

### **L'édito de la semaine**

- ✓ Quand l'emploi ne fait plus le bonheur des peuples

### **Le Coin de l'épargne**

- ✓ Les marchés toujours face à la menace inflationniste
- ✓ Le tableau des marchés financiers de la semaine
- ✓ Les ménages français, toujours en mode écurie
- ✓ Crise du logement, les taux d'intérêt n'expliquent pas tout

### **Le Coin de l'économie**

- ✓ Quelle monnaie et quelle politique monétaire pour demain ?
- ✓ L'absence de gains de productivité pose-t-elle un problème ?
- ✓ La fin du crédit facile et ses conséquences

### **D'hier à demain**

- ✓ Résilience de la croissance française
- ✓ La dette publique est-elle sans limite ?
- ✓ L'inflation confirmée à 5,9 % en France
- ✓ Le Royaume-Uni évite le surplace

### **Le Coin des tendances**

- ✓ Les histoires d'argent finissent toujours mal !
- ✓ Les États-Unis face au 20<sup>e</sup> « shutdown » de leur histoire
- ✓ Le monde impitoyable du football

### **Le Coin des graphiques**

- ✓ Stabilisation de l'endettement des ménages
- ✓ Les dépôts à vue stabilisés à 508 milliards d'euros
- ✓ L'épargne réglementée des ménages au plus haut

### **Le Coin de l'agenda économique**

### **Le Coin des statistiques**



### Quand l'emploi ne fait plus le bonheur des peuples

Depuis des décennies, la France se bat contre le chômage de masse au point que ce dernier était, aux yeux d'un grand nombre de personnes, devenu une fatalité. François Mitterrand ne déclara-t-il pas, en 1993, que « *dans la lutte contre le chômage, on a tout essayé* ». Depuis le début des années 1980, les rares améliorations sur le front de l'emploi furent temporaires et partielles. Contrairement aux propos de 1967 de Georges Pompidou – « *si la France atteint un jour la barre des 500 000 chômeurs, ce sera la révolution* » – le pays a franchi les seuils des deux, puis des trois millions, sans que cela ait donné lieu à des émeutes. Par crainte de celles-ci, faute de solutions tangibles, les gouvernements toutes obédiences confondues ont multiplié, pour un coût croissant – 5 % du PIB - les aides, les exonérations et les prestations sociales avec des résultats souvent décevants.

Avec la sortie de la crise sanitaire, le taux de chômage baisse à un rythme sans précédent. Il est revenu selon les dernières statistiques d'Eurostat en-dessous de 7 %, ce qui n'était pas arrivé depuis... 1982. La France ne fait que suivre, avec retard et à distance, l'Allemagne, la Pologne, et la République tchèque qui connaissent des taux de chômage inférieurs à 3 %. Cette baisse du chômage s'explique par un fort mouvement de créations d'emplois, 1,2 million depuis le mois de décembre 2019. La quasi-stagnation de l'activité depuis un an n'a pas mis un terme à ce processus quand, dans les années 1980/1990, il fallait 2 % de croissance pour générer des emplois. Les départs massifs à la retraite, autour de 800 000 par an, favorisent également la décreue du chômage.

Cette embellie réelle du marché de l'emploi semble laisser de marbre les Français. Le gouvernement n'en tire, pour le moment, aucun bénéfice. Au temps des fausses informations, la population doute-t-elle de la réalité de cette amélioration ou le travail ne fait-il plus rêver ? Si parmi les emplois créés, certains exigent de fortes compétences et offrent de belles perspectives de carrière, beaucoup requièrent de faibles qualifications et n'ouvrent pas droit à de réelles promotions. Cette situation est une source de désenchantement pour les jeunes qui aujourd'hui sont majoritairement diplômés de l'enseignement supérieur. Ils rechignent de plus en plus à accepter des emplois souvent mal considérés, mal payés, à horaires décalés au sein des secteurs des loisirs, du tourisme ou de la logistique. La crise sanitaire a été un révélateur. Elle a souligné les inégalités sociales avec : d'un côté, les propriétaires de logements décents, de l'autre les locataires de logements exigus mal isolés ; d'un côté, ceux qui pouvaient télétravailler pendant le covid et, de l'autre, ceux qui devaient effectuer quoi qu'il arrive leur travail à l'extérieur en prenant des risques ; d'un côté, ceux dont les revenus permettent de participer à la société de consommation et des loisirs et, de l'autre, la grande majorité des habitants qui doivent faire attention à leurs dépenses.

Depuis trois ans, la fragmentation du pays qui n'est pas une spécificité de la France s'est accrue. Elle a été aidée en cela par les technologies de l'information. La nation, communauté de destin, se fissure. L'amélioration de la situation de l'emploi ne change rien à cette évolution. Si le problème n'est pas seulement matériel, il n'en demeure pas moins que ce dernier n'est pas sans fondement, la question de l'accès au logement



figurant en tête des préoccupations des Français. L'acceptation d'un emploi est de plus en plus déterminée par l'accès au logement. L'augmentation des prix de l'immobilier a été telle ces vingt dernières années qu'elle a absorbé une grande partie voire la totalité des gains de pouvoirs d'achat. La part des loyers dans le budget des ménages dépasse 32 %. Ce taux peut atteindre 40 % pour les plus modestes. De nombreux Français sont contraints de résider de plus en plus loin de leur lieu de travail qui se situe en règle générale au cœur des grandes agglomérations. Cet éloignement génère de la fatigue et des surcoûts de transports. Pour améliorer leur pouvoir d'achat, certains n'hésitent pas à louer, voire sous-louer, leur logement sur les plateformes en ligne quand ils s'absentent. D'autres sont contraints d'avoir plusieurs emplois afin de s'acquitter de leurs loyers.

La France n'est pas victime d'une grande démission comme les États-Unis l'ont connu en 2021 mais peut-être d'un grand désenchantement qui s'exprime notamment par une baisse de la productivité et un état permanent de dépression collective. Depuis les années 1970, la désindustrialisation a profondément déstructuré la société française. L'usine était tout à la fois un lieu de socialisation, de solidarité et d'ascension sociale. Les services en étant beaucoup plus épars, horizontaux, n'ont pas ces caractéristiques. L'industrie avec ses importants gains de productivité permet des salaires plus élevés et en augmentation. La France a donc tout à gagner à développer un nouveau secteur industriel. À cette fin, les communes et leurs habitants devront accepter, l'implantation d'usines sur leur territoire. La revalorisation des métiers techniques est indispensable, ce qui suppose une adaptation des formations. L'obtention de gains de productivité est également nécessaire pour augmenter les salaires et financer les dépenses publiques. Au-delà de la réindustrialisation, la question centrale est bien celle de l'attractivité du travail, ce qui inclut non seulement sa rémunération mais aussi son contenu et ses conditions d'exercice.

Philippe Crevel



## LE COIN DES ÉPARGNANTS

### Les marchés toujours face à la menace inflationniste

Aux Etats-Unis, l'indice de confiance du consommateur, calculé par l'Université du Michigan, est ressorti en dessous des prévisions, à 57,7 points contre 63 escompté, et 63,5 le mois précédent. Le moral des ménages est ainsi au plus bas depuis le mois de novembre. Les investisseurs ont également noté que les anticipations d'inflation à un an, un facteur clef pris en compte par la Réserve fédérale américaine dans le cadre de sa politique monétaire, a été annoncée à 4,5 % pour mai quand elle était attendue en décélération à 4,4 % sur un an, contre 4,6 % en avril. Les anticipations à cinq ans, sont de nouveau en hausse à 3,2 %, contre 3 % en avril. Les prix à l'importation ont augmenté de 0,4 % sur un mois en avril, marquant leur première hausse de l'année. La banque centrale américaine, la Fed doit faire face à un ralentissement de l'économie pouvant amener une récession dans un contexte d'inflation élevée. Pour certains de ses membres, la politique monétaire n'est pas suffisamment restrictive pour casser les transmissions de hausses de prix. Pour un certain temps, le maintien de taux élevés apparaît nécessaire.

Les investisseurs s'inquiètent également de la fixation du plafond de la dette avec un risque de shutdown en cas d'absence dans les prochains jours d'un accord au Congrès. La nouvelle rencontre de Joe Biden avec les responsables démocrates et républicains a été reportée à la semaine prochaine. Des membres du Congrès et des responsables de l'administration ont néanmoins engagé des discussions pour établir les grandes lignes d'un accord portant sur un relèvement du plafond de la dette et une limitation des dépenses publiques ainsi que sur une possible augmentation des impôts.

Dans cet environnement incertain, les investisseurs ont opté cette semaine la prudence. Les indices des grandes places financières sont en léger recul sur la semaine à l'exception du Nasdaq en légère hausse. Le CAC 40 a ainsi enregistré sa troisième semaine consécutive de baisse, cédant 0,24 % en cinq séances. Les taux des obligations d'Etat sont restés stables cette semaine. En revanche, l'euro s'est légèrement déprécié face au dollar.



## Le tableau des marchés de la semaine

|                                                   | Résultats<br>12 mai 2023 | Évolution<br>sur une<br>semaine | Résultats<br>30 déc. 2022 | Résultats<br>31 déc. 2021 |
|---------------------------------------------------|--------------------------|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>CAC 40</b>                                     | 7 414,85                 | -0,24 %                         | 6 471,31                  | 7 153,03                  |
| <b>Dow Jones</b>                                  | 33 300,62                | -1,12 %                         | 33 147,25                 | 36 338,30                 |
| <b>S&amp;P 500</b>                                | 4 124,08                 | -0,29 %                         | 3 839,50                  | 4766,18                   |
| <b>Nasdaq</b>                                     | 12 284,74                | +0,40 %                         | 10 466,48                 | 15 644,97                 |
| <b>Dax Xetra (Allemagne)</b>                      | 15 913,82                | -0,30 %                         | 13 923,59                 | 15 884,86                 |
| <b>Footsie (Royaume-Uni)</b>                      | 7 754,62                 | -0,31 %                         | 7 451,74                  | 7 384,54                  |
| <b>Euro Stoxx 50</b>                              | 4 317,88                 | -0,37 %                         | 3 792,28                  | 4 298,41                  |
| <b>Nikkei 225 (Japon)</b>                         | 29 388,30                | +1,51 %                         | 26 094,50                 | 28 791,71                 |
| <b>Shanghai Composite</b>                         | 3 272,36                 | -1,86 %                         | 3 089,26                  | 3 639,78                  |
| <b>Taux OAT France à 10 ans</b>                   | +2,857 %                 | -0,012 pt                       | +3,106 %                  | +0,193 %                  |
| <b>Taux Bund allemand à 10 ans</b>                | +2,274 %                 | -0,008 pt                       | +2,564 %                  | -0,181 %                  |
| <b>Taux Trésor US à 10 ans</b>                    | +3,446 %                 | -0,006 pt                       | +3,884 %                  | +1,505 %                  |
| <b>Cours de l'euro/dollar</b>                     | 1,0853                   | -2,43 %                         | 1,0697                    | 1,1378                    |
| <b>Cours de l'once d'or en dollars</b>            | 2 010,03                 | -0,29 %                         | 1 815,38                  | 1 825,350                 |
| <b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars</b> | 74,36                    | -1,14 %                         | 84,08                     | 78,140                    |



## Les ménages français, toujours en mode écureuil

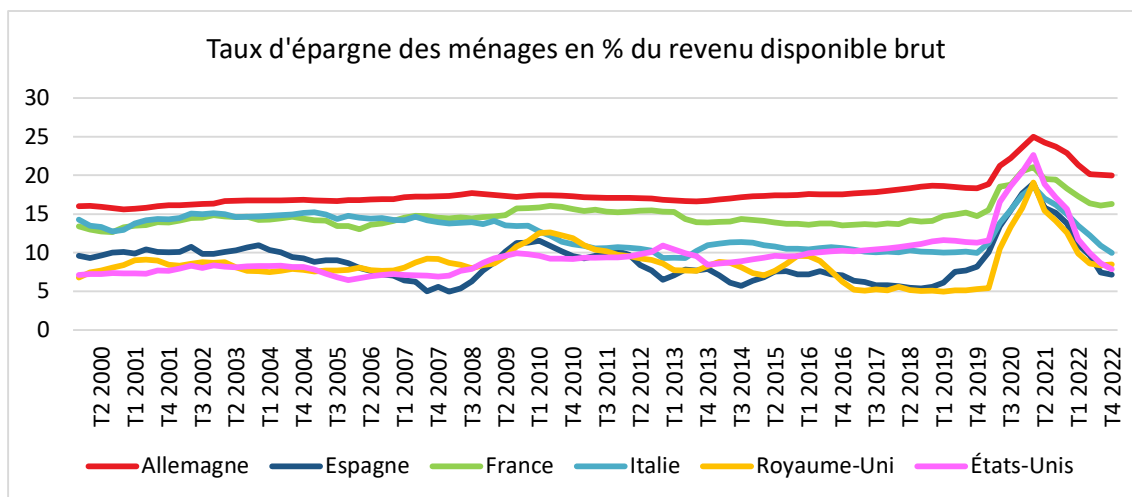
Les ménages français maintiennent un important effort d'épargne depuis plus de trois ans. En 2022, selon la Banque de France, ils ont mis de côté 158,7 milliards d'euros soit un niveau équivalent à celui de 2021 (161,1 milliards d'euros). Ce flux est inférieur à celui de 2020, année marquée par les confinements (202,1 milliards d'euros). Il reste néanmoins nettement supérieur à son niveau d'avant la crise sanitaire (101 milliards d'euros sur la période 2015/2019).

Cette propension à épargner demeure forte comme le prouve la collecte de l'épargne réglementée. Elle a été également soulignée par l'enquête du mois d'avril d'AG2R LA MONDIALE – AMPHITÉA – LE CERCLE DE L'ÉPARGNE. Selon cette enquête, 65 % des Français privilégient la réduction de leurs dépenses pour faire face à la baisse de leur pouvoir d'achat en lien avec la résurgence de l'inflation. Seulement 27 % ont indiqué qu'ils pourraient être amenés à puiser dans leur épargne. 22 % des Français ont, par ailleurs, l'intention d'épargner davantage que dans le passé.

### Un taux d'épargne toujours élevé

À fin 2022, le taux d'épargne en France n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise sanitaire. Cette situation est également constatée en Allemagne et au Royaume-Uni. En revanche, en Italie et en Espagne, le taux a retrouvé son niveau précédant la pandémie. Aux États-Unis, il y est même inférieur en étant à son plus bas niveau depuis 2008.

Au quatrième trimestre 2022, le taux d'épargne en France était de 16,3 % du revenu disponible brut, contre 16,1 % au troisième. Pour l'ensemble de l'année, le taux d'épargne était de 18,6 % du revenu disponible brut, contre 15 % avant la crise sanitaire. Le taux d'épargne financière s'est élevé à 8,8 %.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Au quatrième trimestre 2022, le flux trimestriel net de placements des ménages s'est élevé à 26,8 milliards, en recul de 15,1 milliards d'euros par rapport au trimestre précédent. L'épargne investie en produits de taux diminue (14,8 milliards d'euros après

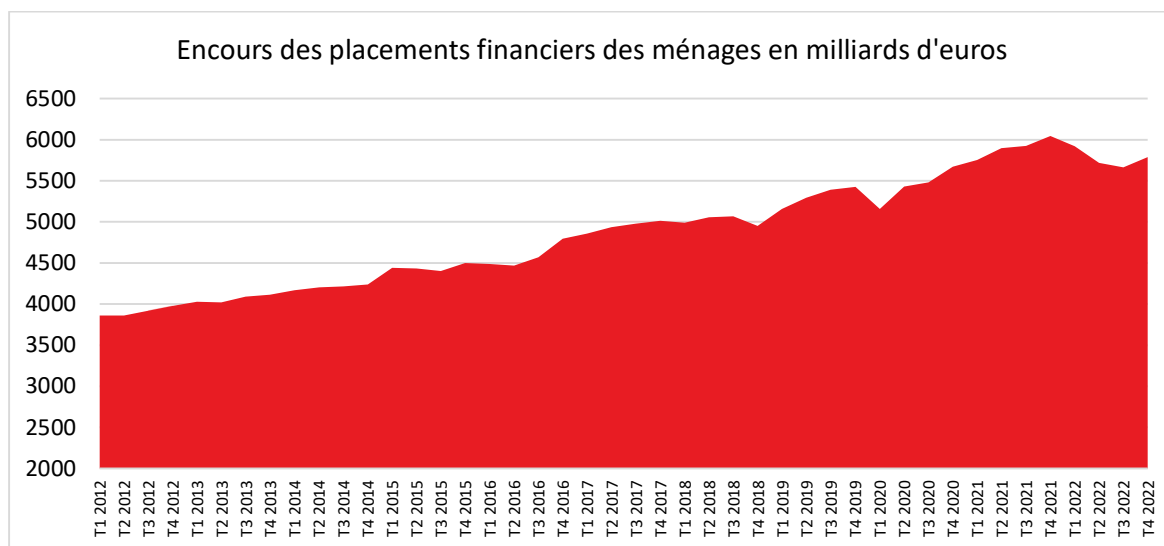


34,6 au troisième trimestre), en raison d'un flux net négatif sur les dépôts à vue (-14,1 milliards d'euros). En revanche, les flux nets d'actifs sous forme de produits de fonds propres augmentent (14,2 milliards d'euros, contre 7,5 au troisième trimestre). Les ménages ont augmenté leurs versements en unités de compte sur les contrats d'assurance vie (8,8 milliards d'euros contre 4,9 au troisième trimestre).

Les premières données collectées par la Banque de France pour le premier trimestre 2023 témoignent d'une forte progression des flux d'épargne vers les produits réglementés et d'un dégonflage des dépôts à vue (-18,2 milliards).

### **Patrimoine financier des ménages, près de 5800 milliards d'euros**

Le patrimoine financier brut des ménages français s'élevait, selon la Banque de France en France, au quatrième trimestre 2022, à 5 785 milliards d'euros. Au cours du dernier trimestre 2022, il a progressé de 122,5 milliards d'euros du fait du rebond des cours boursiers et du maintien de flux financiers positifs. En revanche, le patrimoine financier des ménages est en baisse de 260,9 milliards d'euros sur un an en raison de la perte de valeur des actifs sur cette période.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Au quatrième trimestre 2022, l'encours des produits de taux s'élevait à 3 638 milliards d'euros. Il représentait 63 % de celui du patrimoine financier. Le numéraire et les dépôts à vue enregistraient un encours de 797 milliards d'euros en recul de 20 milliards d'euros par rapport au trimestre précédent en raison d'arbitrages en faveur de l'épargne réglementée. L'encours de celle-ci a atteint, au quatrième trimestre 2022, le niveau record de 874 milliards d'euros, contre 862 milliards d'euros au trimestre précédent.

L'encours de l'assurance vie et de l'épargne retraite en fonds euros était de 1 470 milliards d'euros au quatrième trimestre 2022.



Sur les 2070 milliards d'euros de produits de fonds propres détenus par les ménages, 326 milliards d'euros l'étaient sous forme d'actions cotées. L'assurance vie et l'épargne retraite en unités de compte représentaient 436 milliards d'euros.

### **Crise du logement, les taux d'intérêt n'expliquent pas tout**

Les professionnels de l'immobilier soulignent la chute de la construction et des transactions. La Fédération française du bâtiment a de son côté alerté : si rien n'est fait, 100 000 emplois sont menacés dans le secteur d'ici à 2024-2025. Dans le même temps, selon la Fondation de l'Abbé Pierre, plus de 14 millions de Français rencontreraient des problèmes pour se loger.

Avec des prix de l'immobilier élevés, la hausse des taux constitue une deuxième peine. La crise ne se résume pas à la question des taux d'intérêt. Au premier trimestre 2023, ils ont retrouvé leur niveau de 2012. En valeur réelle, c'est-à-dire en tenant compte de l'inflation, ils demeurent négatifs. Il n'en demeure pas moins que le taux moyen des crédits immobiliers est passé de 1,06 % en décembre 2021 à 3,15 % en avril, selon l'observatoire Crédit Logement CSA. Associé à des conditions d'accès plus strictes, la production de crédits à l'habitat a diminué en avril de 44,4 % sur un an, selon les estimations de la Banque de France. Le problème numéro 1 est le prix de l'immobilier qui a doublé en vingt ans. Le marché des logements, en France, est un marché de pénurie. La rareté du foncier et l'augmentation des coûts de construction ont favorisé une hausse de l'immobilier, hausse qui a été, par ailleurs, alimentée par la faiblesse des taux d'intérêt entre 2016 et 2021.

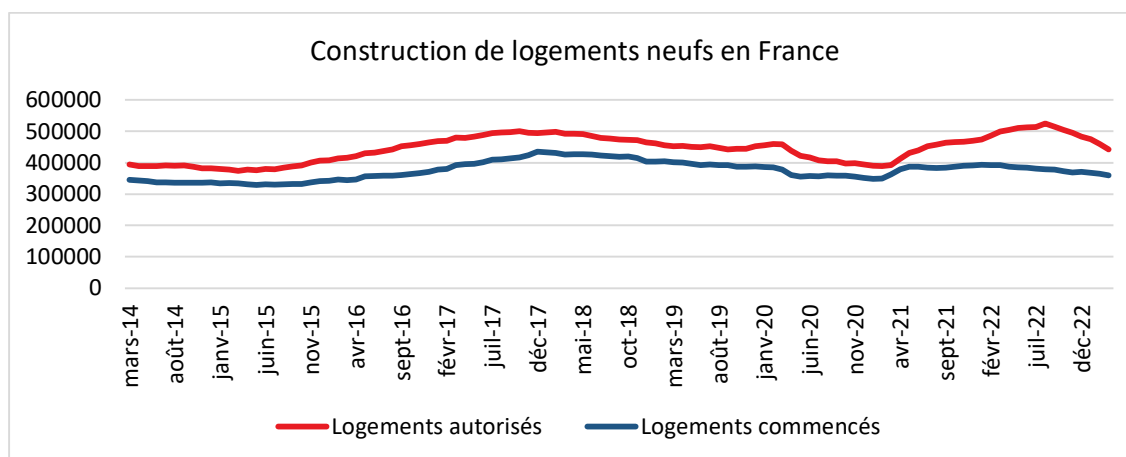
Le marché de la location est sous tension en raison de la raréfaction de l'offre. Le développement des locations saisonnières dans les grandes villes et dans les villes touristiques limite les locations à l'année. Plus de 800 000 logements seraient proposés, en France, en location saisonnière. Ce nombre aurait augmenté de près de 20 % en moins de deux ans. Les mesures visant à empêcher la location de logements ne respectant pas les normes énergétiques conduisent les propriétaires à les retirer de l'offre locative ou les vendre. L'offre de biens à louer aurait diminué de 46 % entre 2019 et 2023. La tension serait vive pour les deux pièces, 30 % de l'offre de logements et 40 % des demandes. La raréfaction des logements en location dans le parc privé provoque le gonflement du nombre de candidats pour un logement social. 70 % de la population y est éligible et en un an, 100 000 nouvelles demandes ont été déposées, portant à 2,3 millions le nombre total de ménages en attente d'une HLM. Même si la France a un des parcs les plus importants de logements sociaux d'Europe, la construction est insuffisante. 100 000 constructions ont été engagées en 2022 soit moins que prévu (120 000).

Les besoins en logement sont importants en raison de l'augmentation de la population et de sa concentration croissante sur certaines parties du territoire, grandes agglomérations et régions côtières. Par ailleurs, les divorces et l'essor des familles monoparentales contribuent également à accroître la demande en logements.



La France consacre chaque année plus de 38 milliards d'euros au logement sans pour autant que cela ne contribue à résoudre une crise vieille de plusieurs décennies. Le nombre de logements neufs construits se situe en fonction des années entre 350 000 et 400 000 quand il en faudrait au minimum 500 000. Les lois visant à lutter contre l'artificialisation des sols et à limiter l'urbanisation provoquent une raréfaction du foncier. En outre, les maires en lien avec les souhaits de leur population sont de plus en plus réticents à accroître l'offre de logements. Des candidats, lors des dernières élections municipales, se sont fait élire sur le thème de l'arrêt des constructions. La construction est également freinée par l'augmentation des coûts de construction en lien avec le durcissement des normes énergétiques. La faible industrialisation des processus de construction ne facilite pas l'obtention de gains de productivité dans le secteur du bâtiment. Cette industrialisation qui passe par un recours plus important à des éléments préfabriqués nécessite, par ailleurs, un effort de formation en faveur des salariés du secteur du bâtiment.

Le gouvernement devrait dans le prolongement des travaux sur le logement du Conseil national de la refondation (CNR) annoncer plusieurs mesures. Un grand plan d'acquisition de logements neufs par CDC Habitat, filiale de la Caisse des Dépôts, auprès des promoteurs, est à l'étude. Le gouvernement devra également indiquer s'il maintient plusieurs dispositifs en faveur de l'immobilier qui doivent s'éteindre en 2023 comme le Prêt à taux zéro (PTZ) ou en 2024 pour le Pinel qui vise à favoriser l'investissement locatif. En lieu et place de ces dispositifs, des experts plaident pour la création d'un statut de bailleur qui permettrait l'amortissement des biens immobiliers voués à la location, ce dispositif est aujourd'hui réservé aux logements loués meublés (statut LMNP). La Cour des Comptes a, à plusieurs reprises, souligné que les aides fiscales en faveur de l'immobilier locatif avaient une faible efficacité et qu'elles contribuent avant tout à la hausse des prix de l'immobilier. Une refonte de la fiscalité des plus-values pourrait être imaginée. Les abattements en fonction de la durée de détention (23 ans pour la fiscalité et 30 ans pour les prélèvements sociaux) ne favorisent pas la fluidité du marché. Une taxation accrue pour les plus-values de moins de quatre ans et des abattements sur une période de 8 ans seraient certainement souhaitables à la fois pour concilier lutte contre la spéculation et fluidifier davantage le marché. L'instauration d'un régime de plus-values pour les résidences principales bien qu'impopulaire est certainement souhaitable pour limiter les effets d'aubaine, et pourrait donc être imaginée.



Cercle de l'Épargne – données SDES, Sit@del2, estimations à fin mars 2023



### L'absence de gains de productivité pose-t-elle un problème ?

Depuis 2018, la productivité par tête stagne dans la zone euro et recule en France. La crise sanitaire et la guerre en Ukraine ont amplifié une tendance en cours depuis plusieurs années. Une baisse de la productivité non compensée par une augmentation du volume de travail est synonyme d'appauvrissement. La disparition des gains de productivité fait donc peser une épée de Damoclès sur les pays européens et tout particulièrement sur la France.

Au sein de la zone euro, la productivité a augmenté de 10 % de 2002 à 2022. Elle a connu deux périodes de forte baisse, entre 2008 et 2010 lors de la crise des subprimes et entre 2020 et 2021 lors de l'épidémie de covid. En 2022, elle a peine à retrouver son niveau de 2019. En France, la productivité avait progressé de 16 % entre 2002 et 2019. Durant la crise sanitaire, elle a chuté de 8 %. Fin 2022, elle demeurerait inférieure de 3,5 % à son niveau de 2019. Tout recul de la productivité menace la croissance potentielle. Il s'accompagne d'une attrition de la valeur ajoutée, d'une baisse possible des recettes fiscales et des rémunérations. Pour maintenir la production, les entreprises sont contraintes d'avoir un nombre de salariés plus important ce qui génère des coûts supplémentaires. Depuis 2018, ce phénomène est constaté en zone euro et en particulier en France. Malgré la faiblesse de la croissance, les entreprises créent des emplois. La productivité depuis quatre ans progresse moins vite que l'emploi quand c'était l'inverse entre 2002 et 2018.

Ce recours à l'emploi pour compenser la baisse de la productivité n'est pas sans limite. Il conduit à une réduction du taux de marge des entreprises. Par ailleurs, il suppose l'existence d'une population active disponible ; or avec le vieillissement de la population, les marges en la matière se réduisent. Au fur et à mesure, les entreprises sont contraintes d'employer des actifs de moins en moins productifs ayant des formations qui ne sont toujours adaptés à leurs besoins. Cette situation participe à l'accélération de la baisse de la productivité. Le taux de chômage en France en 2022 était, par exemple, de 12 % pour les salariés ayant un niveau d'études primaires, contre 6 % pour ceux ayant un niveau de formation secondaire et de moins de 4 % pour ceux ayant un niveau d'études supérieures.

La baisse de la productivité en Europe est à mettre en parallèle avec le processus de désindustrialisation. L'économie européenne est de plus en plus dominée par les services qui génèrent de plus faibles gains de productivité que l'industrie. Ce phénomène est marqué en France où l'emploi industriel n'occupe plus que 9 % de la population active. En France, les créations d'emplois sont principalement observées dans les secteurs des services aux entreprises et à la personne ainsi que dans les loisirs.

La spécialisation de l'économie dans les services domestiques est une source de stagnation de la croissance avec à la clef des rémunérations faibles. Cette spécialisation est la conséquence de l'essor du tourisme et des besoins en services liés au vieillissement de la population. Elle est également la conséquence d'un manque de diplômés de l'enseignements supérieur.



## Quelle monnaie et quelle politique monétaire pour demain ?

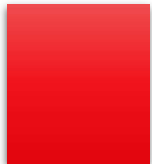
Du troc aux monnaies digitales, les moyens de paiement ont fortement évolué au fil des siècles, expression et moteurs du progrès des techniques. Certains rêvent de s'affranchir des monnaies officielles au profit des cryptomonnaies, d'autres espèrent mettre un terme au dollar et à la toute-puissance des États-Unis. Dans le domaine sensible des monnaies, les notions de confiance et d'efficacité prédominent.

L'économiste Stuart Mill écrivait, au XIX<sup>e</sup> siècle que « *la monnaie est un instrument qui permet de faire vite et commodément ce que l'on pourrait faire sans lui moins vite et moins commodément* ». Le recours à une monnaie pour faciliter les échanges date de plus de 3 000 ans. Les premières devises sont souvent issues des unités de poids. Les premières pièces de monnaie métallique auraient vu le jour dans le Royaume de Lydie où régna le fameux Crésus. Les Chinois ont émis les premiers billets voici plus de 2 000 ans. Dès 2300 avant Jésus-Christ, des écritures comptables sont réalisées pour gérer dettes et créances en se fondant sur la comparaison de la valeur des biens produits et échangés en prenant comme référence des valeurs étalons admis de tous. En Égypte, avant même la circulation de la monnaie fiduciaire, des unités de compte sont utilisées couramment comme le Sha et ou le Quite par les scribes. Dès l'Antiquité, la notion de confiance est associée à celle de monnaie ou d'unité de compte. Ainsi, « crédit » provient du latin « credere », croire, avoir confiance et « fiduciaire » du latin « fiducia », la confiance.

La monnaie est une unité de compte qui permet de mesurer et de comparer des biens et des services hétérogènes. Elle offre la possibilité d'effectuer des comparaisons dans le temps et en des lieux différents. La monnaie est un facilitateur d'échanges en permettant le règlement facile des achats. Elle remplace le troc qui est une relation bilatérale complexe. La monnaie fluidifie les échanges. Les agents économiques doivent de ce fait avoir confiance en elle. Elle doit être facilement transférable et difficile à contrefaire.

La monnaie joue un rôle d'arbitrage. Elle offre la possibilité de créer une grille générale des valeurs et est donc indispensable au fonctionnement du système de prix. Sans elle, il serait impossible d'avoir une vision complète des prix et des coûts dans une économie mondialisée comptant un nombre très important de biens et de services. Tout calcul économique serait impossible si le troc était resté la règle. Le nombre d'échanges aujourd'hui se compte, en effet, en dizaines de milliards chaque année.

La monnaie est un instrument de réserve. Pour reprendre Keynes, elle sert à faire « *le lien entre le passé et le présent et l'avenir* ». L'actif monétaire permet de reporter un achat ou le règlement de ce dernier et d'épargner en vue d'une consommation. La monnaie dispose d'un pouvoir bien supérieur à celui du troc. Certes, si avec la sophistication croissante de l'économie, le troc est devenu marginal, son esprit a pesé et pèse encore sur les échanges internationaux à travers notamment le principe de l'équilibre des balances des paiements des États et des systèmes de compensation. Des importateurs d'un État peuvent avoir besoin d'acquérir des devises étrangères pour réaliser leurs achats si les exportateurs n'acceptent pas leur monnaie. Cela suppose qu'ils puissent accéder à ces devises étrangères auprès de leurs établissements financiers qui devront en acquérir sur les marchés ou auprès de la banque centrale du pays importateur. In



fine, des ventes d'actifs financiers ou physiques peuvent être nécessaire pour solder un déficit. Si les échanges sont réglés dans la monnaie du pays importateur (exemple les États-Unis) ou si une monnaie joue le rôle d'étalon international (le dollar), il en résulte la constitution de réserves de change qui peuvent être placées ou le cas échéant converties en or si le système monétaire le permet.

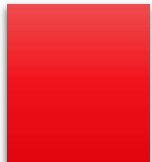
Dans les prochaines années, les États ne sont pas disposés à abandonner leur droit de seigneurage au profit de structures privées. La monnaie demeure l'expression de la puissance publique aux côtés de la police ou de l'armée. C'est un outil de contrôle et de coercition sur un territoire donné. La monnaie permet de financer des déficits que comme les dernières crises l'ont prouvé. La base monétaire est passé de 1000 à 9000 milliards de dollars aux États-Unis de 2002 à 2022 et de 800 à 6000 milliards d'euros en zone euro. Perdre ce pouvoir affaiblirait les États. Les banques centrales feront tout pour limiter la montée en puissance de monnaies privées. Elles ont ainsi bloqué le projet Libra de Facebook.

Le passage à un système de monnaies digitales de banque centrale avec une gestion sur la blockchain évoqué ces dernières années n'est pas en soi une évidence. Il réduirait les dépôts bancaires et pourraient entraver le crédit. Il supprimerait le rôle d'intermédiation joué par les banques. Pour éviter une contraction du crédit, les banques centrales devraient prêter aux banques l'argent collecté sous la forme de monnaie digitale de banque centrale. Le système pourrait être bien moins fluide qu'aujourd'hui.

L'abandon des monnaies au profit des cryptomonnaies n'est pas non plus réellement d'actualité. Les cryptomonnaies comme le bitcoin ou l'ethereum ne remplissent pas toutes les conditions pour être de véritables monnaies. Leur caractère hautement spéculatif les disqualifie pour être tout à la fois des étalons monétaires ou, des monnaies d'échange et de réserves. Le cours du bitcoin a été divisé par trois en quelques mois en 2022. Son encours est passé de 1200 à 400 milliards de dollars, bien loin de l'encours des réserves en dollars, 13 000 milliards en 2022. Le cours des cryptomonnaies obéissent à des considérations encore plus obscures que celles des monnaies officielles. La création est, en outre, de plus en plus critiquée en raison de son coût énergétique.

Dans les prochaines années, la monnaie restera donc avant tout créée par les banques, comme aujourd'hui, la quantité disponible étant influencée par les politiques monétaires des banques centrales. Ces dernières seront néanmoins confrontées à un défi : veiller à la crédibilité de la monnaie tout en permettant le financement des investissements nécessaires à la transition énergétique ou au vieillissement. D'un côté, les États ont des besoins financiers importants, de l'autre la lutte contre l'inflation exige une réduction de la base monétaire. Une inflation débridée pourrait amener des doutes sur les monnaies et inciter les agents économiques à s'en détourner.

Depuis 1980, les banques centrales ont réussi à contenir l'inflation en utilisant l'arme des taux. Avec des dettes publiques qui dépassent 100 % du PIB, cette arme n'est pas sans limite comme le prouvent les difficultés rencontrées par le secteur bancaire aux États-Unis. La sensibilité de l'opinion vis-à-vis des hausses de taux est plus élevée aujourd'hui qu'il y a quarante ans. Les banques centrales doivent tenir compte tout à la fois des réactions de la population ainsi que de la solvabilité des États et des banques.



Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales auront besoin de l'appui des États qui devront freiner la demande en jouant sur la fiscalité et les dépenses. Les banques centrales seront dans les faits certainement moins indépendantes que dans le passé.

### **La fin du crédit facile et ses conséquences**

Après la crise des banques régionales aux États-Unis, un rationnement du crédit aux entreprises est redouté. Ce rationnement pourrait également concerner la zone euro, en particulier pour les crédits immobiliers des ménages. Un durcissement de l'accès aux crédits se traduit par une contraction de l'investissement et de la demande induisant assez rapidement une récession.

Les crédits immobiliers ont connu une forte progression tant aux États-Unis comme en zone euro. En 2021 et 2022, la croissance était de 7,5 % en rythme annuel aux États-Unis et de plus de 5 % en zone euro. Depuis la fin de l'année 2022, la croissance est inférieure à 5 % toujours en rythme annuel aux États-Unis et à 4 % en zone euro. Depuis le début de l'année 2023, une baisse de 0,5 % est constatée.

Cette baisse au niveau des crédits immobiliers est la conséquence de la hausse des taux d'intérêt nominaux et du durcissement de leurs conditions d'attribution. Au sein de la zone euro, les taux d'intérêt à taux fixe pour les ménages dépassent désormais, en moyenne, 3,6 %. Aux États-Unis, le taux d'intérêt des mortgages à 30 ans ont atteint plus de 6 %. En zone euro, les banques veillent à ce que les remboursements des emprunts immobiliers ne représentent pas plus de 30 % des revenus des ménages. L'étude de la BCE sur l'accès au crédit du premier trimestre 2023 souligne une baisse forte de la demande et des conditions d'accès nettement resserrés.

Aux États-Unis, la croissance des crédits aux entreprises s'est étiolée depuis le troisième trimestre 2022. Avec la crise des banques régionales, la production est étale.

Une contraction du crédit signifierait une baisse de l'investissement qui depuis deux ans portait la croissance. Aux États-Unis, depuis 2021, celui-ci augmentait de plus de 5 %. En zone euro, après une forte chute durant les confinements, un rebond a été enregistré mais qui en train de s'estomper rapidement. En France, l'investissement des entreprises était en recul au premier trimestre 2023.

La contraction de l'investissement est une mauvaise nouvelle pour la croissance d'autant plus qu'avec la résurgence de l'inflation, la consommation est bridée. Sa croissance est nulle tant en zone euro ou aux États-Unis. L'investissement a, en outre, un effet multiplicateur important sur la croissance.

Face à une réduction de l'accès aux crédits, les entreprises pourront essayer de se financer auprès des fonds d'investissement mais cela risque de générer des surcoûts. Cette possibilité ne concerne peu ou pas les PME et les TPE. La diminution de crédits de la part des ménages devrait se traduire par une baisse des prix de l'immobilier ainsi que par celle des transactions.



## D'HIER À DEMAIN

### Résilience de la croissance française

Dans son enquête de conjoncture du mois de mai, la Banque de France souligne que malgré l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, l'économie française se révèle résiliente.

### Une progression de l'activité dans tous les secteurs

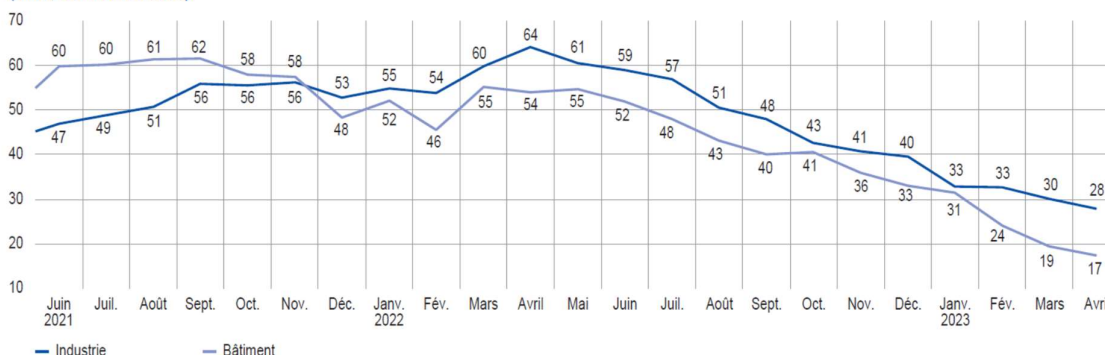
En avril, l'activité progresse dans l'industrie, à un rythme conforme aux anticipations formulées par les chefs d'entreprise au cours du mois dernier. Cette progression est forte dans la chimie et la pharmacie, ainsi que dans l'aéronautique et la fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques. Dans l'automobile et le caoutchouc-plastique, la production est néanmoins en légère baisse. Dans les services marchands, l'activité augmente toujours à un rythme toujours soutenu. Cette évolution concerne plus particulièrement la réparation automobile, l'édition, l'hébergement, les activités de loisirs et de services à la personne. L'intérim est, en revanche, en baisse. L'activité recule également dans le transport et l'entreposage. L'activité progresse faiblement dans le bâtiment. Elle reste plus dynamique que prévu dans le second œuvre et se contracte dans le gros œuvre, conformément aux anticipations des entrepreneurs.

En mai, selon les anticipations des entreprises, l'activité diminuerait dans l'industrie et le bâtiment et se stabiliserait dans les services. Des baisses d'activité sont craintes dans la métallurgie, ainsi que dans le caoutchouc-plastique et les équipements électriques. À l'inverse, dans les produits informatiques, électroniques et optiques, l'activité resterait toujours en hausse. Dans les services, la réparation automobile, le transport, l'entreposage, et l'intérim connaîtraient une décrue de l'activité. Pour les autres services, les dirigeants s'attendent à une progression de l'activité, notamment dans l'hôtellerie-restauration ainsi que dans la location automobile, le conseil en gestion et l'édition. Dans le bâtiment, les chefs d'entreprise anticipent un repli de l'activité dans le gros œuvre comme dans le second œuvre.

Pour la Banque de France, les difficultés d'approvisionnement sont toujours en diminution. En avril, elles concerneraient 28 % des entreprises dans l'industrie contre 30 % en mars. Les taux respectifs pour le bâtiment seraient de 17 % et 19 %.

#### Part des entreprises indiquant des difficultés d'approvisionnement

(en %, données brutes)



Source : Banque de France

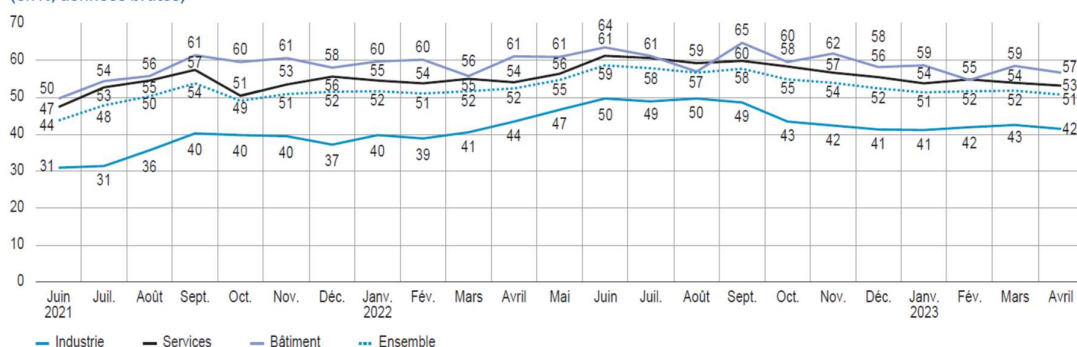


Les hausses des prix ralentiraient nettement dans l'industrie et le bâtiment. Pour la première fois depuis l'été 2020, le solde d'opinions sur les prix des matières premières est devenu négatif dans l'industrie. Quant à celui concernant les prix des produits finis, il est en nette baisse. Dans le bâtiment, les prix ralentissent également, la concurrence s'intensifiant dans un contexte d'anticipation d'une baisse de l'activité. Dans les services, le ralentissement des prix est plus graduel. 13 % des chefs d'entreprise déclarent avoir augmenté leurs prix de vente dans l'industrie en avril, contre 49% un an auparavant. Cette proportion est la plus basse pour un mois d'avril depuis 2019 (2020 excepté). Dans l'agro-alimentaire, elle atteint 19 % (contre 53 % en avril 2022). Dans le bâtiment, 23% des entreprises ont augmenté leurs prix ce mois-ci (65% en avril 2022). Dans les services, la proportion tombe à 19 %, contre 29 % en avril 2022. Les perspectives pour mai sous-entendent une nouvelle détente dans l'industrie (9 %), les services marchands (12 %), et le bâtiment (19 %)

Les difficultés de recrutement reculent légèrement en avril et concernent 51% des entreprises interrogées dans l'ensemble des secteurs.

#### Part des entreprises indiquant des difficultés de recrutement

(en %, données brutes)



Source :Banque de France

Pour le deuxième trimestre 2023, la Banque de France prévoit une croissance du PIB en France de + 0,2. Malgré la baisse attendue de l'activité dans le bâtiment, l'économie serait portée par l'industrie tirée à la hausse par la composante énergie.

#### La dette publique est-elle sans limite ?

En 2022, la dette publique mondiale a progressé de près de 8 %, selon la société de gestion Janus Henderson. Cette dette a atteint plus de 66 200 milliards de dollars (chiffre portant sur 37 pays représentant plus de 88 % du PIB mondial). Le montant de la dette publique a doublé par rapport à 2011. Il correspondait, en 2022, à 78 % du PIB, contre 79 % en 2021. Cette baisse s'explique par la croissance de l'économie et par l'inflation qui érode la valeur du capital emprunté. En 2025, la dette publique devrait dépasser 77 000 milliards d'euros.



En 2007, la dette publique est passée de moins de 70 % du PIB aux États-Unis et en zone euro, à respectivement 120 et 98 % en 2022. Cet emballement de la dette, provoqué par la succession de crises (subprimes, épidémie de Covid, Ukraine), a été rendu possible par les politiques monétaires accommodantes des banques centrales. Avec la résurgence de l'inflation, le niveau élevé des dettes publiques fait peser sur les États un risque financier non négligeable. Ces derniers doivent, après des années de charges de dette réduites, supporter la hausse des intérêts.

Avec la hausse des taux, les charges d'intérêts ont, en effet, augmenté de plus de 20 % l'an dernier. Le taux d'intérêt effectif, qui inclut les emprunts plus anciens et moins chers, est passé à 2,2 % en 2022, soit une hausse de près de 15 % par rapport à l'année précédente. En 2025, ce taux pourrait atteindre 3,8 %. Le coût des intérêts atteindra alors 2 800 milliards de dollars, soit 2,8 % du PIB mondial attendu.

Ces dernières années ont été marquées par les achats importants de dettes publiques par les banques centrales. Fin 2022, ces dernières affichaient à leur bilan 14 000 milliards de dollars de dette publique, soit 26 % du volume d'obligations souveraines en circulation, contre 29 % fin 2021. Les banques centrales ont décidé de réduire leur bilan en arrêtant leurs rachats et les réinvestissements au terme des obligations précédemment acquises. La Banque d'Angleterre a décidé de son côté d'aller au-delà en cédant des obligations publiques.

Les États-Unis sont les premiers emprunteurs mondiaux. En 2022, ils ont ainsi été à l'origine de 40 % des émissions de titres publics. Les remboursements des intérêts ont atteint, l'année dernière, 404,1 milliards de dollars, soit l'équivalent d'un tiers du budget de la Sécurité sociale du pays. La charge d'intérêt pourrait atteindre, en 2023, près de 800 milliards de dollars. La moitié de la dette américaine doit être refinancée d'ici à octobre 2025, soit bien plus que celles des autres pays de l'OCDE.

La France figure parmi les États qui devraient enregistrer une forte hausse du coût de leur dette publique. Selon les calculs de Janus Henderson, la hausse des taux a entraîné une augmentation de plus de 40 % des paiements d'intérêts sur la dette de la France d'ici 2025. Le rendement des obligations françaises à 10 ans est passé de 0,25 % début 2022 à 3 % en décembre 2022. Selon le ministère de l'Économie, la charge de la dette progressera de 66 % d'ici 2027. La France est appelée à refinancer 50 % de sa dette d'ici 2028. Cela interviendra en 2027 pour l'Allemagne, et en 2026 pour l'Italie.

### **L'inflation confirmée à 5,9 % en France**

En avril, selon l'INSEE, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,6 % sur un mois, après +0,9 % en mars. Les prix de l'énergie ont légèrement diminué (-0,7 % après +0,2 %), du fait d'une baisse des prix du gaz (-3,8 % après -0,4 %) et des produits pétroliers (-0,6 % après -0,4 %). Les prix de l'alimentation augmentent moins rapidement en avril qu'en mars (+0,6 % après +1,8 %), du fait notamment d'un repli des prix des produits frais (-2,9 % après +3,2 %). Les prix des produits manufacturés décélèrent aussi (+0,3 % après +1,5 %), tout comme ceux du tabac (+1,5 % après +7,6 %). À l'inverse, les prix des services accélèrent (+1,0 % après +0,1 %), du fait du



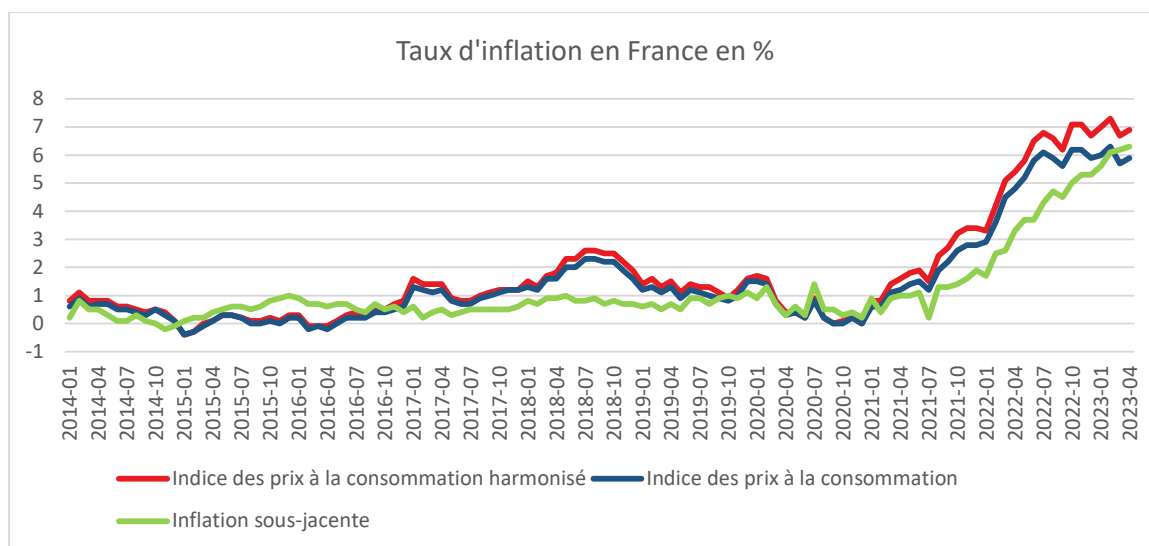
rebond des prix des services de transport (+8,1 % après -1,0 %) et de l'accélération de ceux des « autres services » (+0,8 % après +0,2 %).

Corrigés des variations saisonnières, les prix à la consommation augmentent de 0,6 % en avril 2023, après +0,3 % en mars.

Sur un an, les prix à la consommation augmentent de 5,9 % en avril 2023, après +5,7 % en mars. Cette hausse de l'inflation est notamment due à l'accélération des prix de l'énergie (+6,8 % après +4,9 %), des services (+3,2 % après +2,9 %) et du tabac (+9,4 % après +7,8 %). À l'inverse, les prix des produits manufacturés (+4,6 % après +4,8 %) et de l'alimentation (+15,0 % après +15,9 %) ralentissent.

L'inflation sous-jacente augmente sur un an, atteignant +6,3 % en avril 2023, après +6,2 % en mars.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) croît de 0,7 % en avril 2023 sur un mois, après +1,0 % le mois précédent. Sur un an, il augmente de 6,9 %, après +6,7 % en mars.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

## Le Royaume-Uni évite le surplace

Selon l'Office national des statistiques (ONS), la croissance du Royaume-Uni au premier trimestre a été de 0,1 %. Le PIB avait stagné au dernier trimestre 2022. Après une hausse de 0,5 % en janvier faisant suite à une contraction de 0,5 % en décembre dernier, le PIB a stagné en février puis a baissé de 0,3 % en mars. Le niveau du PIB trimestriel au 1er trimestre 2023 est désormais inférieur de 0,5 % à son niveau d'avant la crise sanitaire.

Le secteur de la construction a enregistré une progression de sa production de 0,7 % quand le secteur manufacturier a connu une hausse de la sienne de 0,5 %. Une hausse portée par le secteur des métaux et des produits métalliques (+0,5 %) et les produits



informatiques (+0,2 %). En revanche, les produits pharmaceutiques, qui avaient connu une nette croissance au dernier trimestre 2023 (+1,1 %), ont vu leur production reculer nettement (-0,4 %). Le secteur des services n'a progressé que de 0,1 % sur les trois premiers mois de 2023.

La consommation a quasiment stagné (+0,1 %) au premier trimestre, alors que les dépenses publiques ont reculé (-2,5 %). En revanche, l'investissement (formation brute de capital fixe) a augmenté de 1,3 %, en nette hausse par rapport au trimestre précédent (0,3 %). Le déficit extérieur s'est également légèrement amélioré (2,3 %).

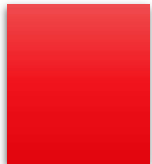
## LE COIN DES TENDANCES

### La dette et le précipice

Les querelles budgétaires sont consubstantielles aux démocraties. A travers l'histoire, elles sont à l'origine de conflits entre la majorité et l'opposition. Depuis quelques semaines, aux États-Unis, les Démocrates et les Républicains n'en jouent pas moins avec le feu en s'étripant sur le relèvement du plafond de la dette publique. Faute d'accord d'ici le 1<sup>er</sup> juin, les États-Unis pourraient être en situation de défaut de paiement. Janet Yellen, la Secrétaire d'État au Trésor, a déclaré que son département pourrait ne plus payer les factures des administrations publiques. Les investisseurs commencent à évaluer le risque de ce qui serait le tout premier défaut souverain américain depuis la guerre de Sécession.

Avec les taux d'intérêt faibles, les opposants à l'endettement étaient rangés, ces dix dernières années, dans la catégorie des « idiots du village » par les tenants de la théorie monétaire moderne qui invitaient les États à s'endetter. Avec l'épidémie de covid, ces derniers ont mis en pratique ce recours à l'endettement, en augmentant de plus de 10 points leurs dettes. L'espoir qu'un monde sans inflation puisse permettre le maintien des taux d'intérêt nuls voire négatifs a disparu avec le retour de cette dernière. Les taux d'intérêt sont désormais orientés à la hausse. Même s'ils demeurent négatifs en valeur réelle, le service de la dette des États est en augmentation. Le gouvernement japonais dépense plus de 8 % de son budget en intérêts.

L'endettement devrait se poursuivre, et le simple financement de la progression des dépenses de santé et de retraite lié au vieillissement devrait représenter 3 % du PIB d'ici 2030. Selon les évaluations de The Economist, le déficit public américain pourrait atteindre 7 % du PIB d'ici 2030, un niveau de déficit que les États-Unis n'ont pas connu en dehors des périodes de guerres et de crises économiques. Ce déficit tendanciel inquiète de moins en moins. Il y a une fatalité face à la dette publique tant aux États-Unis qu'en Europe. La Chine qui a longtemps critiqué le laxisme budgétaire occidental multiplie depuis quatre ans les politiques de soutien économique amenant à une progression rapide de son endettement. Pour les pays émergents, ce surcroît atteindrait 2 % du PIB. La Chine devra gérer d'ici 2035 plus de 420 millions de retraités sur une population totale de 1,3 milliard d'habitants. De nombreux États, devront par ailleurs faire face la forte hausse des dépenses militaires tout comme celles liées à la transition énergétique.



Les États entendent réduire leurs déficits publics avec beaucoup de modération. Censée diminuer les déficits publics, la loi américaine sur la réduction de l'inflation devrait, au contraire, les creuser. En octroyant des subventions sans limite aux entreprises investissant afin d'accélérer la transition énergétique, cette loi pourrait, selon Goldman Sachs, coûter 1 200 milliards de dollars, contre 391 milliards de dollars initialement prévu.

Le projet de loi visant à relever le plafond de la dette américaine, adopté par les républicains à la Chambre des représentants le 27 avril, est jugé irréaliste. Il plafonne les dépenses en 2024 à leur niveau de 2022, puis prévoit d'augmenter les budgets de 1 % par an. Plus du quart des dépenses auraient été occultées. Les dépenses de santé, de retraite et de défense n'auraient pas été intégrées dans le calcul.

En zone euro, le gouvernement allemand pense que ses partenaires pourront respecter des critères budgétaires visant à faire redescendre leurs dettes publiques en-dessous de 60 % du PIB. Avec une dette publique de plus de 150 % du PIB, l'Italie n'est pas prête à les appliquer, il en est de même pour la France. Les pouvoirs publics allemands souhaitent rassurer son opinion publique mais nul n' imagine dans les faits qu'il soit crédible en matière budgétaire à l'encontre de l'Italie, de l'Espagne ou de la France.

La Chine suit le mouvement général en s'endettant. Elle masque une partie des déficits publics dans des véhicules de financement opaques. Les collectivités locales pratiquent « le shadow banking » sans limite. En intégrant toutes les dettes publiques directes et indirectes, le montant total dépasse 120 % du PIB et pourrait atteindre, selon le FMI, 150 % d'ici 2027. Le gouvernement chinois a besoin d'un fort taux d'épargne des ménages et du maintien d'un fort excédent commercial. Cette situation rend compliqué le rééquilibrage intérieur de la demande.

Si la hausse des taux se poursuit, les États n'auront pas d'autres solutions que d'augmenter les impôts. Aux États-Unis, l'introduction de la TVA pourrait être imaginée. En Chine, le gouvernement pourrait instaurer la taxe foncière promise de longue date. L'instauration d'une taxe carbone pourrait également s'imposer dans de nombreux pays.

L'endettement de tous les États constitue-t-il une bonne nouvelle ? Si l'erreur est commune, elle sera peut-être moins lourde à porter. Dans le passé, le surendettement a toujours été sanctionné mais il n'était pas aussi pratiqué de manière uniforme. La question est de savoir si tous les États courent vers le précipice ou si la vitesse acquise permettra de l'éviter....

### **Les États-Unis face au 20<sup>e</sup> « shutdown » de leur histoire**

Sur un mur de Manhattan, non loin de Times Square, l'horloge de la dette américaine égrène les milliards de dollars. Elle est passée de 3 000 milliards de dollars lors de son inauguration en 1989 à plus de 31 000 milliards de dollars aujourd'hui. Aux États-Unis, le gouvernement ne peut pas s'endetter au-delà d'un plafond, fixé par le Congrès. Le plafond actuel de la dette brute est de 31 400 milliards de dollars, soit l'équivalent de 117 % du PIB. Ce montant devrait être atteint dans les prochains jours. Le 1<sup>er</sup> juin, sauf



adoption d'une loi relevant le plafond, les États-Unis connaîtront un nouveau « shutdown » ou, pire, un défaut de paiement sur la dette.

Les États-Unis, depuis 1977, ont connu 19 « shutdown ». Si le 20<sup>e</sup> survient prochainement, le gouvernement américain sera alors en incapacité de payer son administration. Les fonctionnaires qui ne sont pas essentiels seront mis au chômage technique et les agences fédérales paralysées. Plus de 850 000 employés fédéraux seront ainsi en congés sans solde. Ils n'auront pas le droit de travailler même bénévolement sous peine de poursuites. Les musées et les services fiscaux seront fermés. Les militaires continueront de travailler mais ne seront pas payés. Généralement, quand le « shutdown » prend fin, les fonctionnaires qui ont continué à travailler sont payés rétroactivement. La durée moyenne d'un shutdown est de quelques jours, le temps pour le Congrès d'adopter le projet de loi de relèvement du plafond. Cette paralysie de l'administration américaine n'est pas sans conséquence sur la croissance. La perte de production est évaluée à plusieurs milliards de dollars. Bill Clinton détient le record de durée pour un « shutdown », 7 jours du 14 au 19 novembre 1995 puis 21 jours du 15 décembre au 6 janvier 1996 (21 jours), soit 28 jours au total. Ronald Reagan détient le nombre record de « shutdown », à savoir huit durant ses deux mandats (1981-1989). Le dernier date de 2017 lors du le premier anniversaire de Donald Trump à la Maison Blanche.

Les shutdown ont tendance à se multiplier à proximité des échéances électorales et en période de cohabitation, ce qui est le cas actuellement avec une Chambre des Représentants contrôlés par les Républicains.

Les États-Unis pourraient, à compter de juin, être confrontés à un défaut souverain, qui saperait la confiance dans le système financier le plus important du monde. Ce précédent serait susceptible de provoquer une hausse des taux et accroître les difficultés rencontrées par les banques américaines. L'onde choc sur l'ensemble des places financières pourrait être importante.

Avec les États-Unis, le Danemark est un des rares pays de l'OCDE à avoir fixé un plafond de dettes publiques. La signature de ces États dépend d'une décision politique pouvant aboutir à une banqueroute générale. Afin d'éviter un nouveau shutdown, le Congrès américain est invité à discuter et à adopter la proposition de loi de Kevin McCarthy, président républicain de la Chambre des représentants, qui vise à reporter le plafond jusqu'en 2024 tout en réduisant de plusieurs milliards de dollars le montant des dépenses au cours de la prochaine décennie. Cette proposition de loi entend réduire les crédits destinés à la lutte contre le changement climatique ce qui a provoqué l'opposition des démocrates. Le projet de loi a été ainsi adopté par la Chambre contrôlée par les républicains le 27 avril dernier, mais pas par le Sénat dont la majorité est démocrate. Pour surmonter ce problème, les démocrates à la Chambre proposent l'adoption d'une pétition de décharge, permettant une simple augmentation du plafond. Son adoption suppose un vote en sa faveur de cinq Républicains. Or avant une année électorale, peu de membres républicains de la Chambre des Représentants souhaitent prendre ce risque de se désolidariser de leur parti.



Les États-Unis connaissent un déficit structurel important. Sans la force du dollar et la puissance économique du pays, l'État ne pourrait pas poursuivre son processus d'endettement. Au cours du dernier demi-siècle, le déficit fédéral américain a atteint en moyenne 3,5 % du PIB par an. Dans sa dernière mise à jour en février, le Congressional Budget Office (CBO), prévoit que le déficit américain serait en moyenne de 6,1 % par an au cours de la prochaine décennie. D'autres instituts évaluent le déficit moyen plutôt autour de 7 points de PIB. Les Républicains estiment que les Démocrates mettent en danger les finances publiques avec l'*Inflation Reduction Act* qui pourrait aboutir à une augmentation des dépenses publiques de 1 200 milliards de dollars, ces dépenses visant à soutenir la transition énergétique du pays.

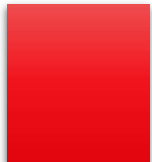
Dans son estimation, le CBO a retenu le principe que les réductions d'impôts décidées par Donald Trump en 2015 tomberont en 2025. Or il est fort probable qu'elles soient reconduites. Outre son plan de lutte contre le réchauffement climatique, Joe Biden entend annuler une partie de la dette étudiante qui serait ainsi reprise par l'État.

Avec le vieillissement de la population, la tendance du déficit est plutôt 7 voire 8 % en 2040 que 3 % annoncés. D'ici le milieu du siècle, la dette publique pourrait atteindre 250 points de PIB, contre 117 % actuellement. L'horloge de Manhattan devra alors être changer pour passer de 14 à 15 chiffres.

La hausse des taux d'intérêt ne fera que compliquer la situation. Début 2022, le CBO prévoyait des taux d'intérêt à trois mois de 2 % en moyenne pour les trois prochaines années. Il a corrigé cette prévision à 3,3 % à la fin du mois d'avril dernier. Quand sur ces cinq dernières décennies, le service de la dette représentait la moitié des dépenses du ministère de la défense, il pourrait en représenter plus d'un tiers d'ici 2033. Les États-Unis ont besoin des capitaux extérieurs pour financer leur dette et leur économie. Les investisseurs pourraient exiger des taux plus élevés au regard des risques encourus.

Les États-Unis pourraient être amenés à faire des économies budgétaires comme les autres pays de l'OCDE. Or, comme ces derniers, la protection sociale est responsable de la grande partie des dépenses. Les dépenses publiques annuelles en faveur des personnes âgées seront équivalentes à toutes les dépenses consacrées à l'éducation, à l'environnement, à la défense nationale, aux sciences et aux transports d'ici 2033. Sans relèvements des impôts et cotisations, les organismes de protection sociales risquent de ne plus pouvoir faire face aux dépenses d'ici 2030.

Comme en France, les responsables publics américains ont répété depuis trente ans que les États-Unis n'étaient pas en faillite et que le pays était riche. Les réformes les plus difficiles ont été reportées faute de consensus. L'âpreté du combat politique depuis l'élection de Bill Clinton empêche l'adoption de mesures impopulaires. En période de cohabitation, les membres de la majorité à la Chambre des Représentants ne prennent pas le risque de prendre des mesures qui pourraient leur être reprochées au moment des élections. La durée courte des mandats n'incite guère à l'impopularité. Au fil des années, les Républicains ont appris qu'il est toxique de réduire les droits, tandis que les démocrates ont appris à éviter les hausses d'impôts. Le résultat de cette impasse est une augmentation sans fin des déficits.



## **Le monde impitoyable du football**

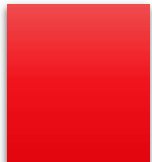
Le football fascine, attire les fortunes plus ou moins bien gagnées. Le film « le corps de mon ennemi » d'Henri Verneuil de 1976 relatait déjà les passions parfois sombres que pouvaient générer le football dans une ville du Nord de la France, passions associant dirigeants d'entreprises, élus et parfois représentants du milieu. Depuis cinquante ans, ce sport bénéficie de flux financiers croissants. En Europe, les clubs appartiennent de plus en plus à des investisseurs étrangers à la recherche de reconnaissance et de pouvoir d'influence.

### **Des clubs de plus en plus internationalisés**

Plus de la moitié des clubs français de la Ligue 1 sont détenus par des investisseurs étrangers. Le passage sous contrôle étranger concerne de grands clubs comme des clubs plus modestes. Le PSG illustre la transformation du monde du football en France, transformation qui a été également constatée dans d'autres pays d'Europe dont notamment au Royaume-Uni. Le PSG, créé en 1970, notamment par Daniel Hechter qui en fut le premier Président a été racheté en 1991 par Canal + qui le revend, en 2006, à un fond américain Colony Capital qui le cède, en 2011, à Qatar Sports Investments (QSI), une filiale du fonds souverain qatarien Qatar Investment Authority (QIA).

Parmi les autres clubs passés sous contrôle étranger, il faut citer l'Olympique lyonnais racheté récemment par l'Américain John Textor. Ce dernier est également propriétaire des clubs de Botafogo (Brésil) et de Molenbeek (Belgique). Il possède 40 % du capital de Crystal Palace (Angleterre). Clermont est la propriété du Suisse Ahmet Schaefer depuis 2019. Outre le Clermont Foot, l'homme d'affaires est propriétaire du club de Lustenau (Autriche). En 2020, Toulouse a été racheté par le fonds américain RedBird Capital. En 2019, le club de Nice est passé sous le contrôle du pétrochimiste britannique Ineos, dirigé par le milliardaire Jim Ratcliffe, qui a dépensé 100 millions d'euros pour l'acquérir. Outre l'OGC Nice, son groupe détient le FC Lausanne (en Suisse), l'équipe cycliste professionnelle Ineos Grenadier ainsi qu'un tiers des parts de l'écurie de Formule 1 Mercedes-AMG Petronas. L'Olympique de Marseille est la propriété de l'homme d'affaires américain Frank McCourt qui a fait fortune dans l'immobilier aux États-Unis. Le club lillois, le LOSC, appartient au fonds luxembourgeois Merlyn Partners. L'AJ Auxerre est la propriété du Chinois James Zhou qui a fait fortune dans l'industrie de l'emballage et a racheté le club en 2016. En 2011, la principauté de Monaco a accepté de céder le contrôle du club, en l'occurrence au milliardaire russe, Dmitri Rybolovlev. L'homme d'affaires, qui a fait fortune dans la potasse, possède 66,67 % des parts de l'AS Monaco, le reste étant détenu par l'exécutif monégasque. Dmitri Rybolovlev qui a des relations distancées avec son pays d'origine, a réussi à ne pas être concerné par les sanctions prises à l'encontre des ressortissants russes. Depuis 2020, l'Estac est majoritairement détenue par City Football Group (CFG), contrôlé un fonds de private equity proche de la famille royale d'Abu Dhabi.

Quelques grands clubs sont restés contrôlés par des capitaux français. Lens est ainsi contrôlé, depuis 2016, par le franco-libanais Joseph Oughourlian qui a fondé le fonds d'investissement Amber Capital. Outre le RC Lens, le dirigeant est actionnaire majoritaire du Calcio Padova (Italie), du Millonarios de Bogota (Colombie), et minoritaire du Real Saragosse (Espagne). Le Stade brestois est dirigé depuis 2016 par Denis Le



Saint, propriétaire du club en compagnie de son frère Gérard. Les deux frères gèrent une entreprise familiale spécialisée dans la distribution de fruits et légumes, produits de la mer, viandes et surgelés. Depuis 2007, le FC Nantes est détenu par l'homme d'affaires franco-polonais Waldemar Kita. Ce dernier a notamment cofondé Corneal, entreprise spécialisée dans l'ophtalmologie qu'il a revendue par la suite. Il dirige depuis les laboratoires Vivacy. Le club de Lorient est contrôlé par Loic Féry, depuis 2009. Il est le dirigeant de Chenavari Investment managers, une société de gestion d'actifs spécialisée dans les marchés de crédit et de financement. Le SCO Angers est aux mains de Saïd Chabanne, homme d'affaires franco-algérien et fondateur du groupe Cosnelle, spécialisé dans le négoce de charcuterie. Racheté par Louis Nicollin, il y a plus de quarante ans, le Montpellier Hérault Sport Club (MHSC) demeure dans le patrimoine familial depuis son décès, en 2017. Le club est présidé par son fils Laurent Nicollin, également codirigeant du groupe Nicollin spécialisé dans la gestion des déchets avec son frère Olivier. Revenu en quelques années du monde amateur après une relégation administrative, le Racing Club de Strasbourg est détenu par plusieurs actionnaires « historiques » ainsi que par Marc Keller, ex-joueur du club et désormais président. Le Stade Rennais est contrôlé par Artémis, la holding patrimoniale de la famille Pinault qui dirige le groupe de luxe Kering. Le Stade de Reims possède plusieurs actionnaires, dont deux principaux : Jean-Pierre Caillot, dirigeant d'une entreprise de transport, et Didier Perrin propriétaire d'une agence de publicité. Les maisons de champagne Thiénot et Taittinger possèdent également des parts. L'ACA, le club d'Ajaccio, le plus petit budget de la Ligue 1, est la propriété de la holding Ajaccio Imperial Corse Investissement, présidé par Alain Orsoni et qui rassemble des responsables économiques de l'Île.

Des clubs de Ligue 2 ont également fait l'objet de rachats par des fonds étrangers. Bordeaux appartient ainsi à l'homme d'affaires hispano-luxembourgeois Gerard Lopez, qui a racheté le club au fonds américain King Street, actionnaire du club entre 2018 et 2021. Le fonds d'investissements américain Oaktree et le producteur français Pierre-Antoine Capton ont racheté 100 % des parts du club de Caen en septembre 2020. L'homme d'affaires américain Vincent Volpe est devenu président et actionnaire du club du Havre. Le club sochalien, longtemps propriété de Peugeot est contrôlé par des capitaux chinois (groupe immobilier chinois Nenking). Dans la catégorie inférieure, la Nationale, deux clubs historiques français sont détenus par des capitaux étrangers : le club parisien, le Red Star cédé en mai 2022 à 100% au fonds d'investissements américain « 777 Partners », pour un montant s'élevant à 15 millions d'euros et l'AS Nancy Lorraine, contrôlé par le groupe d'investisseurs Partners Path Capital, comprenant le Sino-Américain Chien Lee, ancien actionnaire de Nice.

L'internationalisation du monde de football n'est pas de loin une spécificité française. Le championnat britannique a été précurseur en la matière. Seize des vingt clubs de la Premier League anglaise en 2022-23 sont contrôlés par des capitaux étrangers. Ce championnat qui est un des plus regardés au monde attire depuis quarante ans les fortunes étrangères. Un tiers des clubs sont aux mains d'investisseurs américains (Arsenal, Bournemouth, Chelsea, Crystal Palace, Liverpool et Manchester United, Fulham). Derrière, dix autres nationalités sont également représentées. Des propriétaires du Golfe (Manchester City, Newcastle) et un Chinois (Wolverhampton), mais également un Égyptien (Aston Villa), un Iranien (Everton), un Grec (Nottingham Forest), un Italien (Leeds), un Thaïlandais (Leicester), ou un Serbe (Southampton).



Seuls Brentford, Brighton, Tottenham et West Ham sont contrôlés par des structures britanniques. En Italie, plusieurs clubs comme Milan ou Parme sont contrôlés par des capitaux étrangers. Tout comme en Espagne, l'état dégradé des finances des clubs impose de plus en plus le recours à des actionnaires étrangers. En Espagne, le groupe Chinois Wanda, spécialiste de l'immobilier, est entré au capital de l'Atlético Madrid. Le fonds de Singapour Meriton a pris, de son côté, le contrôle du FC Valence. Le Real Madrid et le FC Barcelone, ont préféré nouer des partenariats les fonds d'Abu Dhabi et du Qatar respectivement. En Allemagne, la législation freine les achats par des étrangers qui doivent s'associer avec des actionnaires locaux qui doivent posséder plus de la moitié du capital (règle 50+1).

Les investisseurs qui interviennent dans le monde du football ont de plus en plus des stratégies internationales. La société d'Abu Dhabi, CFG, propriétaire de Toulouse et de Manchester City, a progressivement construit un réseau d'une dizaine de clubs passant par les États-Unis (New York City FC), l'Australie (Melbourne City FC), l'Italie (Palermo FC), l'Espagne (Girona FC) ou l'Inde (Mumbai City FC). Le Prince saoudien Abdallah ben Moussaed et son United World Group ont racheté en mars 2021 le club de Chateauroux et possèdent quatre autres équipes : Sheffield United (Premier League), Beerschot (D1 belge), Kerala FC (D2 indienne) et Al Hilal United (D2 émiratie). Le fonds d'investissement RedBird Capital Partners, qui détient le Toulouse FC, possède également l'AC Milan, cette dernière acquisition ayant coûté plus de 1,2 milliard d'euros. La présence dans plusieurs clubs permet de mutualiser les risques. Ces derniers sont de plus en plus gérés comme des créateurs d'événements. Le PSG s'offre ainsi des tournées en Asie, aux États-Unis ou au Moyen Orient.

### **Une progression exponentielle des dépenses**

Si les budgets des clubs professionnels français ont augmenté au fil des ans, l'arrivée progressive des investisseurs étrangers a accéléré le phénomène. Le football a toujours été un sport business. Dans les années 1950, même en troisième division, les joueurs réputés amateurs étaient payés sous forme d'emplois fictifs par des entreprises locales. Avec la montée en puissance médiatique de ce sport, les sommes en jeu ont connu une forte croissance. Auparavant les transferts internationaux de joueurs étaient rares et limités à quelques vedettes, Kopa, Fontaine, Cruyff. A partir de Platini et surtout avec la fin de la limitation en Europe du nombre de joueurs étrangers par club, ils sont devenus légions. Le montant des transferts a dépassé, en 2017, 200 millions d'euros avec Neymar quand celui de Johan Cruyff avait atteint en 1973 un million d'euros. Au niveau des salaires, l'évolution est tout aussi impressionnante. Kylian Mbappé a signé un contrat avec le PSG prévoyant une rémunération de 6 millions d'euros. En 1980, Platini gagnait 300 000 euros annuel à la Juventus, ce qui était considéré comme un salaire élevé à l'époque. En tenant compte de l'inflation, ce montant correspondrait à une somme d'un million d'euros aujourd'hui. Ainsi Mbappé gagne, en euros constants, six fois plus que Platini.

Le budget additionné des clubs de Ligue 1 en l'an 2000 était de 915 millions d'euros, contre près de 2,4 milliards d'euros en 2022. Les capitaux étrangers représentent trois quarts du budget total des clubs de Ligue 1. Le budget moyen des clubs est ainsi passé en Ligue 1, 52 millions d'euros en 2011 à 116 millions d'euros en 2022. L'arrivée de capitaux étrangers ont accru les écarts entre les clubs le plus huppés et les plus



modestes. Le budget du Paris Saint-Germain pour la saison 2022/2023 dépasse 700 millions et représente 30 % de l'ensemble des budgets des 20 clubs de Ligue 1. Les suivants, Olympique de Marseille, Olympique Lyonnais et AS Monaco ont des budgets évoluant entre 240 et 250 millions d'euros. Huit clubs ont un budget inférieur à 50 millions d'euros. Le club ajaccien, l'ACA a le plus petit budget de Ligue 1 (22 millions d'euros). Les six premiers clubs en termes de budget sont contrôlés par des capitaux étrangers. A la fin de la 34<sup>e</sup> journée de la saison 2022/2023, les cinq premiers clubs sont également détenus par des étrangers. Rennes qui est 6<sup>e</sup> est le premier club dont le capital est majoritairement détenu par des actionnaires français.

### **Le football un placement à risques**

Le retour sur investissement dans le football est aléatoire et rarement financier. Les motivations pour les apporteurs de capitaux sont multiples sont avant tout la notoriété, et l'influence même si cela n'interdit pas l'espoir de réaliser quelques bonnes affaires. L'arrivée des capitaux étrangers a abouti à une forte augmentation des recettes. Ainsi, en 2011, celles-ci ne dépassaient pas 100 millions d'euros au PSG. Elles s'élevaient à plus de 560 millions d'euros en 2022. En une dizaine d'années, les droits télévisés ont connu une progression exponentielle. En 1999, les droits télé de la ligue 1 étaient de 900 millions d'euros ; en 2019, ils ont dépassé le milliard d'euros. Durant la même période, les droits de la Ligue 2 ont été également multiplié par trois. Les recettes dérivés (sponsoring, merchandising) ont connu un essor sans précédent. Au PSG, elles représentent plus de la moitié des entrées. Le PSG vend ainsi plus d'un million de maillots contre 80 000 en 2011. Il a également comme d'autres clubs émis des NFT sur la blockchain. De plus en plus de clubs réalisent des partenariats, que ce soit avec des éditeurs de jeux vidéo, des marques de luxe ou des organisateurs d'événements. Une collection de vêtements avait été, en 2017, signée à la fois par le PSG et les Rolling Stones à l'occasion de la venue de ces derniers à Paris pour un concert.

Les stars du ballon génèrent des activités économiques multiples dont une partie est captée par les clubs que ce soit avec le merchandising ou les droits à l'image. Ces derniers peuvent donner lieu à des conflits avec les joueurs et leurs agents (exemple MBappé avec l'équipe de France et le PSG). Par ailleurs, le football est au cœur de la société de la communication et de l'information. Des milliers de sites, de blogs, de pages sur les réseaux sociaux relaient véritables et fausses informations afin de réaliser du buzz et générer des recettes. Cet univers associant journalistes, bloggeurs, influenceurs, fans, est obscure tant en ce qui concerne la véracité des informations que sur les ressources qu'il engendre.

### **Des clubs de football, des entreprises financières**

Les clubs de football sont des entreprises qui donnent lieu à des valorisations. Celle-ci dépend de la valeur marchande et footballistique des joueurs, du potentiel économique du club et de l'image de ce dernier.

Selon Forbes, en 2022, le Real Madrid est le club donnant lieu à la plus forte valorisation (5,1 milliards d'euros). Détenant le record de coupes d'Europe gagnés, ce club génère depuis deux ans des bénéfices (200 millions d'euros). Il devance le FC Barcelone (5 milliards d'euros) et Manchester United (4,6 milliards d'euros). Le PSG est 7<sup>e</sup> avec une



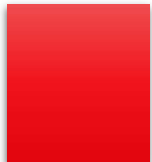
valorisation de 3,2 milliards d'euros. Le club de la capitale est pénalisé par sa non-possession du Parc des Princes qui appartient à la Ville de Paris. Par ailleurs, ce stade est plus petit que celui des clubs concurrents (47 000 places contre par exemple 81 000 pour le stade Santiago-Bernabéu du Real de Madrid et 76 000 pour le stade Old Trafford du Manchester United). Une valorisation importante permet au club d'accéder à des ressources de financement à meilleurs coûts. FC Barcelone a ainsi mis en avant sa capitalisation pour assurer le financement de la restauration de son stade.

Ces valorisations subjectives ne sont pas celles retenues dans le cadre des rachats des clubs par des investisseurs. Ainsi, le PSG serait évalué à 4 milliards d'euros. QSI l'avait acheté 70 millions en 2011. Roman Abramovitch a de son côté vendu 5 milliards d'euros le club de Chelsea acheté 140 millions d'euros en 2003. Les actifs certains des clubs sont bien moins importants que la valorisation fondée sur la valeur marchande des joueurs, valeur qui peut être remise en cause par les résultats ou les éventuelles blessures.

Dans les années 2000, des clubs ont essayé de trouver des sources de financement auprès des marchés financiers en se faisant coter. En 2003, 37 clubs européens, principalement anglais, étaient ainsi inscrits à la bourse. En 2022, il n'en reste que quelques-uns parmi les grands clubs : le Borussia Dortmund en Allemagne depuis novembre 2000, l'Olympique Lyonnais en France depuis février 2007 ainsi que trois clubs italiens, la Juventus de Turin (2001) qui a rejoint l'AS Roma (2000), la Lazio de Rome (1998), Ajax d'Amsterdam, Fenerbahçe Sportif Himzet, Galatasaray, Trabzonspor Sportif Yatir, Besiktas, Sport Lisboa E Benfica de Lisbonne, Futebol Clube Do Porto Sporting, Sporting Braga, etc. Les investisseurs séduits dans un premier temps se sont révélés plus rares dans un second compte des incertitudes qui pèsent sur ce type d'activité. La cotation en bourse exige une grande transparence financière ce qui n'est pas une pratique courante dans le milieu du football. Par ailleurs, les repreneurs entendent avoir les mains libres et ne pas dépendre d'actionnaires, ce qui explique que certains clubs ne soient plus cotés.

A défaut de chercher en bourse des actionnaires, les clubs peuvent ouvrir leur capital comme entend le faire QSI avec le PSG. Le Président Nasser Al-Khelaïfi étudierait la possible arrivée au capital à hauteur de 10 à 15 % de deux fonds américains. L'objectif serait d'avoir une nouvelle source de financement et faciliter la création d'une marque mondiale.

Les clubs de football sont devenus des marques qui génèrent de multiples recettes et d'importantes pertes. Les clubs de Ligue 1, en France, ont enregistré une perte cumulée de 600 millions d'euros en 2022, dont 370 pour le seul PSG. Au niveau européen, la pandémie aurait provoqué 7 milliards d'euros de perte pour l'ensemble des clubs de football. En 2021, après le départ de Messi, le FC Barcelone a accusé une perte de plus de 400 millions d'euros. De nombreux clubs de football sont ainsi fortement endettés. Ils ne peuvent survivre que grâce aux apports de leurs propriétaires mécènes. La dette de Tottenham dépasse un milliard d'euros, celle du Real Madrid, 967 millions d'euros et celle de Barcelone, 841 millions d'euros. Le PSG arrive en 10<sup>e</sup> position avec 90 millions d'euros.



Qu'est ce qui fait courir les investisseurs derrière le ballon ? L'achat d'un club relève de l'influence et de l'image. Le Qatar qui a investi depuis 2011 plus de 1,4 milliard d'euros dans le PSG a sans nul doute pris en compte les retombées sportives et diplomatique dans la perspective du Mondial de 2022. Le Qatar est lié par de nombreux accords à la France et au Royaume-Uni, pays dans lequel il est également footballistiquement présent. Le PSG sert de vecteur de communication internationale à ce pays. Ces retombées sont fragiles. Elles dépendent du parcours sportif du club et du comportement des joueurs. La stratégie d'influence n'est pas sans limite comme en témoignent les relations de plus en plus conflictuelles entre le Qatar et la mairie de Paris.



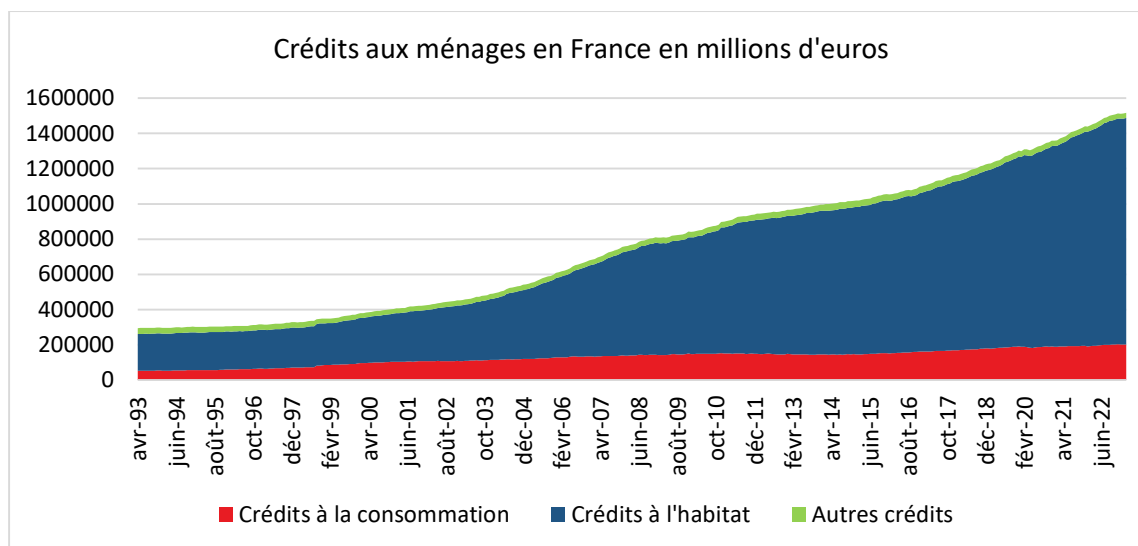
## LE COIN DES GRAPHIQUES

### Stabilisation de l'endettement des ménages

Selon la Banque de France, l'endettement des ménages français a atteint 1 516 milliards d'euros à fin mars. L'encours des crédits à l'habitat s'élevait à 1 285 milliards d'euros et celui des crédits à la consommation à 202 milliards d'euros.

En mars, selon la Banque de France, le flux des nouveaux crédits à l'habitat (corrigé des variations saisonnières) s'est élevé à 14,4 milliards d'euros (12,2 milliards d'euros hors renégociation). Le taux de croissance annuel des encours de crédit à l'habitat est de +4,5 % en mars 2023 (après +4,8% en février). Le crédit immobilier reste en France plus abondant et moins cher que chez ses voisins européens. Le taux de croissance des crédits à la consommation ralentit légèrement en mars, à +3,8 % après +4,0 % en février.

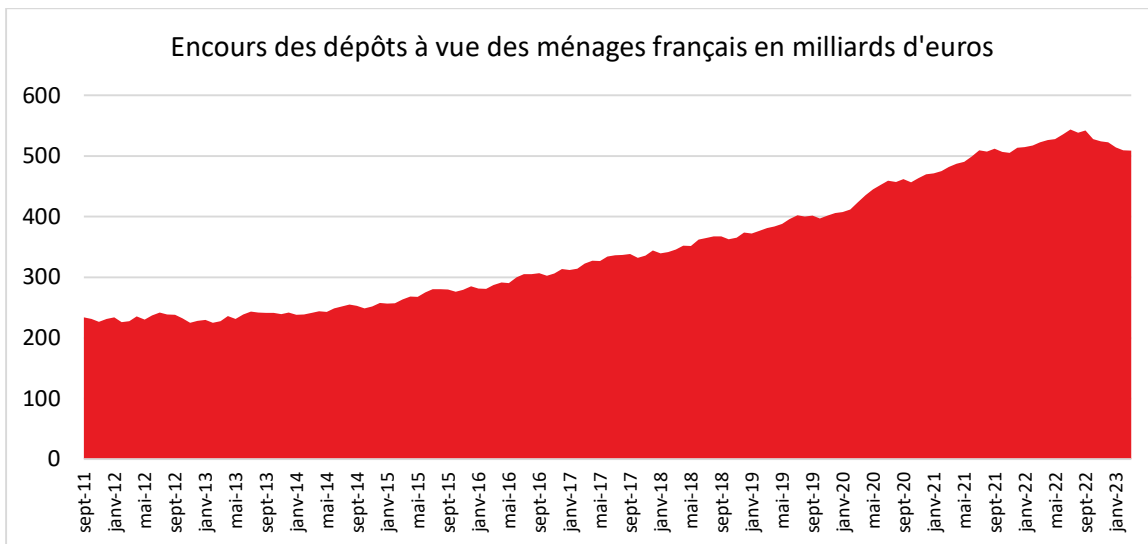
Le taux effectif des prêts au sens étroit -TESE-, c'est-à-dire hors frais et assurances, ressort quant à lui à 2,56 %.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

### Les dépôts à vue stabilisés à 508 milliards d'euros

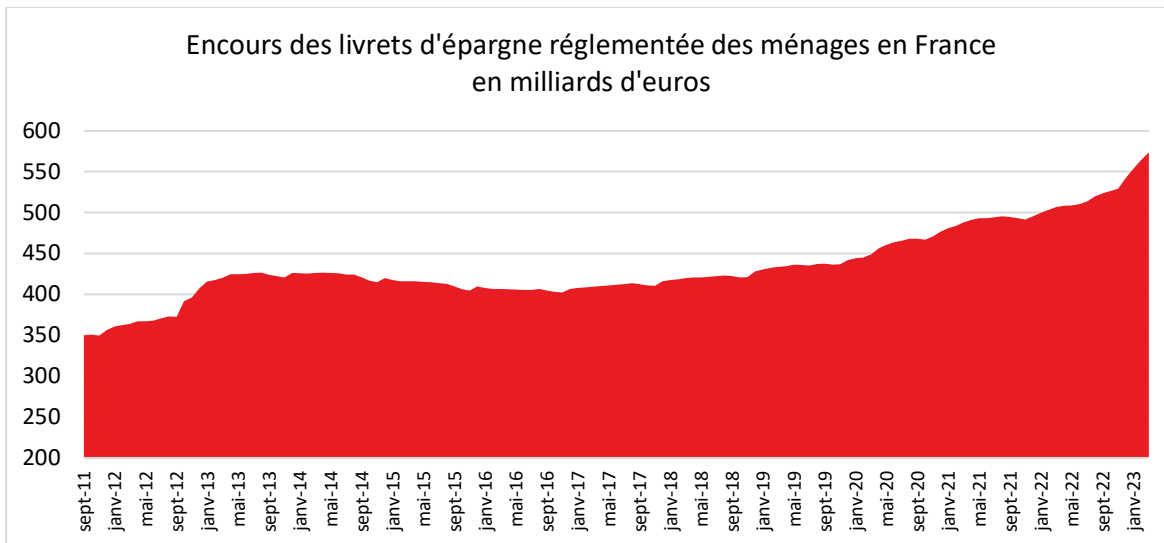
À la fin du premier trimestre, l'encours des dépôts à vue des ménages français s'élevait 508,7 milliards d'euros, stable ou presque par rapport à février (509,6 milliards d'euros). Sur les trois premiers mois de l'année, l'encours a diminué de 14,1 milliards d'euros. Il reste néanmoins supérieur de 102,4 milliards d'euros par rapport à son niveau de fin décembre 2019 avant la crise sanitaire.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

### L'épargne réglementée des ménages au plus haut

L'encours de l'épargne réglementée détenue par les ménages a progressé de 31,5 milliards d'euros durant le premier trimestre 2023 pour atteindre 573,6 milliards d'euros. Cette progression s'explique par la forte collecte du Livret A et du LDDS en lien avec la hausse de leur taux de rémunération.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



## LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

### Lundi 15 mai

Eurostat publiera, les résultats à fin mars de la **Production industrielle** dans la **zone euro** et l'**Union européenne**. Le total des **Avoirs de Réserve** à la **BCE** fin avril sera communiqué.

En **France**, la Direction général du trésor publiera les montants des **réserves nettes de change** à fin avril.

En **Allemagne**, l'**indice WPI** des prix de gros d'avril sera publié.

Au **Japon**, l'indicateur **Prix à la production** et l'**indice des prix de gros CGPI** d'avril seront disponibles.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter l'**indice Empire State Fed de New York** de mai et de suivre l'évolution en mars des **achats nets de titres par les non-résidents**.

### Mardi 16 mai

Une estimation rapide du **PIB et de l'emploi - UE et zone euro** au premier trimestre sera rendue publique. Il sera également possible de suivre l'évolution du **commerce international de biens** dans les deux zones en mars.

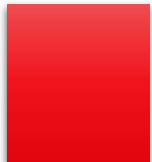
En **Allemagne** et pour l'**Union européenne**, l'**indice ZEW du climat économique** de mai sera disponible.

En **France**, l'INSEE relayera les chiffres du premier trimestre 2023 du ministère de la Transition écologique et de la Cohésion des territoires relatifs à la **commercialisation de logements neufs** (ventes aux particuliers et ventes aux institutionnels). Il sera également possible de suivre l'évolution sur le premier trimestre 2023 de la **fréquentation touristique dans les hôtels, campings et autres hébergements collectifs touristiques**.

Au **Royaume-Uni**, le **taux de chômage** et les chiffres des **inscriptions au chômage** en avril seront publiés. Il sera également possible de suivre l'évolution du **salaire moyen** (avec et sans prise en compte des bonus) en mars.

Les chiffres définitifs de l'**inflation** d'avril en **Italie** seront disponibles.

Aux **États-Unis**, les statistiques de mars relatives aux **stocks des entreprises** et celles d'avril concernant l'**utilisation des capacités**, de la **production industrielle** et des **ventes au détail** seront rendues publiques. Il sera également possible de consulter l'**indice NAHB dans l'immobilier** de mai.



En **Chine**, il sera possible de suivre l'évolution en avril de **l'investissement en immobilisations**, des **ventes au détail** et de la **production industrielle**. Le **taux de chômage** à fin avril sera communiqué.

### **Mercredi 17 mai**

En **France**, les données du **chômage au sens du BIT** et **indicateurs sur le marché du travail (résultats de l'enquête emploi)** au premier trimestre 2023 seront rendus publics.

Les résultats de **l'Inflation (IPCH)** en avril dans la **zone euro** seront disponibles.

Au **Japon**, les données à fin mars de la **production industrielle** et de **l'utilisation des capacités** seront diffusées. Les chiffres de la **croissance** enregistrée au premier trimestre seront également disponibles.

Au **Royaume-Uni**, les données définitives de **l'inflation** en avril seront publiées.

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

Aux **États-Unis**, les chiffres d'avril des **mises en chantiers** et des **permis de construire** seront communiqués.

Les données à fin avril des **immatriculations de voitures** seront rendues publiques pour le **Royaume-Uni**, **l'Italie**, **la France**, **l'Allemagne**.

### **Jeudi 18 mai**

La **BCE** publiera pour la zone euro, le niveau des **comptes courants** à fin mars et un **compte rendu de la politique monétaire** en mai.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter les résultats de **l'enquête de la Fed de Philadelphie** pour le mois de mai. L'indicateur Avancé US et les données des **ventes de logements existants** en avril seront disponibles.

Au **Japon**, les résultats des **exportations**, des **importations** et de la **balance commerciale** sur le mois d'avril seront diffusés.

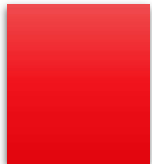
En **Espagne**, les résultats à fin avril de la **balance commerciale** seront disponibles.

### **Vendredi 19 mai**

La **Commission européenne** devrait publier l'indicateur **confiance des consommateurs** de mai.

Au **Royaume-Uni**, l'indicateur **confiance des consommateurs Gfk** de mai sera communiqué.

Au **Japon**, il sera possible de consulter les résultats définitifs de **l'inflation** d'avril.



En **Allemagne**, l'indicateur **prix à la production** d'avril sera publié.

#### **Lundi 22 mai**

Eurostat publiera, pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, les données à fin mars de la **production dans la construction**. La Commission européenne publiera l'**indicateur confiance des consommateurs** de mai.

En **Allemagne**, les **indicateurs conjoncturels IFO** de mai seront disponibles.

Au **Japon**, les statistiques à fin mars des **commandes de machines** seront rendues publiques.

#### **Mardi 23 mai**

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter les résultats des **ventes de logements neufs** en avril. La **Fed de Richmond** publiera ses **indicateurs** pour le mois de mai.

La **BCE** publiera le montant à fin mars de la **balance des paiements courants** pour la **zone euro**

Au **Japon**, la diffusion de l'**indicateur PMI manufacturier** de mai sera attendue.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de suivre l'évolution de l'**emprunt net et de l'exigence de trésorerie nette du secteur public** en avril.

Les **indicateurs PMI** de mai de la **France**, l'**Allemagne**, et des **États-Unis** devraient être communiqués.

#### **Mercredi 24 mai**

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de consulter les résultats définitifs de l'**inflation** en avril et de suivre l'évolution des **prix de la production (IPP)** et de l'**indice des prix de détail (RPI)**.

Aux **États-Unis**, la FED publiera le **compte rendu mensuel de la politique monétaire**.

#### **Jeudi 25 mai**

L'INSEE publiera, pour la **France**, les résultats du **climat des affaires** et des **enquêtes conjoncturelles** de mai dans les secteurs de l'**industrie**, du **commerce de gros**, le **commerce de détail**, du **bâtiment et des services**. Il sera également possible de consulter les chiffres à fin avril des **créations d'entreprises**.

En **Allemagne**, les résultats de la **croissance** au premier trimestre et l'**indicateur confiance des consommateurs** pour le mois de juin seront rendus publics.

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



Aux **États-Unis**, l'**indice d'activité nationale de la Fed de Chicago** et les données des **promesses de ventes de logements** en avril seront accessibles. Les résultats des **bénéfices des entreprises** au dernier trimestre 2022 seront disponibles. Il sera également possible de consulter les données détaillées de la **croissance** enregistrée sur le premier trimestre. L'**indice composite Fed de Kansas City** de mai sera rendu public.

### **Vendredi 26 mai**

En **France**, l'INSEE communiquera les résultats, pour le mois de mai, de l'**enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages**.

Au **Royaume-Uni**, les chiffres des **ventes au détail** à fin avril seront disponibles.

En **Italie**, le niveau de la **balance commerciale** en avril sera communiqué. La diffusion des indicateurs **confiance des entreprises et confiance des consommateurs** pour le mois de mai est attendue.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution sur avril des **revenus et dépenses des ménages**, celle des **commandes de biens durables** et des **stocks de gros** ainsi que l'**indicateur PCE core** mesurant la progression des prix à la consommation des ménages. Les **indicateurs conjoncturels Michigan** de mai seront diffusés.

Les premières projections de l'**inflation** attendue en mai au **Japon** seront rendues publiques.



## 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 2022<br>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 %    |
| premier trimestre 2023                                               | +0,2 % | +0,0 %    | +0,5 % | +0,5 %  | +0,1 %    |
| Inflation<br>En % - avril 2023                                       | 6,9    | 7,6       | 8,8    | 3,8     | 7,0       |
| Taux de chômage<br>En % - mars 2023                                  | 6,9    | 2,8       | 7,8    | 12,8    | 6,5       |
| Durée annuelle du Travail<br>(2021)                                  | 1458,7 | 1341,4    | 1663,4 | 1641,1  | -         |
| Âge légal de départ à la<br>retraite (2022)                          | 62     | 65        | 67     | 65      | -         |
| Ratio de dépendance<br>(2022)* en %                                  | 34,1   | 34,7      | 37,5   | 30,5    | 33,7      |
| Dépenses publiques<br>En % du PIB 2022                               | 57,9   | 49,5      | 54,1   | 48,7    | 50,5      |
| Solde public<br>En % du PIB 2022                                     | -4,7   | -2,6      | -8,0   | -4,8    | -3,6      |
| Dette publique<br>En % du PIB 2022                                   | 111,2  | 64,3      | 144,6  | 113,2   | 91,6      |
| Balance des paiements<br>courants<br>En % du PIB – fev.2022          | -2,0   | +4,1      | -1,1   | +1,3    | -0,8      |
| Échanges de biens<br>En % du PIB – fev.2023                          | -6,2   | +2,2      | -1,3   | -4,7    | -2,3      |
| Parts de marché à<br>l'exportation<br>En % 2022                      | 2,6    | 6,7       | 2,6    | 1,5     | 23,3      |
| Taux d'épargne des<br>ménages en % du revenu<br>disponible brut 2022 | 17,4   | 20,0      | 7,3    | 9,1     | 14,2      |

\*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 faire 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 :-----