioration du taux d'emploi des seniors et celui des jeunes qui demeure faible en France suppose d'agir sur le contenu et la valorisation du travail ainsi que sur la formation tout le long de la vie.

Philippe Crevel

LE COIN DES ÉPARGNANTS

Cinquième semaine de hausse consécutive pour le CAC 40

Cette semaine, le CAC 40 a une nouvelle fois battu son record en atteignant 7 577 points en clôture, vendredi 21 avril. Avec un gain de 0,76% en cinq jours, l'indice parisien signe ainsi une cinquième semaine de hausse consécutive. La place de Paris est toujours soutenue par les valeurs du secteur du luxe (LVMH, Hermès, Kering, L'Oréal) et par EssilorLuxottica. Le numéro un mondial de l'optique enregistre une forte croissance tant pour les verres que pour les montures. Cette société est de plus en plus assimilée à une marque de luxe. La hausse de cette semaine est plus modérée que les précédentes, les investisseurs attendant les résultats de vingt entreprises la semaine prochaine ainsi que les décisions des banques centrales. Aux États-Unis, cet attentisme s'est traduit par un léger recul des indices. La FED devrait procéder à une nouvelle hausse de ses taux de 25 points de base. Pour de nombreux experts, cette hausse pourrait être la dernière du cycle enclenché au début de l'année 2022. En zone euro, la solidité de l'indice PMI composite en avril, à 54,4 en première estimation, soulignant que l'activité reste encore dynamique pourrait conduire la BCE à relever ses taux de 50 points de base le mois prochain.



Le tableau des marchés de la semaine

	Résultats 21 avril 2023	Évolution sur une semaine	Résultats 30 déc. 2022	Résultats 31 déc. 2021
CAC 40	7 577,00	+0,76 %	6 471,31	7 153,03
Dow Jones	33 809,03	-0,27 %	33 147,25	36 338,30
S&P 500	4 133,55	-0,24 %	3 839,50	4766,18
Nasdaq	12 072,38	-0,54 %	10 466,48	15 644,97
Dax Xetra (Allemagne)	15 881,66	+0,41 %	13 923,59	15 884,86
Footsie (Royaume-Uni)	7 914,13	+0,51 %	7 451,74	7 384,54
Euro Stoxx 50	4 390,75	+1,20 %	3 792,28	4 298,41
Nikkei 225 (Japon)	28 564,37	+0,58 %	26 094,50	28 791,71
Shanghai Composite	3 302,62	+0,87 %	3 089,26	3 639,78
Taux OAT France à 10 ans	+2,980 %	+0,045 pt	+3,106 %	+0,193 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,472 %	+0,036 pt	+2,564 %	-0,181 %
Taux Trésor US à 10 ans	+3,560 %	+0,040 pt	+3,884 %	+1,505 %
Cours de l'euro/dollar	1,0976	-1,13 %	1,0697	1,1378
Cours de l'once d'or en dollars	1 975,61	-1,46 %	1 815,38	1 825,350
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	81,71	-5,76 %	84,08	78,140



Le label ISR encore plus vert

Le label ISR est un label d'État créé en 2016 par le ministère de l'Économie destiné à répertorier des fonds d'investissement ainsi que des supports immobiliers (OPCI/SCPI) en fonction de critères environnementaux. Ce label atteste que les gestionnaires ont effectué une sélection d'investissements en fonction de critères environnementaux sociaux et de gouvernance, abrégés critères ESG. Plus de 1 200 fonds sont labellisés. Selon le site du label ISR, l'ensemble de ces fonds labellisés pèse 695 milliards d'euros, (440 milliards d'euros pour les fonds de droit français et 255 milliards d'euros de fonds étrangers).

Compte tenu de l'évolution de la réglementation européenne, le gouvernement a décidé de renforcer le label ISR avec comme objectifs de limiter le greenwashing et d'assurer la crédibilité du label. Jusqu'à maintenant, le label reposait sur un cahier des charges comportant six catégories d'exigences. En fonction des réponses, les certifications sont délivrées par des organismes indépendants agréés par le Comité français d'accréditation.

Le nouveau référentiel du label ISR est soumis à la consultation publique durant six semaines, permettant aux parties prenantes, sociétés de gestion, investisseurs, conseillers financiers, ONG et lobbies de donner leurs opinions. La proposition de référentiel définitif sera soumise au ministre de l'Économie et des Finances, Bruno Le Maire.

Dans le cadre de la nouvelle procédure, les candidats à la labellisation devraient soumettre un plan d'action concret concernant la réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre. Le comité du label propose d'exclure les producteurs de charbon ou d'énergies fossiles non conventionnelles pour plus de 5 % de leur production, ainsi que ceux qui investissent dans tout nouveau projet de ce type. Des indicateurs devraient obligatoirement être mis en place pour mesurer les effets réels des portefeuilles sur les questions sociales, environnementales et de bonne gouvernance.

Dans l'hypothèse d'une publication de la décision du ministre en septembre, le nouveau référentiel entrerait en vigueur en janvier prochain pour les nouvelles labellisations. Les sociétés de gestion auront un an pour mettre les fonds déjà labellisés en conformité avec les nouvelles normes. Valable trois ans, le label est en principe revu tous les ans par les auditeurs de labellisation des fonds (Afnor Certification, EY France et depuis 2020, Deloitte).

La nouvelle version du label devrait être plus exigeante, l'approche reste basée sur des process assez lourds. L'insuffisance d'exclusion sur les énergies fossiles fait l'objet de critiques, tout comme l'absence de gradation des fonds en fonction de leur degré d'exigence. Ce label ISR ne permet toujours pas une harmonisation européenne. Les gérants souhaitent qu'un label européen soit adopté. Actuellement, un fonds distribué dans plusieurs pays doit répondre aux exigences d'exclusion des différents labels, ce qui restreint le choix d'investissement et génère des coûts.



Le Livret A champion du premier trimestre

Le Livret A achevé le premier trimestre 2023 en beauté avec une collecte de 4,17 milliards d'euros en mars. Elle fait suite aux collectes exceptionnelles de janvier (+9,27 milliards d'euros) et de février (+6,27 milliards d'euros). Le Livret A fait mieux qu'en mars 2022 qui s'était soldé par une collecte de 3,02 milliards d'euros. Sur les trois premiers mois de l'année 2023, la collecte atteint 19,71 milliards d'euros, ce qui constitue un record sans précédent.

Le Livret de Développement Durable et Solidaire (LDDS) a également enregistré une collecte positive de 1,82 milliard d'euros en mars. La collecte sur le premier trimestre s'est élevée à 5,67 milliards d'euros, ce qui constitue un record.

L'encours du Livret A atteint ainsi un nouveau record à 395,1 milliards d'euros. Depuis la fin décembre 2019, avant la crise sanitaire, cet encours a progressé de 33 %. L'encours du LDDS a également atteint un nouveau sommet à 140 milliards d'euros. L'encours cumulé de ces deux produits s'élève désormais à 535,1 milliards d'euros.

L'effet taux continue à jouer à plein

Le mois de mars est, en règle générale, un mois sans anicroche pour le Livret A ; aucune décollecte lors de ces dix dernières années n'a été constatée. La collecte moyenne sur dix ans est de 1,65 milliards d'euros en mars. Le cru 2023 est donc 2,5 fois supérieur à la moyenne.

Pour le troisième mois consécutif, le Livret A bénéficie de l'effet « taux », le relèvement à 3 % annoncé en janvier est intervenu au mois de février dernier. Les ménages continuent de recycler leurs liquidités en les transférant vers leur Livret A et leur LDDS. L'encours des dépôts à vue est passé de 542 à 509 milliards d'euros de fin septembre 2022 à fin février 2023. Ce phénomène de reclassement des liquidités favorise le LDDS qui est plus souvent que le Livret A accouplé au compte courant. Dès sa création, en 1983, le LDDS a été distribué par l'ensemble des réseaux bancaires quand la banalisation du Livret A n'est intervenue qu'en 2009.

De plus en plus de Livrets A et de LDDS au plafond

Fin 2021, 4,3 millions de Livrets A étaient au plafond (22 950 euros) sur un total de plus de 55 millions, soit près de 8 % du total. Compte tenu de l'importance de la collecte de ces derniers mois, leur proportion a dû atteindre 10 %. L'encours moyen du Livret A est de 5 500 euros. Fin 2021, sur un total de 24,5 millions de LDDS, 22 % étaient au plafond (12 000 euros) soit 4,6 millions. L'encours moyen était alors de 5 100 euros. En 2021, 320 000 étaient arrivés au plafond. Compte tenu des collectes, le nombre de LDDS au plafond a dû dépasser 25 %.

La progression du nombre de Livrets A et de LDDS au plafond devrait limiter les versements pour un nombre croissant d'épargnants, notamment les plus aisés qui seront amenés à se reporter sur les super-livrets, les livrets bancaires, les dépôts à terme ou les fonds euros de l'assurance vie.



Le Livret A plébiscité par tous les Français

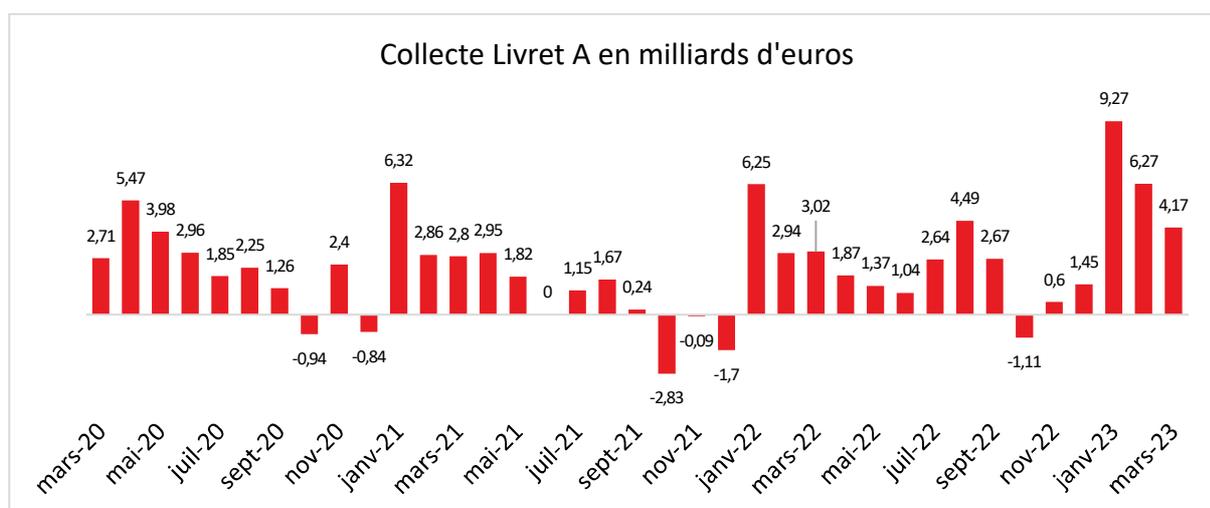
Selon [l'enquête AG2R LA MONDIALE – AMPHITEA – CERCLE DE L'ÉPARGNE de 2023 « Les Français, l'épargne et la retraite »](#), près des deux tiers des Français (65 %) estiment intéressant de placer son argent sur le Livret A. Il devance ainsi l'immobilier locatif (60 %) et l'assurance vie (56 %). Jamais, lors de ces dix dernières années, le Livret A n'avait occupé la première place de ce classement. Le Livret A est plébiscité par les jeunes comme par les seniors. 61 % des jeunes de 18 à 24 ans, 67 % des 50 à 64 ans et 75 % des plus de 65 ans considèrent comme intéressant de placer son argent sur le Livret A. Ce sont les détenteurs de revenus moyens et élevés qui mettent le plus en avant ce produit (68 % de ceux gagnant entre 2 000 et 3 000 euros, 70 % de ceux qui gagnent entre 3 000 et 4 000 euros par mois et 66 % de ceux gagnant plus de 4 000 euros par mois). 76 % des personnes qui entendent épargner davantage dans les prochains mois placent le Livret A en tête des placements intéressants.

Le Livret A malgré un rendement réel négatif, le placement anti-inflation des Français

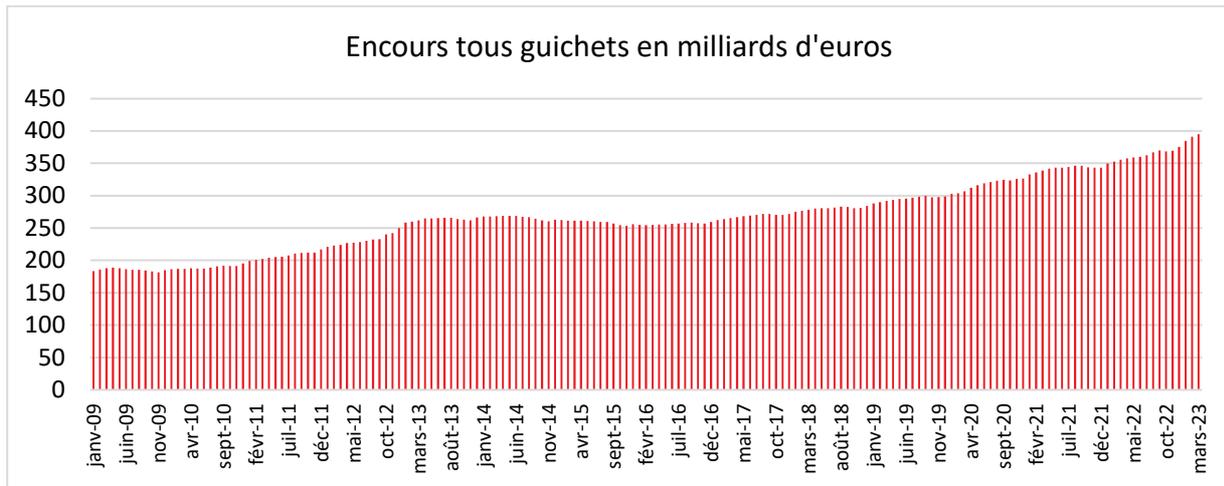
Toujours selon l'enquête précitée, le Livret A arrive en tête dans le classement des produits d'épargne protégeant le mieux de l'inflation. Il devance le Livret d'Épargne Populaire pourtant plus rémunérateur (6,1 % contre 3 %) mais moins largement diffusé car n'étant pas accessible à tous les Français. Le rendement réel du Livret A n'en demeure pas moins négatif (-3 points), ce qui signifie qu'il ne permet pas de garantir la valeur du capital.

Vers une collecte record

Traditionnellement, le premier semestre est porteur pour le Livret A. Cette année, il est parti pour battre de nouveaux records. Une reprise de la consommation pourrait intervenir durant le second semestre donnant lieu à un tassement de la collecte.



Cercle de l'Épargne – données Caisse des dépôts et consignations



Cercle de l'Épargne – données Caisse des dépôts et consignations

LE COIN DE L'ÉCONOMIE

La zone euro, à la recherche de capitaux !

Depuis 2012, la zone euro est traditionnellement dans une situation d'excès d'épargne du fait de son excédent de sa balance courante généré par l'États, les Pays-Bas et les États d'Europe du Nord. Or, la zone euro pourrait souffrir d'un manque d'épargne avec la détérioration de sa balance commerciale en lien avec la hausse des prix de l'énergie, avec le vieillissement démographique qui diminue la croissance potentielle et accroît les besoins en dépenses publiques. Ce manque aura de nombreuses conséquences dont une possible hausse des taux d'intérêt et une augmentation des prélèvements obligatoires.

Depuis la crise des subprimes et celle des dettes souveraines qui ont imposé un rétablissement des comptes extérieurs des États dits périphériques, la zone euro se caractérisait par un important excédent d'épargne. Celui-ci était la conséquence d'un solde positif de la balance courante de près de 4 points de PIB entre 2012 et 2020 et d'un taux d'investissement faible depuis 2013. Depuis dix ans, il est constamment inférieur au taux d'épargne. En 2022, les taux respectifs étaient de 24,5 et 26 % du PIB.

En 2022, la zone euro est passée d'un excédent à un léger déficit de sa balance courante en lien avec la hausse des prix de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles. La balance courante de la zone euro a été altérée par la baisse des exportations de biens manufacturés en raison des problèmes d'approvisionnement que l'industrie a rencontrés durant l'année 2022.

Les besoins de financement devraient augmenter dans les prochaines années en lien avec les investissements à réaliser dans le cadre de la transition énergétique dont le coût est évalué annuellement à quatre points de PIB. Actuellement, l'effort d'investissement en la matière est de deux points de PIB, expliquant la lenteur de la réduction des émissions de CO₂.



Les entreprises européennes pour améliorer leur compétitivité devraient augmenter leur taux d'investissement. Elles sont, en effet, en retard en matière de digitalisation et de robotisation par rapport à leurs concurrentes américaines ou asiatiques. Le déficit d'investissement par rapport aux États-Unis est de deux points de PIB. En ce qui concerne la recherche et développement, l'écart en 2022 est de plus d'un point de PIB.

Les États de la zone euro sont confrontés à une forte augmentation de la demande en dépenses publiques : transition énergétique, réindustrialisation, recherche-développement, éducation, santé, retraite, dépendance, défense, etc. De 1999 à 2022, les dépenses publiques ont progressé de 40 %. En France, elles représentent désormais près de 59 % du PIB, contre 56 % avant la crise sanitaire. Les gouvernements sont appelés de plus en plus à compenser les effets des crises sur les entreprises et les ménages en multipliant les dispositifs de soutien. La totalité de la hausse des dépenses publiques ne sera pas financée par une augmentation des prélèvements obligatoires. Elle aboutira à une progression des déficits publics qui absorberont une partie de l'épargne.

Le vieillissement démographique conduit normalement à une baisse du taux d'épargne des ménages puisque les ménages âgés sont censés désépargner pour soutenir leur consommation. Par ailleurs, les fonds de pension devront céder des actifs pour financer les pensions à verser à leurs retraités qui seront de plus en plus nombreux. La population âgée de plus de 65 ans qui représentait 16 % de la population de la zone euro en 1999, en représente 24 % en 2023. Ce ratio atteindra 28 % en 2040.

Les prix de l'énergie devraient rester élevés dans les prochaines années, provoquant un transfert au profit des pays exportateurs de pétrole et de gaz et donc une ponction sur l'épargne. Le sous-investissement dans le secteur des énergies fossiles et la volonté des pays producteurs de maximiser leurs rentes avant l'abandon de ces dernières rendent, en effet, probable le maintien des prix de l'énergie, d'autant plus que la demande mondiale devrait demeurer dynamique.

Ces différents facteurs contribueront à une situation d'insuffisance de l'épargne nationale pour la zone euro, rendant nécessaire pour cette dernière d'attirer des capitaux pour financer l'investissement. Après une longue période de taux d'intérêt faibles, ces derniers devraient être en hausse, renchérissant le coût de l'endettement. Jusqu'à maintenant, les excédents d'épargne servaient à financer essentiellement les États-Unis et les pays émergents. Ces derniers devront également rechercher de nouvelles sources de financement. La tentation pour les États de la zone euro sera d'accroître les prélèvements obligatoires avec, comme limite, leur niveau actuel de 40,5 % du PIB laissant peu de marges de manœuvre.

Vers la fin de l'objectif des 2 % pour la Banque centrale européenne ?

Après une période de faible inflation, les pays occidentaux et tout particulièrement ceux de la zone euro sont confrontés à sa résurgence. Les pouvoirs publics veulent croire en son caractère éphémère et à son retour rapide dans la zone cible des 2 % retenue par les autorités monétaires. De nombreux facteurs structurels sont néanmoins susceptibles de maintenir l'inflation au-delà des 2 %. Par ailleurs, les États ont peut-être intérêt à accepter une inflation plus forte que dans le passé afin de financer le surcroît



de dépenses publiques ou pour éliminer de manière plus ou moins indolore les pensions de retraite par exemple.

Une énergie plus chère

L'énergie devrait coûter plus chère demain. La transition énergétique impose de substituer des énergies renouvelables à celles carbonées. Or, cette substitution suppose la réalisation d'investissements coûteux. En raison du caractère aléatoire des énergies renouvelables, des infrastructures de substitution et de stockage devront être prévues. La transition énergétique provoquera une obsolescence des équipements passés sans que ces derniers aient été obligatoirement amortis, ce qui induit également des surcoûts.

Des coûts salariaux en hausse

La baisse du taux de chômage en lien avec la stagnation voire le déclin de la population active devrait accroître le pouvoir de négociation des salariés et donc la croissance des salaires. Le taux de chômage est, en effet, tombé en-dessous de 7 % en zone euro. Le vieillissement démographique devrait se faire ressentir jusqu'en 2050. Il conduit à des besoins de main-d'œuvre dans les services domestiques. Le rejet des emplois pénibles ou à horaires décalés par un nombre croissant d'actifs devrait également inciter à des augmentations de salaires. Les entreprises ne peuvent pas, en outre, compenser les augmentations des salaires par des gains de productivité, ces derniers étant faibles voire nuls depuis plusieurs années.

Le renouveau du protectionnisme

Les relocalisations industrielles au nom du souverainisme économique devraient s'accompagner d'une hausse de prix. Elles devraient aboutir à des transferts de production de pays à faibles coûts salariaux vers les pays de la zone euro. Par ailleurs, la mise en place de la taxe carbone aux frontières pourrait également conduire à une hausse des prix.

La hausse des déficits publics

Les gouvernements ont augmenté les dépenses publiques pour limiter les effets des crises à répétition. L'épidémie de covid-19 et la guerre en Ukraine ont provoqué une progression de la dette publique de 20 points de PIB, en moyenne, au sein de la zone euro. Tout déficit est par nature inflationniste. Compte tenu des besoins en dépenses publiques dans les prochaines années, les déficits devraient rester élevés sauf à augmenter fortement les prélèvements obligatoires. Les gouvernements sont confrontés à une demande croissante en matière de défense, d'éducation, de santé, de retraite ou de dépendance. Ils devront financer une partie des équipements pour la transition énergétique et compenser les effets de celle-ci sur les ménages les plus modestes. Toute augmentation des taux provoque celle du service de la dette. Avec un déficit de plus de 4 points de PIB, les effets sont immédiats.



La politique monétaire accommodante de la BCE

La Banque centrale européenne mène une politique tout en retenue en matière monétaire. Pour éviter des problèmes de solvabilité, elle a relevé avec modération ses taux directeurs. La hausse est bien moins forte et plus lente que celle effectuée par la FED. Les taux d'intérêts réels restent amplement négatifs en Europe. Sans changement de la part de la BCE, la résorption de l'inflation sera lente. Si la BCE entendait faire revenir l'inflation dans la zone cible des 2 %, elle devrait augmenter plus fortement ses taux directeurs ce qui pourrait provoquer des tensions financières non négligeables. Une hausse des taux affaiblirait le taux d'investissement des entreprises au moment où elles doivent l'accroître pour rattraper les retards accumulés ces dernières années. La hausse des taux devrait également limiter l'investissement en logement des ménages qui est déjà en retrait depuis le milieu de l'année 2022. Elle pourrait amener ainsi une récession ; or, compte tenu de l'état des opinions en Europe, la survenue d'une récession est redoutée par les gouvernements.

Dans ce contexte, l'inflation sera sans nul doute supérieure aux 2 % réglementaires. Une inflation plus élevée a plusieurs avantages pour les pouvoirs publics. Elle permet une érosion de la valeur relative de la dette publique. Les épargnants seront perdants, l'inflation jouant le rôle d'une taxe implicite. Une hausse des prix favorisera les rémunérations indexées par rapport à celles qui ne le seront pas. Les pouvoirs publics pourraient insidieusement rogner le pouvoir d'achat de certaines prestations dont celles liées à la retraite afin de favoriser les actifs.

Le marché unifié des capitaux, un objectif à atteindre pour l'Europe

La mise en place de l'euro en 1999 visait à parachever le marché unique qui était devenu une réalité en 1993. Elle devait s'accompagner d'une unification des marchés de capitaux en lien avec la libre circulation de ces derniers. Ce marché unifié est une nécessité afin de permettre des financements asymétriques des déficits. Depuis 1999, l'évolution des flux de capitaux au sein de la zone euro n'a pas été linéaire, le processus d'unification restant à réaliser.

De 1999 à 2010, les pays à excédent d'épargne, essentiellement Allemagne et Pays-Bas, l'ont prêté aux pays à déficit d'épargne (Espagne, Italie, Portugal, Grèce). Les excédents et les déficits de balance courante entre les deux groupes de pays étaient alors symétriques. La crise des dettes publiques en 2010 a mis un terme à ce recyclage des excédents commerciaux. Les pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas ont cessé de financer, à partir de l'épargne constituée à partir de leur solde commercial largement positif les États d'Europe du Sud jugés à risques et ont privilégié des investissements hors zone euro. Les États périphériques ont été contraints de rééquilibrer leur balance des paiements courants afin de stabiliser ou réduire leur taux d'endettement extérieur. Ce dernier était passé de 20 à 50 % du PIB de 1999 à 2010 pour l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce avant de revenir à 26 % en 2022. Les avoirs nets extérieurs de l'Allemagne et des Pays-Bas ont continué à augmenter entre 2010 et 2019 passant de 25 à 75 % du PIB. Depuis 2019, avec la réduction des excédents commerciaux de ces deux pays, leurs avoirs se sont stabilisés.



La réduction des déficits de la balance courante par les États périphériques s'est effectuée au prix d'une diminution de la demande intérieure et en particulier de l'investissement. Ce dernier a reculé de deux à trois points de PIB en Espagne, en Italie au Portugal ou en Grèce.

L'Europe a perdu en solidarité avec la segmentation des marchés de capitaux. La zone monétaire est ainsi devenue moins optimale. Une union des marchés de capitaux permettrait une allocation plus efficace de l'épargne, une diversification accrue des risques pour les épargnants et les investisseurs, une liquidité plus forte, un rôle international accru de l'euro. Le marché européen des capitaux en ayant plus de profondeur se rapprocherait de celui des États-Unis.

À partir de 2015, la Banque centrale européenne en rachetant des titres de dettes publiques a facilité le financement des pays à déficits publics élevés. Le plan de la Commission européenne « New Generation » adopté au moment de la crise sanitaire reposant sur un emprunt communautaire de 750 milliards d'euros alloué aux États membres sans prendre exclusivement en compte leur PIB est un instrument de nature fédérale qui concourt à un recyclage des excédents au sein de la zone euro. Même si cela reste encore modeste, les pays qui enregistrent des déficits de leur balance courante depuis quatre ans arrivent à se financer à l'extérieur. Les montants restent néanmoins insuffisants pour montrer un réel retour d'un marché unifié des capitaux. La zone euro manque de produits de nature fédérale que ce soit au niveau des émissions qu'au niveau des produits d'épargne.

Lutte contre l'inflation, avantage à la FED

L'inflation aux États-Unis et au sein des États européens en Europe n'est pas identique, tout comme la réaction des banques centrales. La réponse a été plus rapide et plus énergique chez les premiers que les seconds. Cette divergence des réactions induit des délais de résorption différents. Les États-Unis ont opté pour une politique monétaire plus dure afin de sortir le plus rapidement de la vague inflationniste.

L'inflation a commencé à se manifester aux États-Unis en 2021, à la fin des confinements. Elle est avant tout la conséquence d'une forte augmentation de la demande dopée par les plans de relance au moment où l'offre est atrophiée par les problèmes d'approvisionnement. En Europe, l'inflation a accéléré plus tardivement et a été essentiellement provoquée par la hausse des cours de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles. En 2022, l'inflation était essentiellement d'origine importée en Europe. Dès le début de l'année dernière, la FED a décidé de relever ses taux directeurs quand la BCE a temporisé jusqu'à l'été. Elle considérait qu'une augmentation des taux directeurs n'aurait pas d'effet sur une inflation générée par le prix des produits importés. Ce n'est que dans un second temps qu'elle a décidé de mettre un terme à sa politique monétaire accommodante pour éviter l'enclenchement d'une spirale inflationniste avec une transmission de la hausse des prix sur les salaires.

En 2023, le durcissement de la politique monétaire est très relatif en Europe. Il commence, en revanche, à prendre forme aux États-Unis. Les taux d'intérêt réels à 10 ans pour les emprunts d'État sont négatifs de 5 points en zone euro, contre 2 points aux États-Unis. Malgré la hausse des taux directeurs, ils ont continué à baisser en Europe



quand, aux États-Unis, ils remontent. Au début de 2022, ils étaient de -4 aux États-Unis et de -2 % en Europe. Les taux d'intérêt réels sur la dette des entreprises High Yield aux États-Unis sont positifs de +2,1 % quand leur équivalent sont négatifs pour la zone euro (-1 %). Pour les ménages, la situation est identique. Aux États-Unis, ils empruntent avec de taux réels positifs (+1 %) quand en zone euro, ils bénéficient toujours de taux négatifs (-4 %).

L'écart de taux entre les États-Unis et la zone euro explique que l'inflation sous-jacente se soit stabilisée voire diminuée légèrement chez les premiers quand elle continue à augmenter dans la seconde. La BCE a opté pour une politique de relèvement modéré afin d'éviter la survenue d'une nouvelle crise des dettes souveraines. La BCE espère que la dégrèvement des prix de l'énergie et l'effet base entraîneront le recul de l'inflation dans les prochains mois. L'augmentation de l'inflation sous-jacente pourrait néanmoins conduire à une réponse plus musclée de sa part, la transmission sur le prix des produits finis et sur les salaires se manifestant de plus en plus nettement.

D'HIER À AUJOURD'HUI

Rebond de la croissance chinoise après la fin du « zéro covid »

Au premier trimestre 2023, la croissance a atteint, en rythme annuel, 4,5 %, contre +2,9 % au dernier trimestre 2022. Ce premier trimestre est le premier à ne pas être marqué par la politique du zéro covid qui a été en vigueur de fin 2019 à fin 2022. Après la levée des restrictions de déplacement, la reprise de l'activité a été plus rapide que prévu. Durant les trois premiers mois de l'année, la croissance a été soutenue par les dépenses de consommation et par l'activité immobilière. Après quatre mois de recul fin 2022, les ventes au détail, principal indicateur de la consommation des ménages, ont enregistré en mars une croissance de 10,6 % sur un an. Cette hausse est liée à un effet de base par rapport à l'année dernière, lorsque plusieurs grandes villes, dont Shanghai, sont entrées en confinement. Le secteur des services a également enregistré une vive augmentation de son activité (+5,4 % sur un an pour le premier trimestre). Ce rebond est assez logique car ce secteur était celui qui était le plus pénalisé par la politique du zéro covid.

La croissance de la Chine devrait rester dynamique au deuxième trimestre par effet de rattrapage mais l'arrêt progressif des mesures de relance budgétaire et l'affaiblissement de la demande extérieure entrante pourraient exercer une pression à la baisse sur la croissance intérieure.

Légère dégradation du climat des affaires en France

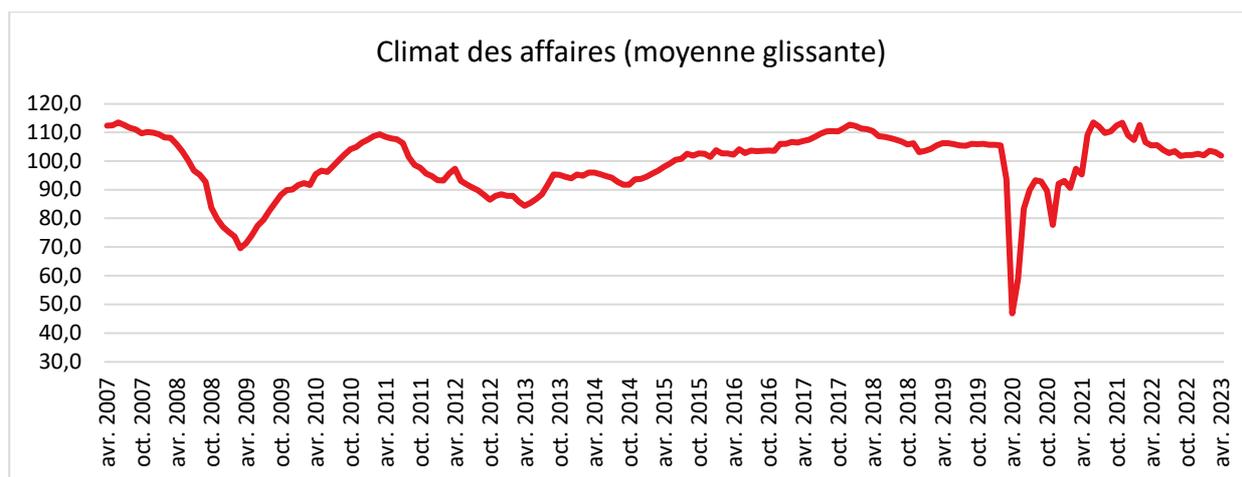
En avril, selon l'INSEE, le climat des affaires en France se dégrade légèrement pour le deuxième mois consécutif. À 102, l'indicateur qui le synthétise, calculé à partir des réponses des chefs d'entreprise des principaux secteurs d'activité marchands, diminue d'un point par rapport à mars. Il demeure néanmoins au-dessus de sa moyenne de longue période (100). Cette baisse du climat des affaires résulte principalement de la détérioration de la situation conjoncturelle dans les services et dans l'industrie. La



diminution de dépenses de consommation des ménages commence à se faire ressentir sur l'activité économique.

Dans l'industrie, le climat des affaires se détériore pour le deuxième mois consécutif, sous l'effet du recul des soldes d'opinion relatifs à la production prévue et aux carnets de commandes. Dans les services, le climat des affaires est pénalisé par la baisse de plusieurs soldes d'opinion prospectifs, concernant notamment l'activité et la demande. Dans le bâtiment, l'indicateur synthétique de climat des affaires se maintient, malgré des perspectives d'activité jugées un peu moins favorables par les chefs d'entreprise. Dans le commerce de détail (y compris commerce et réparation automobiles), le climat des affaires s'améliore en revanche grâce notamment au rebond du solde d'opinion relatif aux intentions de commandes.

En avril 2023, l'indicateur synthétique de climat de l'emploi se détériore, alors qu'il était stable depuis décembre 2022. À 108, il perd deux points mais reste bien au-dessus de sa moyenne de longue période (100). Cette baisse en avril résulte principalement du recul des soldes d'opinion sur l'évolution récente et à venir des effectifs dans les services (hors agences d'intérim) et dans l'industrie.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Des immigrés de plus en plus diplômés

Au 1^{er} janvier 2020, 67,4 millions de personnes vivent en France, dont 6,8 millions d'immigrés selon le dernier recensement de la population. Entre le 1^{er} janvier 2019 et le 1^{er} janvier 2020, la population résidant en France a augmenté de 268 000 personnes, dont 140 000 au titre du solde naturel et 128 000 au titre du solde migratoire. Ce dernier est en recul. Il était en effet passé de +182 000 en 2019 et de +222 000 en 2018. Celui des non-immigrés, nés en France ou nés Français à l'étranger, reste négatif, les sorties étant plus nombreuses que les entrées. Cela signifie que le nombre de Français émigrant est plus élevé que celui des Français décidant de revenir en France. Chaque année depuis 2006, le solde migratoire des personnes non-immigrées est négatif.

En 2021, la France était encore touchée par la crise sanitaire mais moins durement qu'en 2020. Le nombre d'entrées sur le territoire était de ce fait en progression par rapport à 2020 tout en restant inférieur de 13 % à celui de 2019. La moitié des immigrés



entrés en France en 2021 ont entre 19 et 37 ans à leur arrivée, et la moitié de ceux âgés d'au moins 25 ans sont diplômés de l'enseignement supérieur au début de l'année 2022. Plus de la moitié des nouveaux immigrés sont des femmes mais leur part diminue depuis le milieu des années 2010.

Entre le 1^{er} janvier 2006 et le 1^{er} janvier 2020, la population vivant en France a augmenté de 4,4 millions de personnes et le nombre d'immigrés vivant en France de 1,7 million. La croissance de la population immigrée représente donc 38 % de la croissance de la population totale sur cette période. Cette proportion qui était de 25 % à 28 % chaque année entre 2006 et 2010 est passée de 44 % à 47 % entre 2017 et 2019 avant de revenir en-dessous de 40 %. L'augmentation de la part relative des immigrés dans celle de la population totale est liée à la forte baisse du solde naturel en lien avec la réduction du taux de natalité et du taux de fécondité. Le solde naturel est passé de +302 000 en 2006 à +140 000 en 2019.

Des flux entrants sortants élevés du fait des étudiants étrangers

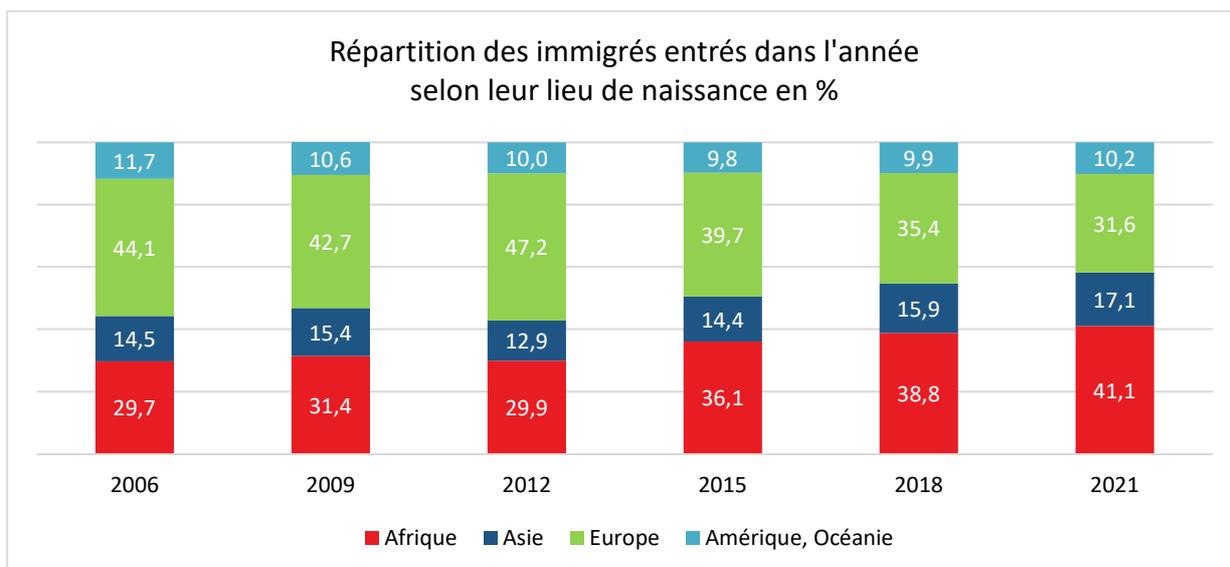
En moyenne entre 2006 et 2019, quatre immigrés entrent sur le territoire quand un en sort. De nombreux étudiants étrangers à la fin de leurs cursus rejoignent leur pays d'origine ou émigrent dans un autre pays. 20 % des immigrés de plus de 15 ans entrés en France sont en études au début de l'année 2022. Cette situation concerne principalement les nouveaux immigrés âgés de 15 à 24 ans, dont 53 % sont étudiants.

Des immigrés d'origines de plus en plus diverses

Parmi les immigrés entrés en France en 2021, 101 000 sont originaires d'Afrique, 42 000 d'Asie, 78 000 d'Europe et 25 000 d'Amérique ou d'Océanie. Toutes origines confondues, un quart des immigrés entrés en France en 2021 ont moins de 19 ans, et la moitié ont entre 19 et 37 ans. Les immigrés nés dans un pays d'Europe du Sud ou d'Afrique hors Maghreb sont particulièrement plus jeunes que la moyenne. La moitié des nouveaux immigrés nés en Afrique hors Maghreb ont moins de 23 ans. Les nouveaux immigrés nés dans les autres pays européens sont plus âgés. 50 % ont plus de 31 ans.

La part des immigrés européens parmi les entrants est nettement moindre qu'il y a quinze ans, sauf pour les pays d'Europe du Sud. La part des immigrés originaires d'Afrique hors Maghreb parmi l'ensemble des immigrés entrant en France augmente fortement entre 2006 (12 %) et 2021 (20 %), tandis que celle des immigrés nés au Maghreb augmente plus modérément, de 18 % en 2006 à 21 % en 2021. À l'inverse, la part des immigrés originaires de pays européens autres que ceux d'Europe du Sud parmi l'ensemble des immigrés entrant en France diminue, passant de 33 % en 2006 à 22 % en 2021.

Les immigrés nés en Europe du Sud ont représenté plus de 17 % des nouveaux immigrés en 2012 et 2013, conséquence de la crise économique traversée alors par ces pays. Leur part retrouve depuis la fin des années 2010, un niveau proche de celui de la fin des années 2000, soit 10 % à 11 %.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

De moins en moins de femmes parmi les nouveaux entrants

Jusqu'au milieu des années 1970, les nouveaux immigrés étaient majoritairement des hommes dans un contexte de besoin de main-d'œuvre. Avec l'augmentation du chômage, l'immigration de travail a ralenti. L'immigration en France est devenue majoritairement féminine en raison notamment de migrations familiales. Depuis 2016, une nouvelle inflexion est constatée. La part des femmes a diminué de 3 points en 2021 par rapport à la période 2006-2014 et de 1 point par rapport à la période 2015-2019.

Cette tendance à la baisse de la part des femmes parmi les nouveaux immigrés s'observe pour la majorité des régions d'origine. Elle est particulièrement marquée pour les nouveaux immigrés originaires d'Afrique hors Maghreb (pour lesquels la part de femmes était de 53 % entre 2006 et 2014, contre 47 % entre 2015 et 2019 et 48 % en 2021) et pour ceux d'Asie hors Turquie et Moyen-Orient (60 % de femmes entre 2006 et 2014, contre 54 % entre 2015 et 2019 et 45 % en 2021). La baisse de 9 points entre 2019 et 2021 de la part des femmes parmi les immigrés originaires d'Asie hors Turquie et Moyen-Orient s'explique principalement par un renouvellement des pays d'origine. Les immigrés chinois ont été peu nombreux des dernières années en raison des interdictions de sortie du territoire décidées par les autorités durant la crise sanitaire. Or, à 60 % les immigrés chinois étaient des femmes. À l'inverse, le nombre d'immigrés nés en Afghanistan ont augmenté après la prise du pouvoir par les Talibans. Ces immigrés afghans sont à 75 % des hommes.

Les immigrés plus qualifiés que la moyenne de la population française

51 % des immigrés âgés de 25 ans ou plus en 2021 sont diplômés de l'enseignement supérieur, contre 35 % de l'ensemble de la population âgée de 25 ans ou plus. Cette proportion est plus faible pour les personnes originaires d'Afrique hors Maghreb (42 %) et d'autres pays européens que ceux de l'Union européenne (46 %) et, au contraire, plus élevée pour celles venant de Turquie ou du Moyen-Orient (64 %), d'autres pays d'Asie (53 %) et d'Amérique ou d'Océanie (60 %).



Les femmes sont plus fréquemment diplômées de l'enseignement supérieur (55 %) que les hommes (46 %).

Des taux d'emploi variable en lien avec le motif de l'immigration

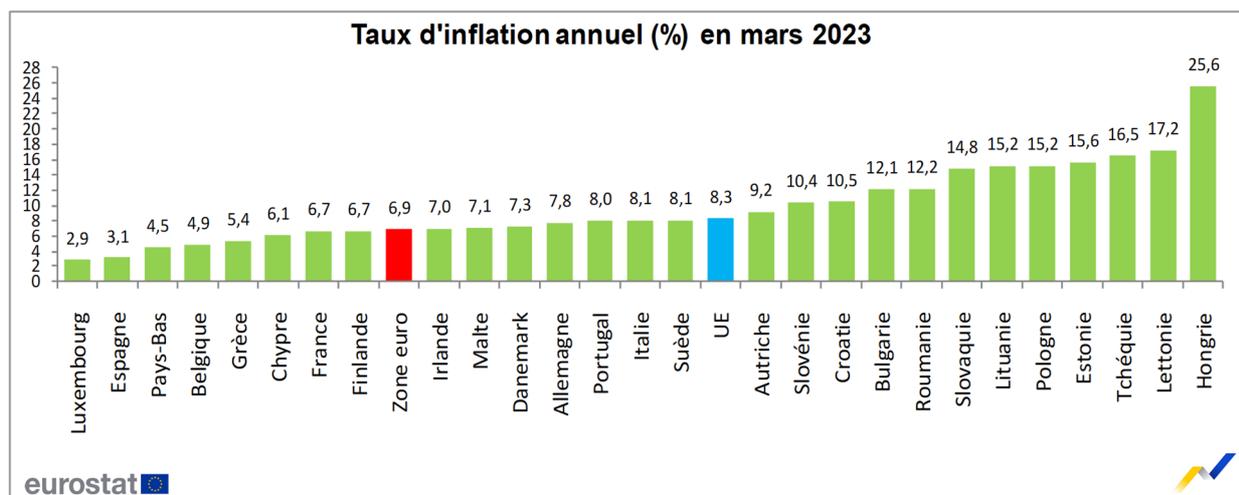
Un tiers des immigrés entrés en France en 2021 et âgés de 15 ans ou plus sont en emploi au début de l'année 2022. Les taux d'emploi des immigrés varient en fonction des motifs de l'arrivée en France. Ceux ayant décidé de poursuivre leurs études sont évidemment moins sur le marché du travail que ceux qui sont arrivés pour des raisons économiques. Le taux d'emploi des immigrés en provenance d'un pays de l'Union européenne est de 56 %, contre 24 % pour ceux d'Asie ou d'Afrique.

Baisse de l'inflation confirmée en mars en zone euro

Le taux d'inflation annuel de la zone euro s'est élevé, selon Eurostat, à 6,9 % en mars, contre 8,5 % en février. Un an auparavant, il était de 7,4 %. Le taux d'inflation annuel de l'Union européenne s'est établi à 8,3 % en mars, contre 9,9 % en février. Un an auparavant, il était de 7,8 %. La baisse du taux d'inflation s'explique par un effet base et par la diminution des prix de l'énergie.

Les taux annuels les plus faibles ont été observés au Luxembourg (2,9 %), en Espagne (3,1 %) et aux Pays-Bas (4,5 %). Les taux annuels les plus élevés ont quant à eux été enregistrés en Hongrie (25,6 %), en Lettonie (17,2 %) et en Tchéquie (16,5 %). Par rapport à février, l'inflation annuelle a baissé dans vingt-cinq États membres et a augmenté dans deux autres.

En mars les plus fortes contributions au taux d'inflation annuel de la zone euro provenaient de l'alimentation, alcool & tabac (+3,12 points de pourcentage, pp), suivi des services (+2,10 pp), des biens industriels hors énergie (+1,71 pp).





LE COIN DES TENDANCES

États-Unis, l'Aigle est-il un Phoenix ?

Les Français n'ont pas le monopole du pessimisme. Les Américains malgré les politiques de soutien mises en œuvre, ces dernières années, sont inquiets. Selon des enquêtes récemment réalisées, près des quatre cinquièmes estiment que leurs enfants seront moins bien lotis qu'eux. Cette proportion est sans précédent depuis trente ans. Depuis le début de l'enquête en 1990, en moyenne, deux Américains sur cinq partageaient ce sentiment. Pour retrouver un jugement aussi négatif sur l'état de l'économie américaine, il faut remonter à la crise des subprimes en 2008/2009.

Le pessimisme des Américains semble exagéré. En 1990, l'Amérique représentait un quart de la production mondiale, aux taux de change du marché. Trente ans plus tard, cette part est pratiquement inchangée. La Chine a certes gagné en puissance économique mais avant tout à l'encontre de l'Europe et du Japon. La domination américaine sur le monde riche demeure intacte. En 2023, le PIB des États-Unis représente 58 % du PIB du G7, contre 40 % en 1990. Ajusté en fonction du pouvoir d'achat, seuls les habitants des États pétroliers et des centres financiers « ultra-riches » bénéficient d'un revenu par personne plus élevé. Les États-Unis ont creusé l'écart avec les États européens. Le PIB par habitant, en parité de pouvoir d'achat des Américains, est ainsi supérieur de près de 80 % à celui des Français. Le PIB par habitant de l'État le plus pauvre des États-Unis, le Mississippi, dépasse 50 000 dollars, soit plus que celui de la France. Les revenus moyens ont augmenté beaucoup plus rapidement qu'en Europe occidentale ou au Japon.

Les États-Unis ont la chance d'avoir une population plus jeune et un taux de fécondité plus élevé que les autres pays occidentaux. Même si des tensions existent, les États-Unis restent une terre d'immigration. Les immigrants aux États-Unis représentaient, en 2021, 17 % de la population active, contre moins de 3 % au Japon. À la différence de la Chine, de la zone euro, la population active des États-Unis continue à augmenter. Ces derniers comptent près d'un tiers de travailleurs de plus qu'en 1990. Le pays attire les diplômés de l'enseignement supérieur de tous les continents. La recherche et développement demeure la plus dynamique et représente plus de 3,5 % du PIB, soit un point de PIB qu'en zone euro ou en Chine. Dans le monde, les cinq premières entreprises qui dépensent le plus en recherche et développement sont américaines avec des budgets dépassant 200 milliards de dollars. Elles détiennent plus d'un cinquième des brevets internationaux, plus que la Chine et l'Allemagne réunies. Les grandes innovations de ces trente dernières années sont américaines, du smartphone d'Apple à ChatGPT en passant par les drones. Le marché financier américain reste le plus attractif et le plus profitable de la planète. Les Américains travaillent plus que les Européens et les Japonais tout en étant plus productifs. Un investisseur qui aurait investi 100 dollars sur l'indice S&P 500 en 1990 aurait plus de 2 000 dollars en 2023, soit quatre fois ce qu'ils auraient gagné s'ils avaient investi ailleurs dans les autres pays de l'OCDE.

Les Américains sont inquiets en raison notamment de la faiblesse de leurs prestations sociales. Elles sont plus faibles de dix points de PIB en comparaison avec celles de la zone euro. Ces vingt dernières années, des mesures sociales ont été pourtant adoptées outre-Atlantique. Les crédits d'impôt pour les travailleurs et les enfants sont devenus



plus généreux. L'assurance maladie pour les plus pauvres s'est développée, notamment sous la présidence de Barack Obama. En 1979, les prestations sous condition de ressources s'élevaient à un tiers du revenu avant impôt des Américains les plus pauvres ; en 2019, ils représentaient les deux tiers. Grâce à cela, les revenus du cinquième le plus pauvre des États-Unis ont augmenté en termes réels de 74 % depuis 1990, bien plus qu'au Royaume-Uni.

Les États-Unis bénéficient d'un important effet de taille. Le marché de consommation y est vaste et son marché financier profond (capacité d'un tel marché à absorber des ordres d'achat ou de vente portant sur des montants importants, avec un large choix de supports). Seules la Chine et l'Inde pourront dans l'avenir les concurrencer. L'Europe est pénalisée par la segmentation de son marché financier et par le vieillissement rapide de sa population. Le marché unique européen est imparfait. Les droits fiscal, des sociétés, du travail, etc., y diffèrent d'un État à un autre de manière plus importante qu'aux États-Unis.

Le marché du travail reste dynamique et flexible aux États-Unis. La création d'emplois y est facile tout comme celle d'entreprises. Faire faillite ou être licencié sont admis et donnent droit à une seconde chance. En quelques semaines, les salariés licenciés d'Alphabet et d'autres entreprises technologiques ont retrouvé du travail ou créé leur entreprise. En Europe, les entreprises face à la pesanteur de la réglementation et aux problèmes d'image hésitent à licencier et à créer des emplois. Sur le Vieux continent le chômage baisse avant tout en raison de la baisse de la population active et des besoins générés par le vieillissement démographique.

Un des principaux points noirs des États-Unis est l'appauvrissement des classes moyennes dont les revenus après impôt augmentent moins vite que ceux des plus pauvres et des plus riches. La situation des seniors s'est également dégradée en particulier chez les hommes. Autre sujet d'inquiétude, la baisse de l'espérance de vie : celle-ci est imputable au trop grand nombre de jeunes qui meurent d'overdoses et de violence armée.

Les États-Unis sont confrontés à une segmentation des opinions. Ce problème n'est pas une spécificité américaine mais son acuité est plus importante en Europe. Les positions des partisans républicains divergent de plus en plus de celles des démocrates. Pour lutter contre cette partition, la tentation du protectionnisme est grande tant chez les Démocrates que chez les Républicains. Les subventions pourraient stimuler l'investissement dans les zones défavorisées mais risquent d'affaiblir la concurrence et l'innovation.

Pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis doivent subir la concurrence sur le plan économique d'une grande puissance. La Russie a représenté une menace idéologique et militaire pendant la Guerre froide. Le Japon a mis à mal l'industrie américaine dans les années 1980 et 1990, mais ce danger a été éphémère. La Chine concurrence aujourd'hui les États-Unis tant sur le terrain du modèle politique que sur celui de l'économie. Compte tenu de l'évolution démographique de l'Empire du Milieu et des dysfonctionnements potentiels d'un système autoritaire et centralisé (lenteur d'adaptation, absence d'esprit critique), les États-Unis devraient demeurer la première puissance pendant de nombreuses années. Leur domination sera cependant



moins forte dans un monde pluriel avec des puissances comme l'Inde, désormais la plus peuplée au monde, la Chine, le Pakistan, le Nigeria, la Turquie, l'Arabie Saoudite, l'Iran ou le Brésil. L'objectif des dirigeants américains sera d'éviter une coalition de ces puissances contre les États-Unis qui auront besoin de resserrer les liens avec ses alliés traditionnels que sont les États européens, le Japon, l'Australie, la Nouvelle Zélande, le Canada ou la Corée du Sud.

De la bonne utilisation de la manne pétrolière par les pays du Golfe

Les pays du Golfe n'étaient pas, jusqu'à peu, des destinations de rêve pour les cadres à fort potentiel américains ou européens. La situation est en train d'évoluer. Les fonds souverains de ces pays ainsi que les établissements financiers attirent de plus en plus les jeunes talents occidentaux. L'année dernière, un des responsables d'Amundi, le plus grand gestionnaire de fonds d'Europe, a accepté d'intégrer l'Abu Dhabi Investment Authority (Adia) qui gère plus de 1 000 milliards de dollars d'actifs. La Qatar Investment Authority (QIA) qui développe des infrastructures dans le pays recrute des cadres de haut niveau en Europe tout comme le Public Investment Fund (PIF) d'Arabie saoudite, ces deux fonds gérant plus de 1 000 milliards de dollars. Les pays du Golfe ne sont pas les seuls à bénéficier de la rente générée par les hydrocarbures. En 2022, la Norvège, grâce à ses exportations de gaz vers l'Europe a perçu 161 milliards de dollars, une recette en hausse de 150 % par rapport à 2021. Même la Russie a réussi à augmenter ses recettes d'exportations d'hydrocarbures de 19 %. Elles ont ainsi dépassé à 210 milliards de dollars. Mais en raison des faibles coûts d'exploitation, les pays du Golfe sont les grands gagnants de la hausse des prix des hydrocarbures.

En augmentant les prix du pétrole et du gaz, la guerre en Ukraine a accru les recettes des pays pétroliers. Lors des chocs précédents, ces pays avaient tendance à les recycler sur les marchés de capitaux occidentaux. Ils achetaient des actifs, hôtels de luxe, clubs de sport, entreprises, obligations, etc., en passant par des établissements financiers situés à l'étranger. À la base de ce recyclage, il y avait un accord tacite, les États occidentaux achetaient les hydrocarbures et garantissaient une sécurité ; en échange de quoi les pays pétroliers comblaient les déficits du budget de l'État et de la balance des comptes courants grâce aux pétrodollars. Ce schéma a vécu. Redevenus indépendants, les États-Unis ont moins besoin du pétrole des pays du Golfe. Ils sont, en outre, de plus en plus focalisés sur l'Asie dans le cadre de leur rivalité avec la Chine. Les pays du Golfe sont également conscients que la rente pétrolière est censée prendre fin d'ici quelques décennies et qu'il convient d'en tirer le meilleur parti en maintenant un prix élevé et en gérant au mieux les recettes. Le 2 avril dernier, l'Arabie saoudite et ses alliés ont provoqué la colère des États occidentaux en accentuant les réductions de production de brut à près de 4 millions de barils par jour, soit l'équivalent de 4 % de la production mondiale afin de faire pression sur le prix du baril. En 2022-2023, l'excédent du compte courant des États pétroliers du Golfe pourrait atteindre 666 milliards de dollars. L'allocation de la rente pétrolière reste relativement opaque en raison de la multitude de bénéficiaires (compagnies pétrolières locales, fonds souverains, États, banques, etc.). Selon l'hebdomadaire *The Economist*, les États pétroliers utilisent ces recettes pour réaliser des infrastructures sur leur territoire avec comme objectif la préparation de l'après hydrocarbures et pour influencer les politiques occidentales (politique d'influence). Ces États sont directement ou indirectement investis dans de nombreux clubs de football européens.



Malgré la baisse des prix du pétrole depuis le début de l'année 2023, les pays du Golfe devraient continuer à engranger d'importants excédents. Afin de les maintenir à un haut niveau, l'OPEP a décidé de réduire à nouveau sa production. Le Koweït, le Qatar, les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite devraient obtenir un excédent de leur balance commerciale de plus de 300 milliards de dollars en 2023, soit un cumul de 650 milliards de dollars sur les deux ans.

Depuis un an, les pays du Golfe utilisent leurs excédents pour réduire leur endettement qui s'était accru en 2014 et 2020. En 2014, avec l'arrivée du pétrole de schiste sur le marché, les cours du baril s'était effondré passant rapidement de 120 à moins de 30 dollars. L'Arabie Saoudite avait décidé de mettre en suspens le système de régulation de l'offre. Ce dernier a été restauré avec l'appui de la Russie en 2016. La crise sanitaire a également provoqué une chute des cours. Le baril à terme s'échangeait, au mois d'avril 2020, en valeur négative. Face à cette baisse des prix, les pays du Golfe ont liquidé des avoirs à l'étranger et ont été contraints d'emprunter. Depuis 2021, Abu Dhabi a remboursé 3 milliards de dollars depuis, soit environ 7 % de sa dette totale selon l'agence de notation Moody's. La dette du Qatar a diminué de 4 milliards de dollars, soit environ 4 % de son endettement. Celui du Koweït a diminué de moitié en deux ans. Les pays du Golfe soutiennent financièrement plusieurs de leurs alliés comme l'Égypte qui a reçu, en 2022, une aide de 13 milliards de dollars en provenance du Qatar, d'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis afin d'acheter des céréales. L'Arabie saoudite a également autorisé le Pakistan à différer le paiement de factures pétrolières portant sur plusieurs milliards de dollars d'achats. Ces aides ne sont pas des dons. L'Arabie saoudite a ainsi demandé à l'Égypte et au Pakistan de mettre en œuvre des réformes économiques permettant le remboursements des sommes avancées. Les pays du Golfe prennent fréquemment des participations dans des actifs appartenant aux États aidés. Parmi les États les plus aidés par les pays du Golfe figure, depuis quelques années, la Turquie. Dans le passé, cette dernière se tournait vers les États-Unis et le FMI en cas de difficultés économiques. Recep Tayyip Erdoğan a décidé de réduire sa dépendance à l'Occident et de se tourner vers les riches pays arabes. Après le tremblement de terre, le 6 mars, l'Arabie saoudite a annoncé qu'elle renflouait les réserves de change de la Turquie à hauteur de 5 milliards de dollars à la Turquie. Le Qatar et les Émirats arabes unis ont également mis en place 19 milliards de dollars de swaps de devises avec la banque centrale turque. Ces pays ont pris l'engagement de souscrire aux émissions obligataires turques afin de faciliter le financement de son déficit public.

Les fonds souverains des pays du Golfe achètent moins d'obligations - en particulier américaines - que dans le passé mais plus d'actions. En 2022, le montant des achats d'actions par le Qatar, l'Arabie Saoudite et le Koweït a atteint près de 200 milliards de dollars. Les fonds souverains investissent en grande partie dans des actions via des fonds indiciels, qui sont peu coûteux et offrent une forte diversification. Ils ont également investi dans des fonds de capital-investissement, immobiliers ou d'infrastructure. Ces investissements représentent de 23 à 37 % du total des actifs des trois plus grands fonds souverains du Golfe. Ces derniers ont également procédé à des investissements directs. En 2022, ces derniers ont atteint près de 20 milliards de dollars. Les fonds souverains du Golfe ont une gestion de plus en plus dynamique et professionnalisée. En recourant aux techniques modernes de gestion, ils effectuent des arbitrages en fonction des évolutions des marchés. Ainsi, depuis la fin de l'année 2022, ces fonds



s'allègent en actions européennes au profit de celles cotées aux États-Unis. Ils sont de plus en plus actifs sur les marchés asiatiques. Compte tenu des tensions sino-américaines, ces fonds estiment qu'ils ont une carte à jouer. Les établissements financiers du Golfe n'hésitent plus à sortir de leurs frontières. Ils multiplient les succursales ou les filiales dans le Proche et le Moyen Orient mais aussi en Asie.

Conscients de la fin de la rente pétrolière, les pays du Golfe investissent de plus en plus dans les énergies renouvelables. Le Qatar, riche en gaz, a inauguré sa première centrale solaire le 18 octobre dernier. Le fonds qatari, QIA a acquis 10 % de RWE, un producteur d'électricité allemand afin de l'aider à financer un projet de ferme solaire aux États-Unis. En octobre dernier, Mubadala, un fonds souverain émirati, a investi 2,5 milliards de dollars dans un projet éolien allemand. L'année dernière, Lucid, un constructeur américain de voitures électriques, détenu à 61 % par le fonds public d'Arabie saoudite (PIF) a annoncé qu'il construirait sa première usine à l'étranger à Riyad. PIF finance également la création d'une ville nouvelle Neom au milieu du désert, ville autonome sur le plan énergétique et n'émettant pas de gaz à effet de serre. Les fonds souverains s'intéressent également de plus en plus aux secteurs stratégiques, la défense, les transports ou l'alimentation.

La montée en puissance des structures financières des pays du Golfe s'effectue par de nombreux canaux qui peuvent donner l'impression d'un manque de transparence. Les frontières entre les fonds souverains, les family offices des dirigeants, le patrimoine personnel de ces derniers ne sont pas toujours claires. Des services de renseignement occidentaux estiment qu'une partie des revenus pétroliers de la Russie serait gérée par des structures dépendant des pays du Golfe. Si les fonds souverains de ces derniers poursuivent des objectifs avant tout économiques et financiers, ils peuvent également être des outils diplomatiques de premier rang que les Occidentaux ne peuvent pas ignorer.

Changement de cap salarial au Japon

Au Japon, en réponse à l'augmentation de l'inflation et aux problèmes de recrutement, les entreprises consentent des hausses de salaires après presque trois décennies de stagnation. Entre 1980 et 2019, les salaires nominaux annuels au Japon n'ont augmenté, selon l'OCDE, que de 4 %, contre 145 % aux États-Unis. Les syndicats japonais se sont battus essentiellement sur la stabilité de l'emploi plutôt que sur les augmentations de salaires. Après les années 1980/1990 de forte croissance, les employeurs ont réduit à leur strict minimum les revalorisations salariales du fait de la disparition progressive des gains de productivité. Dans un contexte de déclin démographique, cette attrition salariale a alimenté la déflation contre laquelle les gouvernements et la Banque centrale du Japon (BOJ) luttent depuis trente ans. La politique monétaire y est accommodante depuis des années. Le premier et très léger durcissement n'est intervenu qu'il y a quelques semaines en lien avec la résurgence de l'inflation qui a dépassé le taux de 4 %. Le Gouverneur de la BOJ, Ueda Kazuo, qui a pris ses fonctions le 8 avril dernier, indique que les prémices d'un changement de cap de la part des entreprises en matière salariale, sont pris en compte pour un éventuel durcissement de la politique monétaire. Au Japon, l'analyse des salaires nécessite de comprendre les particularités locales. Ils sont fixés après la rencontre annuelle des employeurs et des représentants des salariés, négociations appelées « shunto »



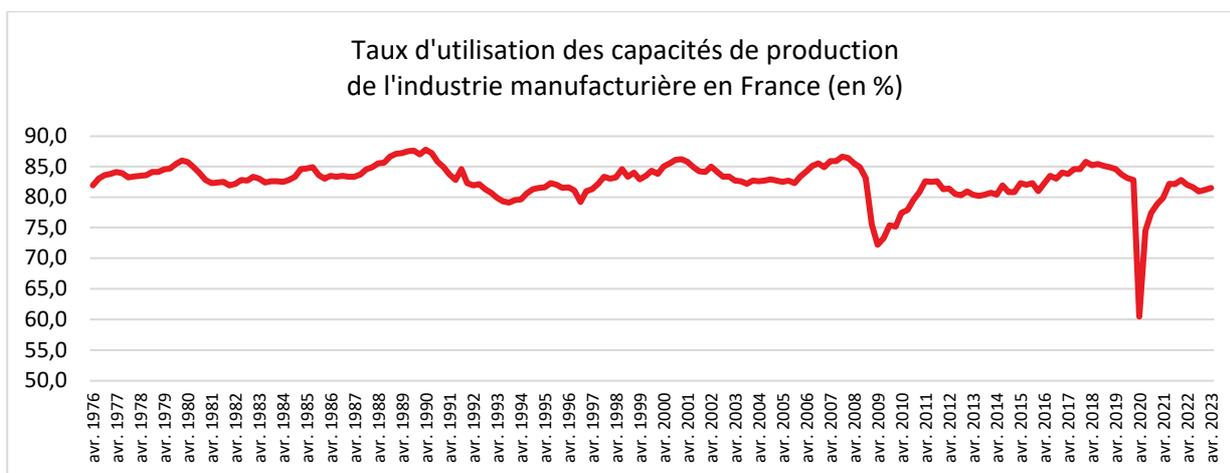
(offensive du printemps). Les chiffres clés se composent de deux parties : les augmentations prévues en fonction de l'ancienneté et celles concernant le « salaire de base ». Les négociations peuvent être longues et complexes. Selon les chiffres publiés par la confédération japonaise des syndicats le 5 avril, le salaire de base devrait augmenter de 2,2 % et les salaires de manière globale de 3,7 % en 2023, contre respectivement 0,5 % et 2,1 % l'an dernier. Les grandes entreprises ont consenti des efforts plus importants. Fast Retailing, une grande entreprise de l'habillement qui possède des marques telles qu'Uniqlo, a accordé à ses employés des augmentations allant jusqu'à 40 %. Le bilan des négociations ne sera réalisé qu'au mois de juillet après la publication par les moyennes et petites entreprises de leurs résultats. Goldman Sachs estime que le chiffre final s'établira à 2 % de croissance du salaire de base, soit le taux le plus élevé depuis 1992. La hausse des prix amène les syndicats à revendiquer des hausses de salaire. Par ailleurs, le marché du travail est de plus en plus tendu. L'augmentation du taux d'emploi des seniors et des femmes a atteint un palier ne permettant plus d'importants gains. La moitié des personnes à 65 ans travaillent. De ce fait, face à la multiplication des pénuries de main-d'œuvre, les tensions salariales se font jour. Les autorités japonaises sont conscientes que pour lutter contre la déflation qui est en partie alimentée par le déclin démographique, une augmentation des salaires est nécessaire. Cela pourrait aider à atteindre une inflation plus élevée....



LE COIN DES GRAPHIQUES

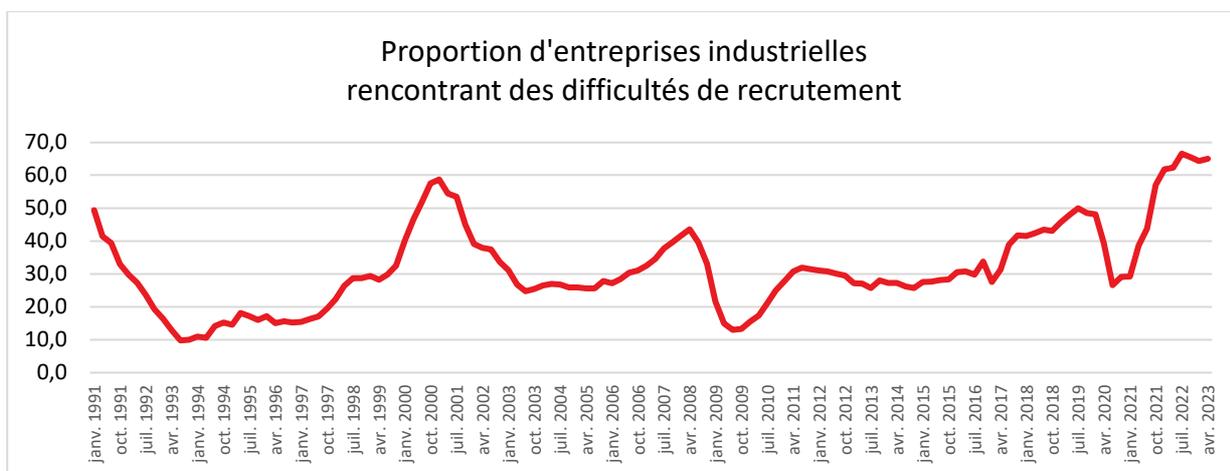
L'industrie française, toujours sous pression

En avril, selon l'INSEE, la part d'entreprises industrielles à la limite de leur capacité de production est stable à un niveau élevé. 44 % des dirigeants d'entreprise estiment qu'ils ne pourraient pas accroître leur production avec leurs moyens actuels. Néanmoins, les chefs d'entreprise sont plus nombreux qu'il y a trois mois à juger leurs capacités de production suffisantes compte tenu de l'évolution probable des commandes au cours des prochains mois. Le solde d'opinion associé augmente mais reste inférieur à sa moyenne. Le taux d'utilisation des capacités de production augmente légèrement à 82 %. Il reste au-dessous de son niveau moyen.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

En avril, les difficultés de recrutement demeurent vives. 65 % des chefs d'entreprise déclarent en rencontrer, une proportion légèrement plus élevée qu'en janvier 2023 et proche du niveau le plus élevé atteint par la série de l'INSEE qui avait été atteint en juillet 2022 (67 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

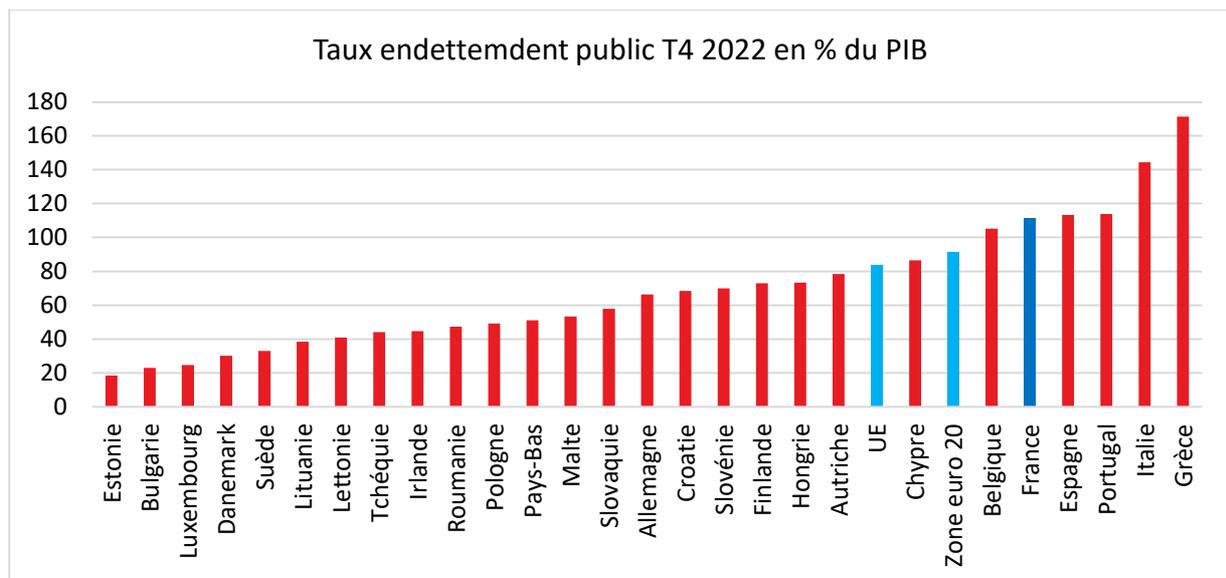


L'opinion des chefs d'entreprise concernant l'évolution de la demande globale des trois derniers et des trois prochains mois se détériore en avril. Ils anticipent un ralentissement de leurs prix de vente au cours des trois prochains mois. Ils jugent par ailleurs la demande globale en produits industriels moins dynamique aussi bien sur le trimestre écoulé que pour celui à venir du fait de problèmes d'approvisionnement et de recrutement.

Poursuite de la décrue relative de la dette publique

À la fin du quatrième trimestre 2022, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB dans la zone euro s'est établi, selon Eurostat, à 91,6 % contre 93,0 % à la fin du troisième trimestre 2022. Dans l'Union européenne, le ratio a également diminué, passant de 85,1 % à 84,0 %. La baisse des ratios de dette publique par rapport au PIB s'explique par la croissance des PIB et par l'inflation.

Les ratios les plus élevés de la dette publique par rapport au PIB à la fin du quatrième trimestre 2022 ont été enregistrés en Grèce (171,3 %), en Italie (144,4 %), au Portugal (113,9 %), en Espagne (113,2 %), en France (111,6 %) et en Belgique (105,1%), et les plus faibles en Estonie (18,4 %), en Bulgarie (22,9 %) et au Luxembourg (24,6 %).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat



LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

Lundi 24 avril

En **Allemagne**, les **indicateurs IFO** d'avril seront disponibles.

Aux **États-Unis**, l'**indice d'activité nationale de la Fed de Chicago** de mars et l'**indice manufacturier Fed de Dallas** d'avril seront diffusés.

Mardi 25 avril

En **France**, l'Insee publiera les données des **créations d'entreprises** à fin mars. Les résultats des **enquêtes conjoncturelles trimestrielles** seront également rendus publics pour les secteurs de **l'artisanat du bâtiment, la promotion immobilière et les travaux publics**.

Aux **États-Unis**, l'**indice Case Shiller des prix de l'immobilier** et l'**indice FHFA des prix immobiliers** de février seront rendus publics. Il sera également possible de suivre l'évolution des **ventes de constructions neuves** en mars. L'**indicateur confiance des consommateurs - Conference Board** d'avril sera rendu public. La **Fed de Richmond** publiera une série d'indicateurs conjoncturels pour avril. L'**indice Fed de Dallas - Revenus des services et les perspectives du secteur services au Texas** en avril feront également l'objet d'une publication.

Au **Royaume-Uni**, le niveau de l'**emprunt net** et de l'**exigence de trésorerie nette du secteur public** à fin mars seront disponibles. L'**enquête CBI de conjoncture dans l'industrie – commandes** d'avril sera publiée.

Mercredi 26 avril

En **France**, il sera possible de consulter les résultats de l'enquête **mensuelle de conjoncture auprès des ménages d'avril** et les chiffres des **demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi du premier trimestre**

En **Allemagne**, l'**indicateur confiance des consommateurs** de sera communiqué.

Aux **États-Unis**, les données relatives aux **commandes de biens durables** et les résultats des **stocks de commerce de gros** en mars seront publiés.

Au **Royaume-Uni**, l'**enquête CBI sur le commerce de distribution** d'avril sera disponible. Les données relatives à la **productivité du Travail** au dernier trimestre 2022 seront diffusées.

Jedi 27 avril

Pour l'**Union européenne et la zone euro**, la deuxième publication **comptes sectoriels (ménages) au dernier trimestre 2022** est attendue. L'**indicateur du climat économique et indicateur du climat des affaires** d'avril 2023 seront diffusés par la **Commission européenne**.



Au **Japon**, les **indicateurs économiques avancés de février** seront disponibles.

En **Italie**, les enquêtes **confiance des entreprises** et **confiance des consommateurs** d'avril sera diffusée.

En **Allemagne**, une première estimation de **l'inflation** attendue en avril sera disponible.

En **Espagne**, les résultats du **chômage** au premier trimestre seront publiés.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter les résultats préliminaires de la **croissance** attendue au premier trimestre 2023. Les résultats à fin des **promesses de ventes de logements** seront disponibles. La **Fed de Kansas City** diffusera **l'indice composite et manufacturier** d'avril.

En **Chine**, l'indicateur **Profit Industriel YTD** de mars sera diffusé.

Vendredi 28 avril

En **France**, une première estimation des **comptes nationaux** du premier trimestre 2023 sera diffusée. Les résultats provisoires de **l'inflation** en avril et les données des **dépenses de consommation des ménages** seront disponibles. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution du **chiffre d'affaires dans l'industrie et la construction**, le **volume des ventes dans le commerce** sur le premier trimestre. Les statistiques relatives à la **construction de locaux et de logements** en seront disponibles ainsi que les **indices de prix de production et d'importation de l'industrie**, **l'indice des prix agricoles** et **l'indice de production dans les services**.

Pour **l'Union européenne** et la **zone euro**, une **estimation rapide préliminaire du PIB - UE et zone euro, au premier trimestre 2023** sera diffusée.

Au **Japon**, le **taux de chômage** et le **taux d'inscription au chômage** en mars seront disponibles. Il sera possible de consulter les données des **ventes au détail** et de la **production industrielle** à fin mars. Une estimation de **l'inflation** en avril est également attendue. Les résultats des commandes de **construction et des mises en chantiers** en mars seront communiqués.

En **Allemagne**, sont attendus les résultats sur le mois de mars **du chômage** et des **prix à l'importation**. La publication d'une estimation **de l'inflation** d'avril sera communiqué.

Les offices nationaux de la statistique publieront en **Allemagne, en Espagne** et en **Italie**, les **résultats préliminaires de la croissance** attendue au premier trimestre dans chaque de ces pays.

Une première estimation de **l'inflation** attendue en avril en **Espagne** sera publiée. Il sera possible de suivre l'évolution de la **balance des paiements courants** en février.

Aux **États-Unis**, il faudra suivre l'évolution sur le premier trimestre des **revenus des ménages** et de **l'indice PCE core – prix à la consommation des ménages**. Pour



avril, seront diffusés l'**indice PMI de Chicago** et l'**indice de confiance (Université du Michigan)**.

En **Italie**, les résultats des **ventes industrielles** à fin février seront communiqués.

Lundi 1^{er} mai

Fête du Travail

Une nouvelle publication des indices **PMI manufacturier** d'avril est attendue pour le **Japon** et les **États-Unis**.

Au **Japon**, l'indicateur **confiance des ménages** d'avril sera diffusé.

En **Italie**, le taux de **chômage** à fin mars sera publié.

Aux **États-Unis**, les statistiques des **dépenses de construction** à fin mars et l'**indice ISM manufacturier** d'avril seront disponibles.

Mardi 2 mai

Eurostat diffusera pour la **zone euro** une estimation rapide de l'**inflation** attendu en avril.

En **Allemagne**, les résultats des **ventes au détail** de mars seront disponibles.

En **Italie** et en **France** au **Royaume-Uni** qu'en **zone euro**, l'indice **PMI manufacturier** d'avril sera communiqué. En **Chine**, l'indice **PMI manufacturier Caixin** sera disponible.

En **Italie**, il faudra suivre l'évolution **des prix à la production** et de la **balance commerciale** en mars ainsi que celle de l'**inflation** en avril.

Aux **États-Unis**, les données des **commandes industrielles** en mars seront disponibles. Il sera possible de consulter le **Rapport JOLTS - Nouvelles offres d'emploi** de mars.

Mercredi 3 mai

En **France**, il sera possible de suivre l'évolution de la **situation budgétaire de l'État** à fin mars. Les dernières statistiques des **immatriculations de véhicules neufs** seront publiées.

En **Italie**, il faudra suivre l'évolution du **chômage** en mars.

Il sera possible de suivre les statistiques du **chômage** en mars dans la **zone euro** et l'**Union européenne**.

L'**indice PMI services** d'avril sera communiqué pour l'**Allemagne**, les **États-Unis** et le **Japon**.



Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution de l'**indice emploi ADP** en avril. **Les indicateurs ISM non manufacturiers** d'avril seront disponibles. **La Fed doit se réunir**. Une **évolution des taux directeurs** est attendue.

Jeudi 4 mai

Eurostat publiera pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, l'**indicateur Prix à la production industrielle, marché intérieur** de mars.

Une réunion de la **BCE** est programmée. Une **décision sur les taux** est attendue.

L'**indice PMI services** de l'**Italie** et du **Royaume-Uni** d'avril seront publiés.

Au **Royaume-Uni**, les données du **crédit à la consommation** à fin mars seront disponibles.

Aux **États-Unis**, le montant de la **balance commerciale** à fin mars sera rendu public. Il sera possible de suivre l'évolution de l'indicateur **Suppressions d'emplois - Challenger** en avril et celle du **coût unitaire de la main-d'œuvre** sur le premier trimestre.

Vendredi 5 mai

En **France**, une **estimation flash de l'emploi salarié** et les **résultats provisoires de l'emploi salarié (salaires de base et du rée de travail)** sur le premier trimestre seront disponibles. L'indice de la **production industrielle** de mars sera publié.

Les données de la **production industrielle espagnole** à fin mars seront diffusées.

L'office **européen** de la statistique communiquera pour les **deux zones** économiques, les résultats à fin mars du **commerce de détail**.

En Italie, les résultats à fin mars du **commerce de détail** seront diffusés.

Au Japon, l'**indicateur confiance des consommateurs d'avril** sera rendu public.

En **Allemagne**, la **balance commerciale** ainsi que les **commandes industrielles** à fin mars feront l'objet d'une communication.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution du **crédit à la consommation** en mars. Les statistiques relatives à l'évolution des **salaires**, des **créations d'emploi** et du **chômage** à fin avril seront par ailleurs disponibles.

L'indice **PMI construction** d'avril sera rendu public pour les pays de la **zone euro**, le **Royaume-Uni** et les **États-Unis**.



LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2022	2 637	3 854	1 908	1 306	13 284
PIB par tête en 2021 En euros	38 494	45 919	32 091	27 313	38 449
Croissance du PIB 2022	+2,6 %	+1,9 %	+3,9 %	+5,5 %	+3,2 %
quatrième trimestre 2022	+0,1 %	+0,2 %	+0,5 %	+0,2 %	+0,3 %
Inflation En % -mars 2023	6,7	7,8	8,1	3,1	6,9
Taux de chômage En % -février 2023	7,0	2,9	8,0	12,8	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	-
Ratio de dépendance (2022)* en %	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
Dépenses publiques En % du PIB 2022	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
Solde public En % du PIB 2022	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
Balance des paiements courants En % du PIB – dec.2022	-2,0	+3,8	-0,8	+0,8	-0,7
Échanges de biens En % du PIB – dec.2022	-6,2	+2,0	-1,7	-5,1	-2,5
Parts de marché à l'exportation En % 2022	2,6	6,7	2,6	1,5	23,3
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut 2022	16,3	19,6	8,8	5,8	13,3

*Ratio de dépendance = population âgée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15 -64 ans
Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE



La Lettre Éco de Philippe Crevel est une publication de Lorello Eco Data

Comité de rédaction de La Lettre Eco : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson

Toute utilisation totale des articles de la Lettre Eco doit fait l'objet d'une autorisation de la rédaction. Toute reprise doit donner lieu à mention suivante : « Lettre Eco de Philippe Crevel »

CONTACT

Lorello Eco Data

28 bis, rue du Cardinal Lemoine • 75005 Paris

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 2400 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 :-----