

L'édito de la semaine

- Le temps et le pouvoir

Épargne et Patrimoine

- La géopolitique à la corbeille
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Un mois d'août tranquille pour l'assurance vie
- Près de 200 milliards d'euros d'encours pour l'épargne salariale
- Une gestion d'actifs de plus en plus verte
- Vers un nouveau Livret d'épargne
- L'épargne retraite : des propositions de réforme

Économie

- La semaine de quatre jours : bonne ou mauvaise idée ?
- Quel avenir pour les régimes de retraite ?

Conjoncture

- Baisse sensible de l'inflation au sein de la zone euro
- Mauvaise passe pour l'automobile en France
- Le tourisme en France, près de 4 points de PIB
- Chômage stable en Europe

Horizons

- Les Etats à la recherche d'une nouvelle efficience
- La bataille du gaz n'est pas finie !

Graphiques

- Sur un trimestre, la baisse des prix des logements s'atténue
- L'âge de départ des enfants de chez leurs parents en Europe
- Hausse de la production industrielle en France en août

Agenda économique et financier

Statistiques



La citation de la semaine

« *Le temps, c'est l'espace dans lequel se déploie l'humanité.* »

Jean Jaurès

L'ÉDITO DE LA SEMAINE DE PHILIPPE CREVEL

Le temps et le pouvoir

Après deux mois d'attente, la France dispose d'un nouveau gouvernement. Le 1^{er} octobre, Michel Barnier, nouveau Premier ministre, a présenté les grands axes de sa politique lors de son discours de politique générale à l'Assemblée nationale. Cet exercice a toujours été périlleux. La coutume veut que le Premier ministre demande à ses ministres de lui soumettre des propositions. Les administrations en profitent souvent pour ressortir de vieux projets restés lettre morte sous les prédécesseurs. Le risque est de vouloir trop embrasser, au risque de mal étreindre. La tentation est grande de vouloir plaire au plus grand nombre, alors que les marges de manœuvre ont, depuis longtemps, déserté les rivages de Matignon. À partir de l'énonciation du discours de politique générale, une lutte contre le temps s'engage pour tout gouvernement. Il doit veiller à mettre en œuvre ses propositions, sachant que rapidement la dictature de l'actualité imposera son rythme. Au fil des jours, les faits divers, les anicroches au sein du gouvernement, de la majorité – d'autant plus qu'elle est fragile – ont tendance à prendre le pas sur le fond.

Tout est censé se concrétiser, ou non, durant les fameux premiers 100 jours, en référence au discours de Roosevelt en 1933, élu en pleine crise de 1929, qui, avec son New Deal, voulait transformer en quelques semaines la situation économique et sociale des États-Unis. En France, les 100 jours ont, avec l'épopée napoléonienne, une autre connotation. Entre le vol de l'aigle et sa chute à Waterloo, les 100 jours sont à la fois une période d'espoir et de désillusions. Pendant ces cent jours, l'objectif de Michel Barnier sera de faire adopter un projet de budget amorçant un début d'assainissement des comptes publics. Sa chance réside dans le fait qu'il n'est pas un candidat potentiel pour l'élection présidentielle de 2027 et qu'il peut ainsi endosser l'impopularité d'une politique de rigueur, même toute relative. Compte tenu des positions des groupes politiques susceptibles de le soutenir, Michel Barnier a prévu 40 milliards d'euros d'économies, ce qui constituerait pour la France un réel exploit. En l'absence d'un choc systémique, ces économies risquent d'être réalisées au fil de l'eau, notamment au détriment de l'investissement public. À sa décharge, le Premier ministre a cruellement manqué de temps pour peser sur l'élaboration du projet de loi de finances. La Cour des comptes lui a suggéré quelques pistes qu'il pourrait reprendre dans les prochains mois. Elle a notamment mentionné la suppression de 100 000 postes au sein des collectivités locales, sachant que leurs effectifs dépassent désormais deux millions, en augmentation de 5 % en dix ans. Le gain de cette mesure serait de 4,1 milliards d'euros. Cela suppose évidemment que les collectivités puissent réaliser des gains de productivité. Au-delà des collectivités locales, c'est toute la sphère publique qui doit gagner en efficacité. Faire mieux avec moins est désormais l'objectif fixé aux administrations publiques. Jusqu'à présent, leur principe était d'ajouter des dépenses sans arbitrer, d'augmenter les charges sans en diminuer d'autres. Fermer un musée, une école, une maternité, un tribunal, une prison ou une caserne est perçu comme un sacrilège. De tels projets cristallisent les oppositions de toute nature,



aboutissant à leur abandon ou à des compromis inefficaces. La fusion des régions en 2016 en est un exemple criant. Elle n'a pas généré d'économies notables car elle s'est réalisée selon la règle du mieux-disant en matière de statut des personnels.

En matière de prestations sociales, le nouveau gouvernement prévoit de reporter l'actualisation des pensions de base des retraités au 1^{er} juillet 2025, ainsi qu'une diminution du remboursement des honoraires des médecins par la Sécurité sociale. D'un côté, une mesure d'urgence qui permet certes d'économiser 4 milliards d'euros, mais qui ne résout rien à long terme, et de l'autre, un jeu de bonneteau. Les dépenses de retraite et de santé sont responsables de la moitié de l'augmentation de la dette publique depuis 2016. Compte tenu du vieillissement démographique, leur poids ne peut que croître. Une réflexion sur la répartition des charges et les moyens d'améliorer la qualité des services est urgente, mais les réponses exigeront du temps. De même, en matière de logement, la France traverse une crise surréaliste. Le pays, qui dispose d'un vaste territoire, est confronté à une pénurie de foncier. La faiblesse de la construction provoque une rareté du logement dans les grandes agglomérations et sur les côtes. Les règles fiscales en vigueur ont conduit à réduire le parc des locations traditionnelles de 900 000 logements, au profit des locations saisonnières sur les plateformes en ligne.

Sur le terrain fiscal, la tentation est de cibler les contribuables et les entreprises les plus riches. Après une période de suppression d'impôts et de taxes, le moment serait venu de redonner du corps au système fiscal. Les impôts les plus efficaces sont ceux qui ont une large assiette et des taux modérés. En France, la multiplication des niches fiscales dénature les impôts et réduit leur rendement. Sur le terrain de l'efficacité, la remise en cause des dispositifs d'exonération de charges sociales s'impose. Ils ont au fil du temps créé une chappe de plomb empêchant les revalorisations des salaires les plus modestes et la montée en compétences.

Le défi du nouveau gouvernement sera de concilier le court terme et le long terme, exercice particulièrement complexe. Aucun Premier ministre ne connaît pas à l'avance la durée de son bail à Matignon, Michel Barnier encore moins que ses prédécesseurs. Il doit s'abstraire de la menace du temps pour bâtir une politique solide.



La géopolitique à la corbeille

Un mois de septembre faste, sauf pour la France

En Chine, la bourse a connu un rebond impressionnant durant le mois de septembre, l'indice Shanghai Composite progressant de 17 %. Ce rebond s'explique par l'annonce du plan de relance économique du gouvernement chinois. Le CAC 40 est restée à la traîne par rapport aux autres grands indices. En septembre, il n'a progressé que de 0,78 %, contre +2,95 % pour le DAX allemand. Sur un an, l'écart est significatif de part et d'autre du Rhin, avec respectivement un gain de 7,32 % et de 26,33 %. L'indice parisien souffre toujours des incertitudes politiques. De son côté, l'Eurostoxx a augmenté de 2,10 % en septembre et de plus de 22 % sur un an. Les indices américains ont enregistré de fortes progressions en septembre et sur l'année écoulée, toujours portés par l'engouement pour l'intelligence artificielle. Les investisseurs ont également anticipé une baisse des taux d'intérêt. Le Nasdaq a gagné plus de 6 % en septembre et plus de 36 % sur un an. Le S&P 500 a progressé de plus de 4 % en septembre et de 34 % sur un an.

Les taux des obligations souveraines ont légèrement baissé en raison de la diminution des taux directeurs des banques centrales. L'écart entre l'obligation à 10 ans de la France et son équivalent allemand atteint désormais 0,8 point, contre 0,6 point avant la crise politique. Le taux français est passé, au cours du mois de septembre, au-dessus de celui de l'Espagne, une première depuis 2006.

Le mois de septembre a été également marqué par la hausse de l'or et la baisse du pétrole. L'or a battu de nouveaux records, l'once s'échangeant à plus de 2 600 dollars, en raison de la baisse des taux d'intérêt et des achats massifs des banques centrales des pays émergents. Le baril de pétrole a perdu plus de 8 % en septembre et près de 25 % sur un an. Cette baisse du cours du pétrole contribue à la désinflation en Europe.

Un début octobre géopolitique

Sur la première semaine d'octobre, la bourse chinoise poursuit sa « remontada » avec une progression de plus de 16 % toujours en lien avec l'annonce par les autorités du plan de relance.

En septembre, l'économie américaine a créé selon le rapport officiel sur l'emploi du Bureau of Labor Statistics (BLS), 254 000 emplois, soit 104 000 de plus que prévu et 95 000 de plus qu'en août. Le chiffre, le plus élevé depuis six mois, s'est accompagné d'une baisse du taux de chômage à 4,1 % de la population active, le taux le plus bas depuis trois mois. Les salaires sont toujours orientés à la hausse. Le salaire horaire moyen a progressé de 0,4 % sur un mois - à 35,36 dollars - et de 4 % sur un an, contre 3,9 % en août et 3,8 % anticipé par le marché. La menace de la récession s'éloigne. L'atterrissage de l'économie américaine s'effectue en douceurs. A la lecture de ces chiffres, la Réserve fédérale américaine ne devrait pas abaisser ses taux de 50 points de base en novembre. Ce scénario n'est plus crédité que d'une probabilité de 12 % selon l'outil FedWatch de CME Group fondé sur les futures Fed funds, contre 88 % pour celui d'une baisse plus modérée de 25 points de base.



L'escalade des hostilités entre Israël et l'Iran fait craindre aux investisseurs un conflit généralisé pouvant entraîner d'autres pays, dont les Etats-Unis. En cas d'attaque des infrastructures pétrolières iraniennes, l'Europe serait la première concernée par la hausse des cours en raison de sa dépendance énergétique. Selon les analystes de Citigroup, une attaque majeure priverait le marché de quelque 1,5 million de barils par jour. Les investisseurs espèrent néanmoins que les Israéliens ne passeront pas à l'action sous la pression des Américains favorables à des prix stables sur le marché du pétrole. A la veille du week-end, le Brent de mer du Nord, référence européenne, se rapproche des 79 dollars, en hausse de 8,5 % sur la semaine.

Dans ce contexte tourmenté, les indices européens ont abandonné du terrain. Le CAC 40 reculé de plus de 3 % et le Dax allemand de 1,74 %. Les indices américains ont également baissé mais de manière modérée.



Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 4 oct. 2024	Évolution sur la semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 30 déc. 2022
CAC 40	7 541,36	-3,16 %	7 543,18	6 471,31
Dow Jones	42 352,75	-01,19 %	37 689,54	33 147,25
S&P 500	5 751,01	+0,01 %	4 769,83	3839,50
Nasdaq Composite	18 137,85	-0,28 %	15 011,35	10 466,48
Dax Xetra (Allemagne)	19 120,38	-1,74 %	16 751,64	13 923,59
Footsie 100 (Royaume-Uni)	8 280,63	-0,48 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	4 954,94	-2,25 %	4 518,28	3792,28
Nikkei 225 (Japon)	38 635,62	+1,79 %	33 464,17	26 094,50
Shanghai Composite	3 336,50	+16,53 %	2 974,93	3 089,26
Taux OAT France à 10 ans	+2,988 %	+0,068 pt	+2,558 %	+3,106 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,210 %	+0,073 pt	+2,023 %	+2,564 %
Taux Trésor US à 10 ans	+3,968 %	+0,212 pt	+3,866 %	+3,884 %
Cours de l'euro/dollar	1,0956	-0,91 %	1,1060	1,0697
Cours de l'once d'or en dollars	2 651,19	-0,41 %	2 066,67	1 815,38
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	78,63	+8,38 %	77,13	84,08

Source : Cercle de l'Épargne



Un mois d'août tranquille pour l'assurance vie

La collecte de l'assurance vie s'est tassée au mois d'août tout en restant positive pour le huitième mois consécutif. Les Français ont privilégié l'épargne de court terme durant la période estivale, les incertitudes politiques les incitant à la prudence et à l'attentisme.

Une collecte nette de 800 millions d'euros

En août 2024, l'assurance vie a enregistré une collecte nette positive de 782 millions d'euros, après +1,9 milliard d'euros en juillet et +2,5 milliards d'euros en juin. Un an auparavant, en août 2023, l'assurance vie avait connu une décollecte de 1,7 milliard d'euros.

Depuis 1997, quatre mois d'août ont enregistré une décollecte : 2011 (-337 millions d'euros), 2012 (-967 millions d'euros), 2022 (-795 millions d'euros), et 2023 (-1,8 milliard d'euros).

La collecte d'août 2024 se situe dans la fourchette basse des collectes enregistrées en août au cours des dix dernières années, la collecte moyenne étant légèrement au-dessus du milliard d'euros (1,15 milliard d'euros).

La collecte nette est négative pour les fonds en euros au mois d'août, pour le quatrième mois consécutif, avec -825 millions d'euros, tandis qu'elle demeure positive pour les unités de compte, avec +1,6 milliard d'euros.

Les cotisations brutes : les unités de compte en recul

Les cotisations brutes se sont élevées en août 2024 à 9,8 milliards d'euros contre 15,9 milliards d'euros en juillet. Cette baisse en août est classique et s'explique par les vacances (fermeture de nombreux cabinets d'assurances et congés des assurés). En août 2023, la collecte brute s'était élevée à 8,3 milliards d'euros.

Sur les huit premiers mois de l'année 2024, la collecte a atteint 117,1 milliards d'euros, contre 101,5 milliards d'euros pour la même période en 2023. Traditionnellement, en août, le poids des unités de compte est faible au sein de la collecte globale. En 2024, il s'élève à 34 %, contre 41 % en juillet et 38 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année. Ce taux était de 31 % en août 2023. Les assurés versent souvent de manière automatique sur les fonds en euros, tandis que pour les unités de compte, ils sollicitent généralement l'avis de leur conseiller.

Ralentissement du côté des prestations

En parallèle aux cotisations, et pour les mêmes raisons, les prestations se sont établies à 8,968 milliards d'euros en août, contre 14 milliards d'euros en juillet. En août 2023, les prestations s'étaient élevées à 10 milliards d'euros.

Les Français toujours en mode épargne

Sur les huit premiers mois de l'année, l'assurance vie enregistre une collecte nette de +18,8 milliards d'euros, contre 791 millions sur la même période en 2023. Dans un



environnement incertain, les ménages restent en mode épargne tout en effectuant des arbitrages au profit des unités de compte. Même si les fonds euros restent en décollecte nette, ils commencent à attirer à nouveau les épargnants. Leur collecte a atteint 64 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2024, contre 61 milliards en 2023. Les taux promotionnels proposés par les assureurs expliquent sans nul doute ce léger rebond. Si l'assurance vie était distancée en 2023 en termes de collecte par le Livret A, en 2024, sur les huit premiers mois, elle a repris l'avantage avec un écart de plus de 5 milliards d'euros.

L'encours de l'assurance vie au plus haut

L'encours enregistre un nouveau record, atteignant 1 970 milliards d'euros à fin août 2024, soit une hausse de +4,2 % sur un an.

Une fin d'année pleine d'incertitudes

Avec la baisse de l'inflation, les Français devraient orienter une part plus importante de leur épargne vers des placements longs, ce qui devrait profiter à l'assurance vie. Cette dernière pourra compter sur le retour un rendement réel des fonds en euros, durant l'été, redevenu positif, ce qui n'avait pas été le cas depuis 2020.

La baisse des taux d'intérêt est en général favorable aux actions et donc aux unités de compte. Les taux directeurs ne devraient cependant pas revenir à leur niveau historiquement bas des années 2015/2022, ce qui est un gage de rendement pour les fonds en euros. En outre, compte tenu de leurs dettes et de leurs déficits, les besoins des États devraient contribuer à la hausse des taux des obligations souveraines.

Près de 200 milliards d'euros d'encours pour l'épargne salariale

Selon l'Association Française de Gestion, l'encours de l'épargne salariale (Plans d'Épargne Entreprise, plans d'épargne retraite) a atteint 198 milliards d'euros fin juin 2024, en hausse de 10,3 % sur un an. Les versements ont totalisé 15,2 milliards d'euros sur un an (+800 millions d'euros par rapport à juin 2023). La collecte nette s'élève à 4,7 milliards d'euros, en baisse de 10,5 % sur douze mois.

L'épargne retraite collective d'entreprise (PERCO et PER Collectifs) a enregistré une croissance de 16 % sur un an, atteignant 32,5 milliards d'euros, et bénéficie à 4,2 millions de personnes (+6,9 % sur un an). Près de 40 % de l'épargne retraite collective d'entreprise est placée en gestion pilotée.

Une gestion d'actifs de plus en plus verte

Selon l'Association Française de Gestion, les encours d'investissement responsable (IR) ont atteint 2 531 milliards d'euros en 2023, enregistrant une progression de +5,8 % par rapport à 2022 à périmètre constant. Ces investissements responsables ou durables rassemblent notamment les actifs des fonds labellisés (ISR, Greenfin, Finansol), les fonds relevant des articles 8 et 9 du règlement européen sur la transparence financière (SFDR), les obligations vertes. La croissance de la finance verte a été en 2023 légèrement inférieure à celle de 2022. (+7 %). Les investissements responsables représentent désormais, en France, 59 % des encours totaux des actifs sous gestion, contre 53 % en



2022, un chiffre en forte augmentation qui reflète l'intérêt croissant pour les fonds ISR (Investissement Socialement Responsable).

Sur ces 2 531 milliards d'euros d'encours :

- 2 443 milliards d'euros sont consacrés à la promotion des caractéristiques environnementales et sociales (article 8 SFDR) ;
- 88 milliards d'euros sont spécifiquement alloués à l'investissement durable (article 9 SFDR).

Les fonds labellisés ISR : une part importante des encours IR

Les fonds labellisés représentent 805 milliards d'euros d'encours, dont 77 % sont labellisés Investissement Socialement Responsable. Cette distinction montre l'engagement des acteurs financiers à proposer des solutions d'investissement conformes aux critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance).

Les obligations vertes et durables en forte croissance

L'encours des obligations vertes, durables, sociales et de transition a atteint 150 milliards d'euros en 2023, en hausse de +11 %, dont 67 % sous forme de "Green bonds". Cette croissance est une réponse aux enjeux environnementaux et à la demande croissante des investisseurs pour des actifs alignés avec des objectifs de durabilité.

Les fonds à impact, préférés par les investisseurs institutionnels

Les fonds à impact ont vu leur encours croître de +11 %, atteignant 79 milliards d'euros en 2023. Ces fonds sont particulièrement appréciés par les investisseurs institutionnels, qui représentent 72 % des encours.

Les indicateurs ESG : une adoption croissante

Aujourd'hui, 67 % des sociétés de gestion utilisent des indicateurs climatiques dans leurs stratégies d'investissement. De plus, 83 % des gestionnaires intègrent désormais des critères environnementaux dans leur politique de vote. Cela montre une intégration plus systématique des critères ESG dans la gouvernance des entreprises.

Politique d'investissement et énergies fossiles

Enfin, 82 % des sociétés de gestion ont adopté une politique d'investissement sur le charbon pour l'ensemble de leurs actifs sous gestion, limitant leur exposition à seulement 0,7 % des encours. Par ailleurs, 60 % des sociétés ont mis en place des politiques concernant les énergies fossiles non conventionnelles, et 42 % sur les énergies fossiles conventionnelles (hors charbon). L'exposition au pétrole et au gaz reste limitée à 2,5 % de l'ensemble des encours gérés.



Un nouveau Livret d'épargne

La France est championne des produits d'épargne administrés. Après le Livret A, le LDDS, le LEP, le Livret Jeune, le PEL et le CEL, le nouveau Premier ministre a décidé de créer un Livret Industrie destiné à faciliter le financement de ce secteur. Devant les députés, Michel Barnier a indiqué que « *le gouvernement encouragera une meilleure mobilisation de l'épargne des Français pour soutenir cette dynamique industrielle, par exemple à travers un nouveau livret d'épargne dédié à l'industrie* ».

Actuellement, le Livret A sert notamment à financer le logement social et le renouvellement urbain, tandis que le Livret de Développement Durable et Solidaire (LDDS) est principalement dédié au financement des PME engagées dans la transition écologique et l'économie sociale et solidaire. Ces fonds permettent également aux banques d'octroyer des prêts de développement durable à des taux attractifs, destinés à financer des travaux de rénovation énergétique des logements collectifs ou individuels.

Depuis plus d'un an, des parlementaires tentent d'orienter une partie de l'épargne du Livret A vers l'industrie de la défense. À deux reprises, le Conseil constitutionnel a abrogé cette disposition, la dernière fois lors de l'examen de la loi de finances pour 2024. Le Conseil avait jugé cette mesure comme étant un cavalier budgétaire. Des sénateurs l'ont ensuite réintroduite la sous la forme d'une proposition de loi qui a été approuvée au Sénat en mars, mais n'a pas été examinée à l'Assemblée nationale avant sa dissolution.

Dans le cadre de la loi Industrie verte, le précédent gouvernement avait également décidé de créer un Plan d'Épargne Avenir Climat (PEAC), un produit d'épargne dédié aux jeunes, visant à contribuer au financement de la transition écologique. Bien que ce produit soit théoriquement accessible depuis le 1^{er} juillet, aucun établissement financier ne le propose encore.

Le Premier ministre n'a pas encore défini les contours précis du futur Livret Industrie. Son succès dépendra de plusieurs facteurs : son régime fiscal, la sécurisation des fonds, son plafond et son rendement.

Faut-il réformer le PER ?

Le 27 septembre dernier Les députés Félicie Gérard et Charles de Courson ont présenté un rapport d'information sur la fiscalité de l'épargne retraite. Cinq ans après le lancement du Plan d'Épargne Retraite (PER), un rapport d'information de l'Assemblée nationale propose d'en modifier certaines règles. Si tout travail d'évaluation est louable, il ne doit pas aboutir à déstabiliser un produit d'épargne qui par nature a besoin de temps pour faire ses preuves. Les initiateurs du PER souhaitaient faciliter l'accès à l'épargne retraite et réorienter l'épargne des Français vers des placements longs. Or, pour opérer des changements de comportement, une stabilité des règles est indispensable.

L'état des lieux

Cette mission d'information avait commencé ses travaux avant la dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024 et avait pour objectif d'évaluer les effets de la réforme de 2019 sur l'épargne retraite. Elle reconnaît que le Plan d'Épargne Retraite



(PER) a permis une simplification du cadre juridique et fiscal, en créant un produit unifié regroupant trois compartiments :

- PER individuel (PERIN) ;
- PER d'entreprise collectif (PERECO) ;
- PER d'entreprise obligatoire (PERO).

Cette architecture unifiée remplace des dispositifs complexes et variés tels que le PERP, le contrat Madelin, la Préfon, l'UMR, le PERCO ou encore l'article 83 du Code général des impôts, qui posaient des problèmes de lisibilité pour les épargnants.

Malgré un contexte difficile, le PER a connu une croissance rapide depuis son lancement. Son encours est passé de 5,9 milliards d'euros en janvier 2020 à 108,8 milliards en mars 2024. Cependant, l'épargne retraite reste relativement modeste en France, en particulier parmi les jeunes et les ménages à faibles revenus. Un quart des actifs seulement est couvert par un produit d'épargne retraite.

La question des incitations fiscales

Le rapport d'information souligne que le PER bénéficie d'incitations fiscales intéressantes : déduction sous plafond des versements du revenu imposable, avantages en matière de succession. Cependant, les rapporteurs ont signalé que les ménages modestes étaient exclus du dispositif de déductibilité des cotisations sur le revenu. Le rapport préconise une évaluation des impacts de cette déductibilité, notamment sur les recettes fiscales à long terme, et suggère d'examiner des réformes pour rendre le dispositif plus attractif pour les foyers moins imposés. Les rapporteurs s'interrogent également sur la pertinence du dispositif en cas de décès, qui ressemble à celui de l'assurance vie.

La logique de la déduction des cotisations à l'épargne retraite

La déductibilité des cotisations à l'épargne retraite de l'assiette de l'impôt sur le revenu repose sur la nature même du produit. En effet, la logique de cette déduction est directement liée à l'objectif de constituer un supplément de revenus ou de capital en vue de la retraite. À l'instar des cotisations des régimes par répartition, celles des régimes sont déductibles dans la limite d'un certain plafond. Ce système est souvent critiqué pour favoriser les ménages aisés. À première vue, l'effet de la déduction est plus important pour les contribuables soumis aux taux les plus élevés du barème de l'impôt sur le revenu. Cependant, ces mêmes contribuables sont ceux dont le taux de remplacement (ratio pensions/derniers revenus d'activité) est le plus faible. Si le taux de remplacement moyen avoisine 75 % en France, il est d'environ 57 % pour les cadres et inférieur à 50 % pour les cadres supérieurs, les indépendants ou les professions libérales. Ce faible taux de remplacement découle du plafonnement des pensions des régimes obligatoires (50 % du plafond annuel de la Sécurité sociale pour le régime général de base – régime AGIRC/ARRCO cotisations perçues dans la limite de huit fois le plafond annuel de la Sécurité sociale). Ce plafonnement est jugé socialement juste, car, sans lui, les personnes à hauts revenus, qui ont souvent une espérance de vie supérieure à la moyenne, auraient bénéficié davantage que les personnes à revenus modestes des



régimes obligatoires. La déductibilité des régimes supplémentaires par capitalisation constitue une compensation partielle à ce plafonnement.

Pour améliorer la diffusion du PER auprès des personnes à revenus modestes, les rapporteurs proposent d'ajuster les taux de contribution sociale généralisée (CSG) pour les rentes viagères.

Les rapporteurs estiment que les PER collectifs et obligatoires mis en place au sein des entreprises représentent une solution adaptée pour démocratiser l'épargne retraite parmi les ménages modestes. Le rapport suggère de rendre obligatoire la mise en place d'un PERECO dans les entreprises de plus de 11 salariés, sans pour autant contraindre employeurs et salariés à y verser des contributions. Cette mesure viserait à rendre l'épargne retraite plus accessible à des catégories de salariés qui en sont encore largement exclues. Il pourrait également être envisagé des accords de branche visant à généraliser les PER.

La question de l'avantage fiscal en cas de décès du titulaire

Les rapporteurs s'interrogent sur la pertinence du dispositif fiscal en cas de décès du titulaire. À l'instar de l'assurance vie, si le décès intervient avant 70 ans, la valeur de rachat du contrat est transmise aux bénéficiaires désignés, qui peuvent recevoir :

- jusqu'à 152 500 euros par bénéficiaire en franchise d'impôt et de taxes sociales ;
- pour les sommes allant de 152 500 à 700 000 euros, un taux de taxation de 20 % est appliqué ;
- au-delà de ce montant, le taux passe à 31,25 %.

Si le décès de l'adhérent intervient après 70 ans, les droits de succession s'appliquent sur le montant total des sommes capitalisées, après un abattement de 30 500 euros. Cet abattement est commun à tous les bénéficiaires désignés et à l'ensemble des contrats souscrits par le titulaire (assurance vie et PER, si l'adhérent possède les deux). Néanmoins, si le conjoint est bénéficiaire, il n'aura aucun droit à payer.

Les rapporteurs soupçonnent que des souscriptions de PER soient effectuées dans le but de réduire les droits de succession. Ils soulignent que les titulaires et les héritiers bénéficient d'un double avantage, avec d'un côté la déductibilité des versements individuels et de l'autre une possible réduction des droits de succession. Le dispositif choisi par le législateur visait à aligner le régime du PER sur celui de l'assurance vie.

Le rapport recommande d'interdire la souscription d'un PER au-delà de 67 ans et de prévoir un dénouement automatique à 70 ans, afin d'éviter des stratégies d'optimisation fiscale liées à la transmission patrimoniale. Dans les faits, peu d'assureurs proposent des PER au-delà de 70 ans.

Faut-il déshabiller Paul pour habiller Jacques ?

Selon le rapport, le PER souffre également de la concurrence directe avec des produits plus connus des épargnants, tels que l'assurance vie. Les rapporteurs s'interrogent sur la nécessité d'adapter la fiscalité de l'assurance vie afin de rendre le PER plus



compétitif. La France manque d'épargne de long terme investie en actions. Faut-il pénaliser l'assurance vie, qui joue un rôle clé dans le financement de l'économie, et notamment de l'État ?

Trop d'information tue l'information

La loi PACTE a accru les obligations d'information des titulaires de PER qui ont désormais accès aux rendements des supports ainsi qu'à une évaluation de leur future rente. Cependant, plus les informations fournies sont nombreuses, plus il devient difficile pour les titulaires de les appréhender réellement. En la matière, l'excès nuit à la clarté.

Pour rendre l'épargne retraite plus attractive, les épargnants doivent pouvoir accéder à une information claire et détaillée sur les différents produits disponibles, leurs coûts, leurs rendements et les avantages fiscaux associés. Le rapport recommande ainsi la généralisation d'outils interactifs permettant de comparer les offres sur le marché et de suivre les performances réelles des PER.

Le PER vient tout juste d'avoir cinq ans. N'est-il pas trop tôt pour envisager une réforme qui pourrait déstabiliser les potentiels souscripteurs ? La stabilité juridique et fiscale est un gage de succès pour tout produit d'épargne.



La semaine en quatre jours, bonne ou mauvaise idée ?

En France, l'idée d'une semaine de travail raccourcie à quatre jours émerge dans les années 1990. Elle est notamment promue par l'économiste Pierre Larrouturou et l'homme politique Gilles de Robien. L'objectif était alors de lutter contre le chômage de masse en réduisant le volume de travail par salarié. En 1997, la gauche plurielle reprend l'idée, mais en abandonnant le concept de la semaine de quatre jours pour instituer les 35 heures. Un quart de siècle plus tard, la semaine de quatre jours revient dans le débat public. Aujourd'hui l'objectif n'est plus de réduire le travail, mais d'améliorer les conditions de travail et la compétitivité des entreprises. Cette semaine réduite vise à répondre aux difficultés de recrutement des entreprises et peut apparaître comme une compensation pour les salariés ne pouvant pas bénéficier du télétravail. Concrètement, les employés obtiennent un jour de repos compensé par un allongement des autres journées de travail.

La semaine de quatre jours repose sur deux solutions. La première consiste à accroître la durée de travail sur quatre jours afin de libérer une journée. La seconde repose sur le principe d'horaires flexibles, permettant aux salariés d'organiser leurs heures de travail au cours de la semaine en fonction de leurs besoins personnels et professionnels. Selon le Crédoc, 11 % des salariés en France bénéficient déjà de la semaine de quatre jours.

49 % des salariés seraient favorables, à titre personnel, à la mise en place de la semaine de quatre jours, tandis que 44 % accueilleraient positivement les horaires flexibles. Malgré cela, 24 % n'ont pas d'avis sur la semaine de quatre jours et 31 % sur les horaires flexibles. Plus de 20 % des salariés expriment leur opposition à la semaine de quatre jours. Un tiers des salariés, qu'ils y soient favorables ou non, craignent que la semaine de quatre jours ou les horaires flexibles n'entraînent un surcroît de fatigue. L'intensification des journées de travail est perçue comme peu compatible avec le vieillissement de la population active. Dans les entreprises ayant adopté la semaine de quatre jours, il n'est pas rare que certains salariés demandent à revenir à une semaine de cinq jours (étude Crédoc – Adecco). 37 % des parents de jeunes enfants anticipent, selon l'enquête du Crédoc, des difficultés pour la garde des enfants lorsqu'ils terminent leur journée de travail tard. Les salariés craignent également de perdre certains avantages, comme les jours de RTT ou les heures supplémentaires, ainsi que les tickets restaurant.

Sur le plan de l'organisation du travail, la semaine de quatre jours présente certains défis. Il devient plus difficile de planifier des réunions et de suivre les projets, et la gestion des urgences peut être moins efficace. Certains salariés rapportent un sentiment d'isolement et une diminution des contacts professionnels. La tâche des managers devient plus complexe, avec une charge mentale accrue.

Dans une large majorité, les salariés affirment ne pas parvenir à concilier convenablement vie personnelle et vie professionnelle. En 2018, selon le baromètre de l'Observatoire des Temps de Vie et de la Parentalité en Entreprise (OPE), près de 3 salariés sur 4 avaient le sentiment de « manquer de temps », une impression particulièrement forte chez les jeunes parents (83 %), les cadres et dirigeants (79 %) et



les mères de famille (79 %). Pour 85 % des 26-35 ans, la semaine professionnelle standard n'est pas adaptée à un bon équilibre de vie. Les rendez-vous de santé, ou ceux liés par exemple aux livraisons ou à des réparations dans le logement, ont souvent lieu pendant les heures de travail. De nombreux actifs souhaitent également avoir plus de temps pour s'occuper de leurs enfants.

Le rapport au travail semble également évoluer. Selon l'enquête « Conditions de vie et aspirations des Français » du Crédoc, la proportion de Français estimant que le travail a une très grande importance dans leur vie est passée de 37 % en 2015 à 31 % en 2024. Pour autant, les avis divergent quant aux solutions pour améliorer leur satisfaction au travail. Pour 26 % des actifs, la réduction du nombre de jours travaillés arrive en tête des priorités. Ils sont également 21 % à souhaiter plus de flexibilité dans les horaires. Cependant, 20 % des salariés restent attachés à la semaine de travail « standard » et à des rythmes stables (pas de travail le week-end ou en dehors des horaires « de bureau » standard). Actuellement, seuls 36 % des actifs en France ont des horaires dits standards (9 h-17 h, cinq jours par semaine). Par ailleurs, 15 % des répondants se prononcent en faveur de journées qui se termineraient plus tôt, soit l'inverse de ce qu'implique la semaine de quatre jours.

Le passage à une semaine de quatre jours est perçu positivement par de nombreuses entreprises, qui y voient une réduction de l'absentéisme, une baisse du turnover et une augmentation des candidatures aux offres d'emploi. Malgré cela, les femmes chefs de famille monoparentale, les salariés en situation de handicap ou atteints de maladies chroniques sont moins favorables que les autres à la semaine de quatre jours, en raison des effets potentiels sur leur santé et de la fatigue due aux longues journées. Certaines entreprises ayant adopté la semaine de quatre jours reconnaissent qu'elles n'ont pas toujours pris en compte ces groupes spécifiques dès le départ, ce qui a conduit à des ajustements en cours de route.

Le passage à la semaine de quatre jours suppose une préparation préalable ainsi qu'une concertation avec les organisations syndicales et l'ensemble des salariés. Certaines entreprises et certains salariés peuvent y trouver un avantage, tandis que d'autres non. Il est primordial de prendre en compte l'activité et la structure des effectifs avant toute mise en place.

Quel avenir pour les régimes de retraite ?

Le vieillissement démographique pèse sur la croissance en augmentant les dépenses sociales (retraites, santé, dépendance) et en impactant l'activité économique, le nombre d'actifs ayant tendance à diminuer. Cette réduction de la production se traduit par une baisse des recettes publiques et, par conséquent, par une aggravation des déficits publics.

En France, le ratio entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités, qui était de 2,1 en 2002, devrait tomber à 1,4 en 2070. En 2024, il est de 1,7. La part des pensions dans le PIB est actuellement de 14,9 % (retraites, pensions de réversion et pensions d'invalidité). Sans réforme, le poids des pensions pourrait atteindre, selon l'économiste Patrick Artus, 18,6 % du PIB en 2070. Avec l'Italie, la France est l'un des pays de l'OCDE où les dépenses de retraite sont les plus élevées. Elles représentent près de deux points de PIB de plus que la moyenne de l'Union européenne.



Le vieillissement démographique affecte directement la viabilité financière des systèmes de retraite par répartition. Ces systèmes doivent faire face à un nombre croissant de pensionnés et à un nombre décroissant d'actifs. Si la croissance potentielle diminue, notamment en raison du vieillissement démographique, la masse salariale progresse moins rapidement, ce qui ralentit également l'augmentation des cotisations sociales.

Les systèmes de retraite par capitalisation sont eux aussi touchés par le vieillissement démographique. Les retraités vendent progressivement leurs actifs financiers et immobiliers aux jeunes actifs. Étant donné que les jeunes actifs sont moins nombreux que les retraités, il en résulte une demande insuffisante, ce qui pourrait entraîner une baisse des prix de ces actifs. De plus, la valorisation des actifs est liée à la croissance économique : une croissance plus faible signifie des perspectives de bénéfices réduites. Pour l'instant, ce phénomène n'a pas été observé. La demande en actifs financiers et immobiliers reste forte, car les travailleurs, anticipant une baisse des pensions versées par les régimes par répartition, acquièrent des actifs. Par ailleurs, la capitalisation permet d'investir à l'étranger et de profiter de la croissance des autres pays, notamment des économies émergentes ou en développement.

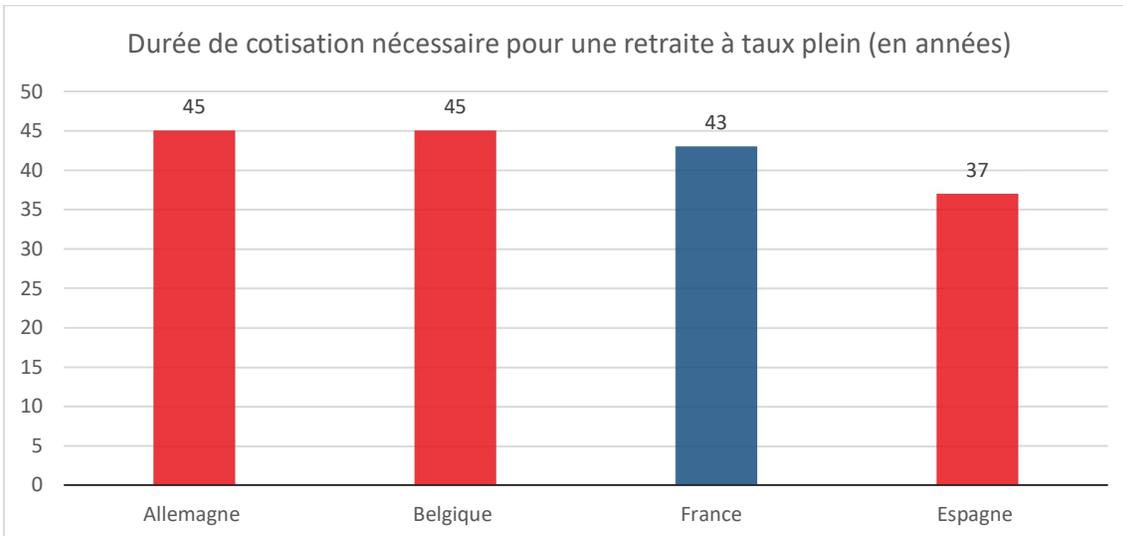
Pour limiter les effets du vieillissement démographique, les gouvernements disposent de plusieurs leviers.

Augmentation du taux d'emploi

Les gouvernements peuvent agir sur la taille de la population active. En l'augmentant, ils accroissent les recettes et réduisent les dépenses de pensions. Une hausse du nombre d'actifs s'accompagne d'une augmentation de la croissance potentielle. Cette augmentation peut être obtenue en favorisant l'insertion professionnelle de personnes qui en sont éloignées (comme les jeunes ou les femmes) et en maintenant les seniors en activité. Le report de l'âge légal de départ à la retraite répond à cette logique.

Le taux d'emploi des 55-64 ans, en France, a été historiquement faible en raison de la baisse de l'âge de départ à la retraite de 65 à 60 ans en 1982. Les différentes réformes des retraites engagées depuis 1993, ainsi que la suppression des dispositifs publics de préretraite, ont contribué à l'augmentation de ce taux. Il est aujourd'hui de 58 %, mais reste inférieur à celui de la Suède (79 %) et de l'Allemagne (77 %). Cependant, le report de l'âge de la retraite a ses limites. L'âge effectif moyen de départ à la retraite est de 64,2 ans en Allemagne et de 65,5 ans en Italie, contre 62,3 ans en France, alors que l'âge légal est de 67 ans dans ces deux pays. Dans la plupart des États membres de l'Union européenne, l'âge légal de départ à la retraite en 2024 est supérieur à 65 ans et devrait atteindre 67 ans d'ici la fin de la décennie. La France constitue une exception à cet égard, ce qui lui laisse une marge de progression en matière d'emploi des seniors.

En l'absence de relèvement de l'âge de départ à la retraite, les États peuvent augmenter la durée de cotisation. Cet allongement conduit soit à un maintien en activité plus tardif, soit à des pensions réduites. En France, la durée minimale de cotisation pour obtenir une retraite à taux plein sera portée à 172 trimestres (43 ans) pour la génération née en 1965.

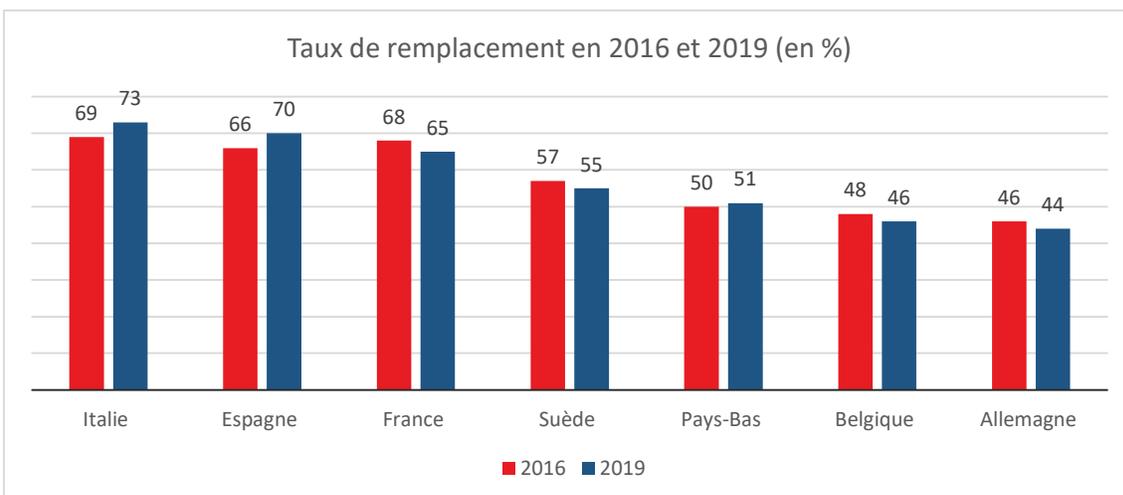


Cercle de l'Épargne – données CLEISS

L'allongement de la durée de cotisation est perçu comme une mesure plus équitable que le report de l'âge légal. Les personnes ayant commencé à travailler tôt sont en effet moins pénalisées par cette première mesure. En France, pour atténuer les conséquences du report de l'âge légal, les gouvernements ont institué le dispositif de carrière longue qui permet aux personnes ayant commencé à travailler jeunes de partir à la retraite avant l'âge légal.

La réduction du taux de remplacement

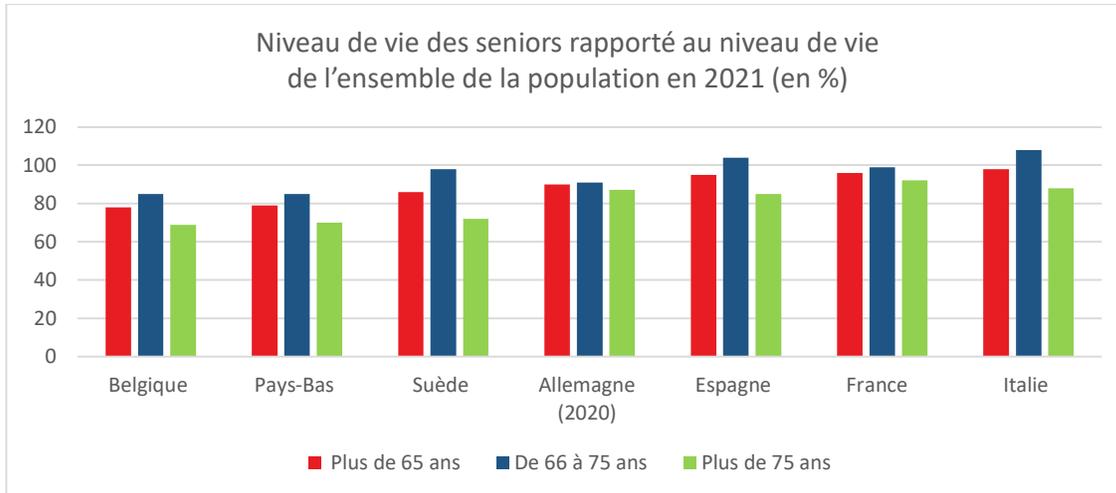
En 2023, le taux de remplacement (ratio entre la pension de retraite et le dernier salaire perçu) dans le secteur privé est de 55,5 % pour un cadre et de 75,6 % pour un non-cadre en France. Dans le secteur public, le taux de remplacement est de 68,5 %. Pour les non-cadres, ce taux de remplacement figure, en France, parmi les plus élevés d'Europe.



Cercle de l'Épargne – données COR



Les pouvoirs publics peuvent abaisser le taux de remplacement soit en modifiant les règles de calcul, soit en limitant ou en supprimant l'indexation totale ou partielle des pensions. En France, la tentation de jouer sur l'indexation est forte car le niveau de vie relatif des seniors y est plus élevé que la moyenne de l'Union européenne.



Cercle de l'Épargne – données COR

La dégradation du taux de remplacement en jouant sur l'indexation risque de pénaliser les retraités les plus modestes. Les gouvernements pourraient moduler la désindexation en fonction du niveau des pensions, mais cette solution génère des effets de seuil et constitue une rupture potentielle d'égalité.

Le régime par points

Pour éviter les crises récurrentes à chaque réforme, le recours à un système par points est une solution attrayante. Plusieurs pays européens, comme la Suède, l'Italie ou l'Allemagne l'ont adopté. L'équilibre du système est obtenu en ajustant les valeurs d'achat et de rachat du point. Il permet une certaine liberté individuelle dans le choix de l'âge de départ à la retraite. Cependant, l'expérience des pays ayant mis en place un tel système montre que les assurés ont tendance à vouloir partir tôt à la retraite, même si cela se traduit par des pensions plus faibles. Cela a conduit les gouvernements à fixer un âge minimum de départ à la retraite.

Le recours à la capitalisation

Bien que les systèmes de retraite par capitalisation soient affectés par le vieillissement démographique, ils offrent un rendement supérieur à long terme par rapport à la répartition. Les rendements financiers tendent à croître plus rapidement que la croissance, en particulier au sein des pays de l'OCDE. Un poids plus important de la capitalisation permettrait de limiter l'augmentation des dépenses des régimes par répartition. En France, la capitalisation ne représente que 2,4 % des pensions de retraite, contre 15 % en moyenne au sein de l'OCDE.



Changer la nature du système de retraite

Le système de retraite français est essentiellement bismarckien, le montant de la pension étant lié au niveau des revenus d'activité qui servent de base aux cotisations. Il repose sur une logique assurantielle. Au Royaume-Uni ou aux États-Unis, le régime public de retraite est de nature beveridgienne, le montant de la pension étant indépendant des cotisations versées durant la vie professionnelle. Le régime public vise à garantir un niveau minimal de revenus aux retraités, tandis que ces derniers, par eux-mêmes ou via leur entreprise, se constituent des suppléments de revenus pour la retraite. Un système beveridgien est plus facile à maîtriser qu'un système bismarckien.

Un défi économique majeur

La France est confrontée à un défi de taille : éviter un dérapage des dépenses de retraite. Compte tenu des charges supportées par les actifs, il est inconcevable qu'elles atteignent plus de 18 % du PIB d'ici 2070. À défaut d'un rebond de la croissance, des efforts devront être consentis par l'ensemble de la population, en jouant sur plusieurs leviers : le taux d'emploi, le taux de remplacement et l'âge de départ à la retraite. Le passage à un système par points ou à un système beveridgien serait sans doute plus efficace, mais nécessiterait un consensus.

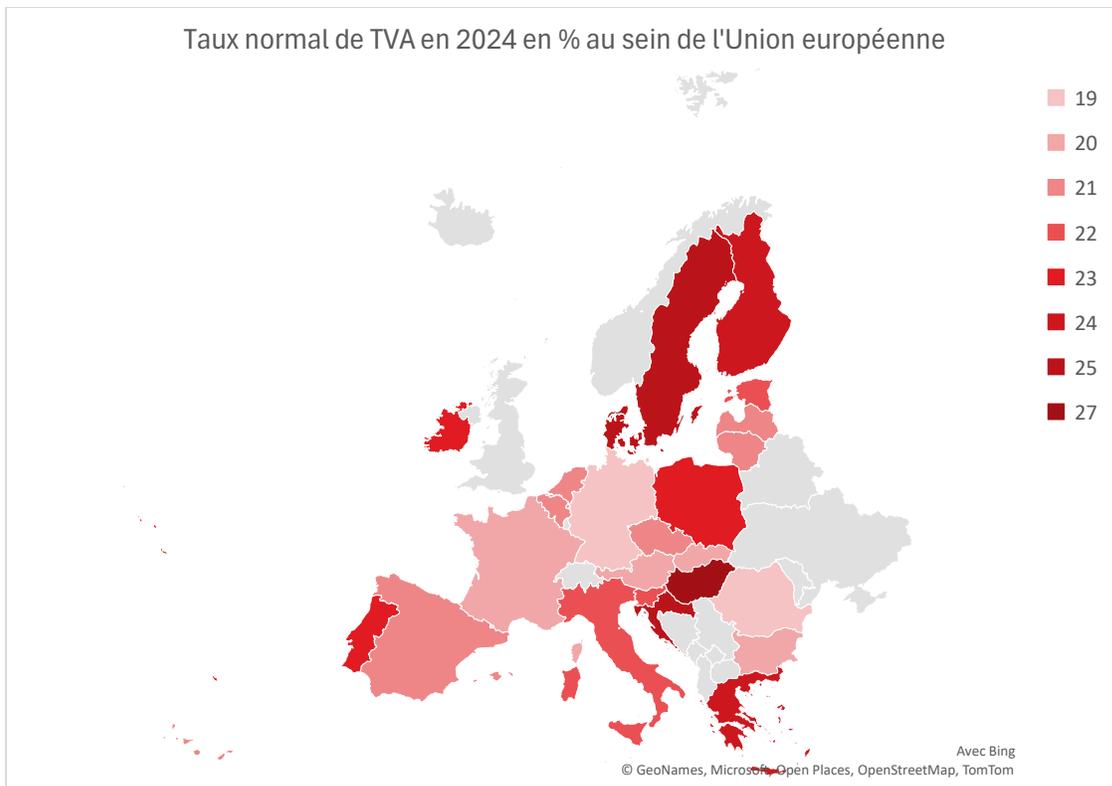
Quelle réforme fiscale en France ?

En France, le déficit public pourrait dépasser 6 % du PIB en 2024. Cette dérive représente une augmentation de 1,5 point de PIB par rapport à la feuille de route communiquée à la Commission européenne en 2023. La réduction de ce déficit se justifie à la fois par les engagements pris par la France vis-à-vis de ses partenaires européens et par la nécessité de maîtriser la dette publique, qui dépasse désormais 3 200 milliards d'euros. Avec la hausse des taux d'intérêt, le service de la dette atteint désormais 70 milliards d'euros et constitue le premier poste de dépenses de l'État. Faut de réaliser des économies suffisantes, le gouvernement prépare l'opinion publique à des hausses d'impôts, mais quelles sont réellement ses marges de manœuvre en la matière ?

Avec un taux de prélèvements obligatoires de 43,2 % du PIB en 2023, la France est l'un des pays européens qui sollicite le plus ses contribuables. Toutefois, il est pertinent de comparer, impôt par impôt, le niveau français à celui de ses principaux partenaires pour évaluer ces marges de manœuvre.

De légères marges pour la TVA

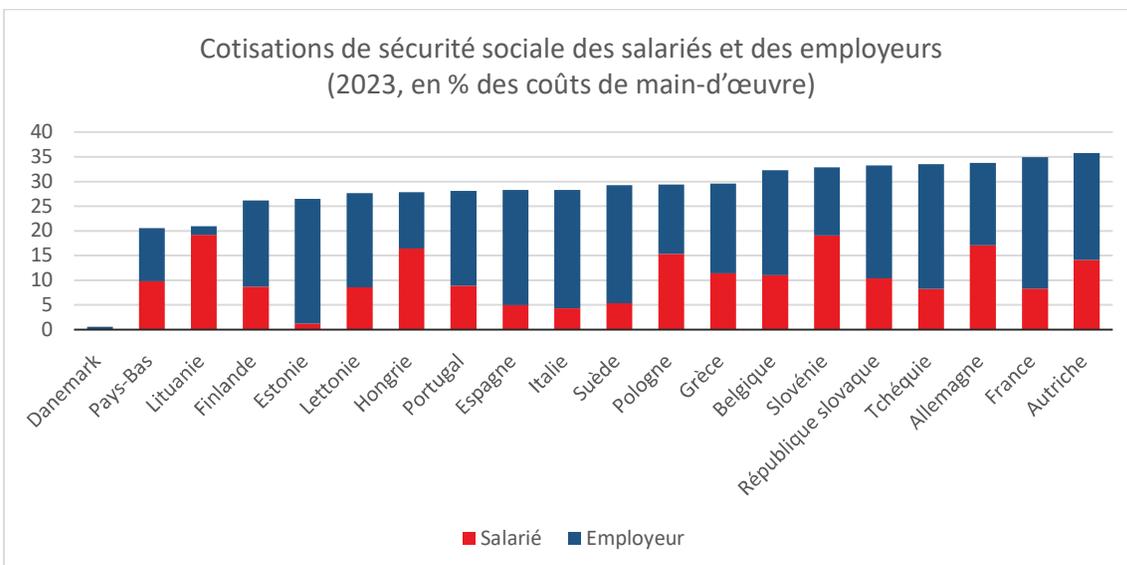
En matière de TVA, la France se situe dans la moyenne basse de l'Union européenne. Le taux normal y est de 20 %, contre 21 % en Espagne, 22 % en Italie et 25 % en Suède. En revanche, il est de 19 % en Allemagne.



Cercle de l'Épargne – données Commission européenne

Le poids élevé des cotisations sociales

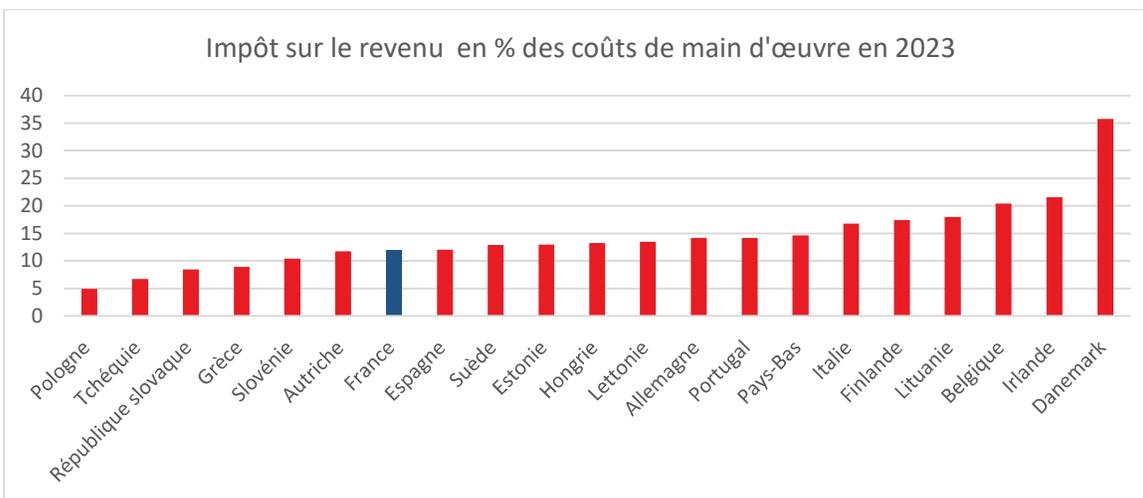
Les cotisations patronales représentent 26,6 % du coût total du travail en France, contre 24 % en Italie, 23,3 % en Espagne, 23,9 % en Suède et 16,7 % en Allemagne. Le cas le plus extrême est celui du Danemark où il n'y a quasiment pas de cotisations patronales. Le total des cotisations patronales et salariales atteint 34,9 % du coût total du travail en France, contre 28,3 % en Italie, 28,2 % en Espagne, 29,2 % en Suède et 33,8 % en Allemagne. Seule l'Autriche, avec un taux de 35,75 % affiche un niveau supérieur à celui de la France.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Un faible poids de l'impôt sur le revenu à relativiser

La France se caractérise par le faible poids de son impôt sur le revenu. En 2023, il représentait 11,9 % du coût total du travail, contre 16,8 % en Italie, 12,9 % en Suède et 14,1 % en Allemagne. Cependant, en prenant en compte la CSG (Contribution Sociale Généralisée), qui fonctionne dans les faits comme une première tranche d'impôt sur le revenu, la France figurerait parmi les pays où cet impôt pèse le plus. La CSG est due par l'ensemble des contribuables ou presque (taux zéro pour les retraités les plus modestes), tandis que l'impôt sur le revenu ne concerne qu'un ménage sur deux.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

Des impôts sur la succession élevés

Les droits de succession en France sont plus élevés que dans la plupart des autres pays de l'Union européenne. Ils représentent 1,4 % de l'ensemble des impôts, alors que leur poids est nul ou marginal dans la majorité des pays européens. Malgré cela, le



Le poids des droits de succession reste relativement faible en France, à environ 0,6 % du PIB. En effet, une majorité des successions, grâce à l'application des abattements, est exonérée de droits.

Pays	Taux d'imposition des successions le plus faible	Taux d'imposition des successions le plus élevé	Recettes tirées des impôts sur les successions et les donations (en % des recettes fiscales totales)
Autriche	0	0	0.00
République tchèque	0	0	0.00
Estonie	0	0	0.00
Portugal	0	0	0.00
République slovaque	0	0	0.00
Suède	0	0	0.00
Lituanie	0	10	0.01
Pologne	0	20	0.04
Hongrie	0	18	0.07
Slovénie	0	39	0.09
Italie	0	8	0.11
Grèce	0	40	0.19
Pays-Bas	0	40	0.51
Allemagne	0	50	0.52
Danemark	0	36	0.57
Espagne	8	82	0.58
Irlande	0	33	0.68
Finlande	0	33	0.74
France	0	60	1.38
Belgique	0	80	1.46

Cercle de l'Épargne – données OCDE

La France, une exception (ou presque) pour l'impôt sur la fortune

La France dispose d'un impôt sur la fortune immobilière (IFI) qui a remplacé en 2018 l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), lequel incluait l'ensemble des actifs des ménages, à l'exception des œuvres d'art et des biens professionnels. La plupart des pays européens ont supprimé ou n'ont jamais instauré de taxation de la fortune. Une exception notable est l'Espagne, où un impôt sur la fortune, avec un taux relativement élevé, est encore appliqué. Cependant, la notion d'impôt sur la fortune doit être relativisée. L'imposition de l'immobilier, à travers les taxes foncières ou les droits de mutation, peut également s'assimiler à une forme de taxation de la fortune.

Pays	Base fiscale	Taux d'imposition (en %)
Belgique	Valeurs mobilières dont la valeur dépasse 1 million d'euros	0.15
Espagne	Fortune nette	0.2 à 3.75
France	Biens immobiliers dont la valeur dépasse 800000 euros	0.5 à 1.5
Italie	Actifs financiers détenus à l'étranger Biens immobiliers détenus à l'étranger	0.2 à 0.4 1.06

Cercle de l'Épargne – données EY



Quelles marges de manœuvre pour le nouveau gouvernement ?

Le gouvernement pourrait envisager d'augmenter la TVA, tout en proposant en contrepartie une baisse des cotisations salariales. Cette mesure s'inspirerait du plan allemand du début des années 2000. Une hausse de 0,5 point du taux de TVA permettrait de réduire d'un point les cotisations sociales, ce qui augmenterait les revenus des actifs. En revanche, les inactifs (notamment les retraités) et les entreprises seraient pénalisés. Ces dernières pourraient toutefois compenser en augmentant leurs prix. Une autre option serait de réduire les cotisations patronales pour alléger le coût du travail, ce qui reviendrait à instituer une TVA sociale. Cependant, une augmentation de la TVA aurait un effet inflationniste et serait probablement perçue comme injuste par une partie significative de la population.

Le gouvernement pourrait aussi accroître l'impôt sur le revenu, estimant qu'il est relativement faible en France par rapport à d'autres pays, malgré l'existence de la CSG. Il pourrait geler le barème fiscal, générant un gain de 3 milliards d'euros, ou augmenter les taux des tranches les plus élevées, actuellement à 41 % et 45 %.

Les pouvoirs publics pourraient décider d'augmenter les droits de succession afin de lutter contre la concentration du patrimoine et la perpétuation d'un effet de rente. Actuellement, en France, 60 % de la fortune est héritée, contre seulement 30 % en 1970. Les 0,1 % des héritiers les plus fortunés ne paient en moyenne que 10 % de droits de succession. Certains suggèrent de plafonner les exonérations offertes par le Pacte Dutreil qui permet un abattement de 75 % sur les biens professionnels. La suppression de ce dispositif pourrait contraindre les héritiers à ouvrir le capital des entreprises familiales, par exemple à des fonds de private equity.

Le gouvernement pourrait également relever le taux de l'impôt sur les sociétés à 30 % ou 33 %, mais le gain serait difficile à évaluer car les entreprises pourraient ajuster leurs charges et dividendes. Par ailleurs, la France ne peut pas trop diverger des taux d'imposition de ses partenaires au risque de perdre en attractivité. La France a un besoin élevé de capitaux pour moderniser son économie et réduire son déficit de la balance des paiements courants.

Enfin, la France pourrait proposer un impôt mondial sur les détenteurs de grandes fortunes pour éviter leur migration vers des paradis fiscaux. Une proposition d'instaurer un impôt de 2 % sur les fortunes dépassant un milliard de dollars a ainsi été évoquée dans le cadre du G20.



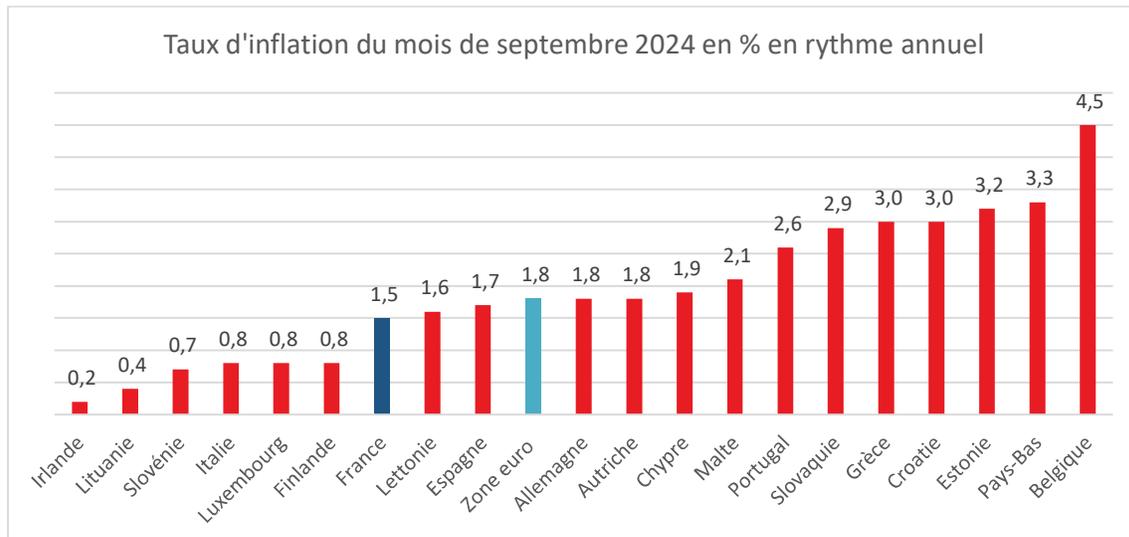
CONJONCTURE

Baisse sensible de l'inflation au sein de la zone euro

Le taux d'inflation annuel de la zone euro a été estimé par Eurostat à 1,8 % en septembre, contre 2,2 % en août.

Cette baisse de l'inflation est en grande partie due à la diminution des prix de l'énergie (-6 % en septembre contre -3 % en août). En revanche, les services devraient afficher le taux annuel le plus élevé en septembre (4,0 % contre 4,1 % en août). Les prix de l'alimentation, de l'alcool et du tabac ont augmenté de 2,4 %, comparé à 2,3 % en août, tandis que les biens industriels hors énergie ont enregistré une hausse de 0,4 %, un chiffre stable par rapport au mois d'août.

La France affiche un taux d'inflation inférieur à la moyenne de la zone euro.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Mauvaise passe pour l'automobile en France

Après un début d'année encourageant, le marché automobile connaît un important passage à vide depuis le début du printemps. En septembre, les immatriculations de voitures neuves ont reculé de 11,07 % par rapport à la même période l'année précédente, selon les chiffres de la Plateforme automobile.

Ce cinquième mois consécutif de baisse a effacé l'augmentation des ventes enregistrée en début d'année. Le recul sur neuf mois atteint 1,8 %. Les ménages ont réduit leurs achats de véhicules en raison des incertitudes politiques. Le niveau élevé des taux d'intérêt pèse également sur le crédit, qui joue un rôle clé dans l'achat de voitures. La réduction des avantages pour les voitures électriques et les interrogations concernant l'évolution de la réglementation incitent les ménages à différer leurs achats.



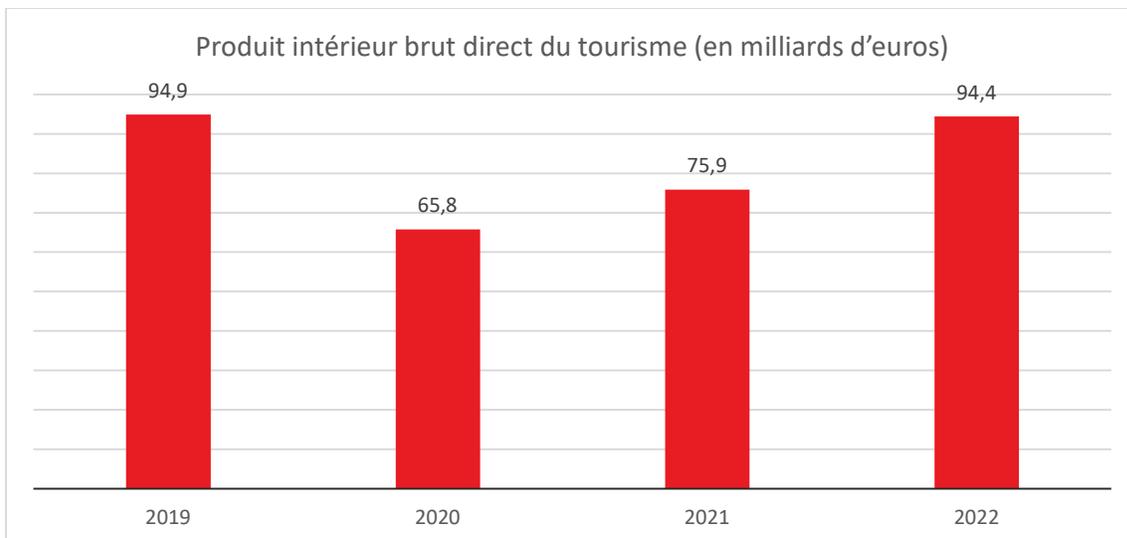
Les marques françaises sont les premières victimes de cette baisse des immatriculations. Le groupe Stellantis a enregistré un recul de 17,5 % de ses ventes en septembre (-4,8 % sur neuf mois). Citroën (-8,8 % depuis le début de l'année), Fiat (-8,6 %) et DS (-25,4 %) sont les plus touchées. Le groupe Renault a connu, pour sa part, une diminution de ses ventes de 14,3 % en septembre et un recul de 4,1 % sur neuf mois. Dacia, qui soutenait les ventes jusqu'au début de l'année, connaît une chute importante. Les ventes de la marque ont baissé de 31,5 % en septembre et de 8,9 % sur neuf mois.

Quelques marques étrangères parviennent encore à tirer leur épingle du jeu : Volkswagen (+4,3 %), BMW (+11 %) et surtout Toyota (+19,2 %).

Les modèles 100 % électriques ont représenté 20 % des immatriculations en septembre, une proportion jamais atteinte depuis le début de l'année, et nettement supérieure aux 14 % et 15 % de juillet et août. Certains constructeurs, comme Renault, ont probablement accéléré les livraisons pour respecter les objectifs de réduction des émissions de CO₂ imposés par Bruxelles.

Le tourisme en France, près de 4 points de PIB

En 2022, le produit intérieur brut (PIB) direct du tourisme s'élevait à 94,4 milliards d'euros, représentant ainsi 3,6 % du PIB de la France. En 2021, au sortir de l'épidémie de Covid, le PIB touristique était de 75,9 milliards d'euros, soit 3 % du PIB total de l'économie.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

L'hébergement reste la principale activité du tourisme

Les activités caractéristiques du tourisme, telles que l'hébergement, la restauration ou les transports, ont généré une valeur ajoutée brute totale de 294,5 milliards d'euros en 2022, dont 72,3 milliards imputables au tourisme (soit 24,6 %). Le reste de cette valeur ajoutée est lié à la consommation des autres acteurs économiques, principalement la population résidente.



Dans le secteur de l'hébergement, la valeur ajoutée directe attribuable au tourisme a atteint 34,9 milliards d'euros, représentant 16,7 % de la valeur ajoutée totale de ce secteur. Les hébergements des visiteurs regroupent l'ensemble des activités d'hébergement de courte durée, ainsi que les activités liées à la location et à l'exploitation de biens immobiliers. La part dédiée au tourisme inclut non seulement les hébergements collectifs de tourisme, mais aussi les activités immobilières liées aux résidences secondaires.

Les autres activités caractéristiques du tourisme ont une contribution moindre à la valeur ajoutée du secteur. Par exemple, les activités de transport de voyageurs, dont la part dédiée au tourisme est très importante (62,7 %), représentent une valeur ajoutée de 16,8 milliards d'euros. Quant à l'activité des agences de voyages et des services de réservation, considérée comme entièrement touristique, elle génère une valeur ajoutée brute totale de 2,3 milliards d'euros. Les activités culturelles, sportives et de loisirs, en partie destinées aux touristes, ont produit une valeur ajoutée brute directe de 11,2 milliards d'euros en 2022. Pour les activités de restauration et de cafés liées au tourisme, la production s'est élevée à 7,1 milliards d'euros, soit 22,8 % de la valeur ajoutée brute totale de ce secteur, qui reste majoritairement orienté vers la population résidente.

Certaines activités, bien que non considérées comme touristiques car principalement tournées vers la demande locale, répondent également aux besoins des touristes. Par exemple, le commerce de détail fournit aux voyageurs des biens alimentaires, du carburant ou des services comme la coiffure et les soins corporels. En 2022, ces activités non essentiellement touristiques ont généré une valeur ajoutée brute liée au tourisme de 9,8 milliards d'euros, représentant toutefois seulement 0,5 % de la valeur ajoutée totale de ces secteurs.

Un retour à la normale pour le tourisme en France

Après une forte contraction en 2020 et 2021, le secteur du tourisme a retrouvé un niveau presque normal en 2022. La valeur ajoutée brute directe du tourisme a augmenté dans toutes les activités par rapport à 2021. En 2022, les activités caractéristiques du tourisme ont généré une valeur ajoutée presque équivalente à celle observée en 2019 (72,3 milliards d'euros contre 72,6 milliards d'euros).

Avec le retour de la clientèle étrangère, la valeur ajoutée liée aux transports a connu la plus forte augmentation entre 2021 et 2022, principalement sous l'effet de la hausse des prix. Elle dépasse même les niveaux de 2019. Entre 2019 et 2022, la valeur ajoutée brute du tourisme a ainsi augmenté dans le transport aérien (+20,4 %, à 6,5 milliards d'euros), le transport ferroviaire (+26,7 %) et le transport routier, fluvial et maritime (+25,0 %). Les activités culturelles ont également dépassé leur niveau d'avant-crise avec une valeur ajoutée de 4,9 milliards d'euros en 2022 (+8,9 %). Dans le secteur de l'hébergement, la valeur ajoutée brute liée au tourisme a progressé par rapport à 2019, mais de manière plus modérée (+1,5 %).

L'activité des agences de voyages et des services de réservation a repris entre 2021 et 2022, avec une valeur ajoutée de 2,3 milliards d'euros, soit deux fois plus qu'en 2021. Toutefois, ce niveau reste en deçà de celui de 2019 (-14,8 %). Dans le secteur de la



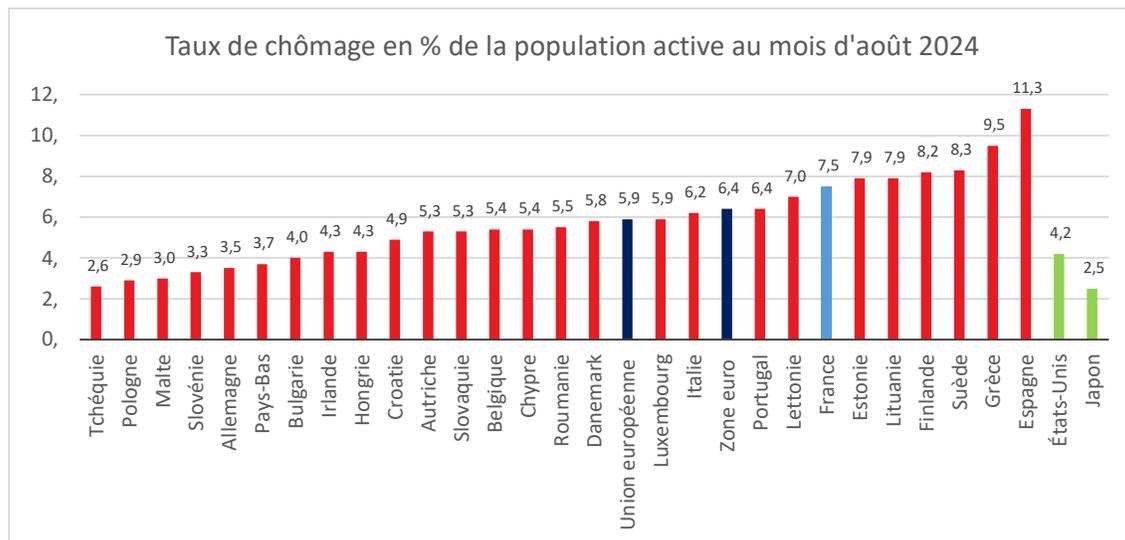
restauration et des cafés, la valeur ajoutée brute directe du tourisme est toujours inférieure à son niveau d'avant-crise (-26,0 %), malgré une forte progression entre 2021 et 2022 (+22,4 %). De même, bien que les activités sportives et de loisirs aient connu une hausse de leur valeur ajoutée entre 2021 et 2022, elles restent en retrait par rapport à 2019 (-13,7 %).

Chômage stable en Europe

Malgré la faible croissance, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro est resté stable à 6,4 % en août 2024, selon Eurostat, identique à celui de juillet. Il est en baisse de 0,2 point par rapport au taux de 6,6 % enregistré en août 2023. Le taux de chômage de l'Union européenne (UE) s'établissait à 5,9 % en août 2024, en baisse par rapport aux 6,0 % enregistrés en juillet ainsi qu'en août 2023.

Eurostat estime que 13,027 millions de personnes étaient au chômage dans l'UE en août 2024, dont 10,925 millions dans la zone euro. Par rapport à juillet 2024, le chômage a diminué de 108 000 personnes dans l'UE et de 94 000 dans la zone euro. Par rapport à août 2023, le chômage a baissé de 142 000 personnes dans l'UE et de 233 000 dans la zone euro.

En août 2024, 2,766 millions de jeunes (âgés de moins de 25 ans) étaient au chômage dans l'UE, dont 2,231 millions dans la zone euro. Le taux de chômage des jeunes s'est établi à 14,3 % dans l'UE, en baisse par rapport aux 14,5 % enregistrés en juillet 2024, et à 14,1 % dans la zone euro, contre 14,2 % le mois précédent. Par rapport à juillet 2024, le chômage des jeunes a diminué de 50 000 personnes dans l'UE et de 31 000 dans la zone euro. Comparé à août 2023, le chômage des jeunes a baissé de 102 000 personnes dans l'UE et de 128 000 dans la zone euro.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



Les États à la recherche d'une nouvelle efficacité

De campagne électorale en campagne électorale, les candidats promettent de restaurer les services publics, mais ces promesses restent souvent lettre morte. En entrant à la Maison Blanche en 2021, le président Joe Biden avait promis de revitaliser les infrastructures américaines. Pourtant, durant son mandat, les dépenses consacrées aux routes et aux chemins de fer ont diminué. Un plan visant à étendre l'accès au haut débit dans les zones rurales est resté inachevé. Le National Health Service britannique absorbe toujours plus de fonds, mais fournit des soins de plus en plus médiocres. Il en va de même pour le système de santé français. Les trains allemands, autrefois source de fierté nationale, sont maintenant connus pour leurs retards, avec moins des deux tiers des trains longue distance arrivant à l'heure. Dans certaines régions du Canada, des enfants peuvent attendre plusieurs années pour une place en crèche. Au Royaume-Uni, les détenus sont libérés plus tôt que prévu en raison de l'absence de places en prison, une situation similaire à celle de la France.

Les États seraient-ils devenus de moins en moins efficaces ? Ils dépensent de plus en plus pour des résultats de moins en moins satisfaisants, que ce soit en termes de croissance ou de lutte contre les inégalités sociales. Alors qu'en 1960, les dépenses publiques des États de l'OCDE représentaient 30 % du PIB, elles dépassent 40 % en 2024. Dans certains pays, comme la France, ce ratio excède même 50 %. Depuis le milieu des années 1990, les dépenses publiques britanniques ont augmenté de six points de pourcentage du PIB, tandis que celles de la Corée du Sud ont progressé de dix points.

Les prestations sociales avant les services publics et les investissements

Aux États-Unis, en 1950, les dépenses publiques consacrées aux services publics, comme les salaires des enseignants ou la construction d'hôpitaux, représentaient 25 % du PIB, alors que les dépenses sociales n'en représentaient que 8 %. Les dépenses de retraite étaient alors inférieures à 3 % du PIB. En 2024, les prestations sociales représentent plus de 15 % du PIB, un niveau relativement faible par rapport aux autres pays de l'OCDE. Depuis les années 1980, l'augmentation des dépenses sociales s'est accélérée, en partie à cause du vieillissement démographique et du ralentissement de la croissance. Au sein de l'OCDE, les dépenses sociales sont passées de 14 % à 21 % du PIB entre 1980 et 2022. À cela s'ajoutent les engagements futurs, tels que les retraites et les pensions d'invalidité qui constituent un "passif social". Selon l'économiste James Hamilton de l'Université de Californie à San Diego, ce passif social aux États-Unis représenterait six fois le PIB.

Le vieillissement de la population pèse sur les finances publiques. En 2022, 33 millions de personnes avaient plus de 85 ans dans l'OCDE, soit 2,4 % de la population totale. En 1970, elles n'étaient que 5 millions, représentant 0,5 % de la population.

Entre 1980 et 2022, les dépenses sociales dans les pays de l'OCDE sont passées de 14 % à 21 % du PIB. En France, elles dépassent 33 %. Durant les quarante dernières années, les États ont accru les impôts moins rapidement que les dépenses, provoquant



ainsi une envolée de la dette publique. La dette publique aux États-Unis, en Italie, en Grèce ou en France, dépasse désormais 100 % du PIB. La progression rapide des dépenses sociales a contraint les États à réaliser des économies sur les services publics, le fonctionnement des administrations et les investissements. Cette augmentation des dépenses sociales est imputable non seulement au vieillissement démographique, mais aussi à la montée des inégalités. Incapables de corriger ces inégalités en amont, les États interviennent sous forme de prestations sociales. Le financement de ces prestations accapare une part croissante de la richesse des pays, entraînant une hausse du coût du travail, ce qui pèse sur les salaires et favorise les délocalisations. En cherchant à être les béquilles du capitalisme, les États n'ont-ils pas fait fausse route ?

Depuis les années 1980, les États sont passés d'une logique assurantielle à une logique d'assistance en matière de prestations sociales. Les aides sont de plus en plus conditionnées à des niveaux de ressources. Aux États-Unis, cette tendance est également observée. En 1980, le quintile des Américains les moins bien payés recevait des transferts sous condition de ressources équivalant à un tiers de leur revenu brut. Depuis les années 1970, la part des Américains bénéficiant de bons alimentaires a doublé, atteignant une personne sur huit. Les États sont devenus plus généreux en période de crise. Pendant la pandémie de Covid-19, ils ont accordé des aides aux actifs et aux entreprises affectés, ainsi qu'à de nombreuses personnes qui continuaient à travailler. Pendant la crise énergétique de 2022, de nombreux gouvernements ont pris des mesures pour atténuer les effets de l'augmentation des prix de l'énergie. Même l'Allemagne, traditionnellement réputée pour sa rigueur budgétaire, a alloué 4,4 % du PIB pour protéger les ménages et les entreprises des conséquences de la guerre en Ukraine. Ces dernières années, les gouvernements semblent avoir perdu toute mesure. Aux États-Unis, la loi Inflation Reduction Act, visant à financer des investissements écologiques, pourrait coûter plus de 1 000 milliards de dollars. En Italie, un projet visant à encourager les propriétaires à rendre leur logement plus écologique est devenu incontrôlable, le gouvernement ayant déjà déboursé plus de 200 milliards d'euros (soit 10 % du PIB).

L'impossible solution fiscale

Depuis la crise financière de 2008, les gouvernements ont agi comme si des dépenses supplémentaires pouvaient être réalisées sans augmenter les impôts ni opérer des arbitrages budgétaires. Entre les années 1960 et 1990, les recettes fiscales en pourcentage du PIB des pays riches ont régulièrement augmenté. Depuis les années 2010, elles stagnent. Dans les années 1970 et 1980, les réformes fiscales étaient partagées équitablement entre celles qui augmentaient et celles qui réduisaient les recettes. En revanche, les réformes récentes se sont concentrées sur la réduction des impôts. En 2022, 85 % des réformes de l'assiette de l'impôt sur le revenu des particuliers dans les pays de l'OCDE ont conduit à une baisse de l'impôt collecté. En France, les gouvernements ont supprimé ces dernières années la taxe d'habitation, la redevance audiovisuelle, la première tranche de l'impôt sur le revenu et une partie de l'ISF, sans compenser ces pertes fiscales par de nouvelles sources de revenus ou par des économies budgétaires. Le résultat est le maintien de déficits publics élevés malgré la reprise économique depuis 2021. En 2024, le déficit public moyen de l'OCDE est de 4,4 % du PIB, dépassant 7 % aux États-Unis et atteignant 6 % en France. Dans le passé, de tels taux n'étaient observés qu'en période de guerre ou de récession.



Des services publics dégradés

Face à l'explosion des dépenses sociales, les gouvernements ont tendance à réduire les crédits alloués aux services publics. À l'exception de la France, la part de l'emploi dans le secteur public, en pourcentage du total, a diminué depuis la fin des années 1990. En raison de la complexification du droit et de la diminution des moyens alloués à l'administration, son efficacité a diminué. Aux États-Unis, le délai pour obtenir un permis de construire pour un projet résidentiel a doublé en trente ans. Au Royaume-Uni, les tribunaux du travail sont confrontés à d'importants retards en raison d'une pénurie de juges, avec des audiences sur les licenciements abusifs ou les discriminations raciales prévues jusqu'en 2026. En Australie, le délai de traitement des demandes de passeport est passé de trois à six semaines entre 2022 et 2024.

Des investissements en baisse et de plus en plus difficiles à réaliser

La réalisation d'investissements publics, comme les lignes ferroviaires à grande vitesse ou les métros, prend désormais des décennies, alors que dans les années 1970, quelques années suffisaient. La France a réussi à construire 18 centrales nucléaires entre la fin des années 1960 et la fin des années 1980, tandis qu'il a fallu 17 ans pour achever la seule centrale EPR de Flamanville. Aux États-Unis, l'Empire State Building a été construit en un an dans les années 1930. Aujourd'hui, un tel projet prendrait trois ou quatre fois plus de temps. Dans les années 1950 et 1960, les gouvernements, notamment en Allemagne et au Japon, ont construit des millions de logements sociaux et des milliers de kilomètres de routes et de voies ferrées.

Pour limiter la dérive de leurs finances, les États ont réduit leurs investissements dans la recherche et le développement. En 2023, les États de l'OCDE financent 10 % des dépenses de recherche, contre plus de 17 % en 1981. Presque toutes les avancées récentes en matière d'intelligence artificielle proviennent du secteur privé, alors que jusqu'aux années 1980, les grandes innovations technologiques, telles qu'Internet ou les trains à grande vitesse, étaient souvent le fruit d'investissements publics.

La réforme, un mot honni

Depuis les années 2010, les gouvernements réforment peu. Quand ils le font, la croissance économique n'est rarement leur priorité. En 2024, les gouvernements sont tiraillés entre la nécessité de stabiliser les impôts et celle de trouver de nouvelles ressources pour financer les dépenses publiques en augmentation. Dans son budget 2024-2025, le nouveau gouvernement britannique devrait augmenter les impôts sur l'épargne et l'investissement, au risque de freiner la croissance. Le Canada a augmenté les impôts sur les plus-values. En France, le gouvernement envisage d'augmenter les impôts sur les entreprises et les ménages les plus aisés. Aux États-Unis, où le déficit annuel atteint 7,3 % du PIB, les candidats à la présidence refusent d'envisager des hausses d'impôts. À la place, ils promettent de nouvelles baisses d'impôts qui risquent d'aggraver encore le déficit public. Les deux candidats ont proposé l'exonération des pourboires de l'impôt sur le revenu. Donald Trump a promis l'exonération des heures supplémentaires et une forte augmentation des droits de douane, qui sont dans les faits un impôt sur la consommation des produits importés.



Les gouvernements recourent à des expédients pour tenter de limiter la dérive des déficits publics, mais ils sont peu nombreux à chercher à améliorer l'efficacité des dépenses ou à moderniser le système fiscal. Des impôts à large assiette et à faible taux permettraient d'augmenter les recettes publiques tout en étant plus neutres économiquement. Le relèvement des taux de TVA constitue également une solution pour accroître les recettes, générant généralement peu de contestation. Les pays d'Europe du Nord ont des taux de TVA allant de 24 % à 25 %. Récemment, l'Estonie a augmenté sa TVA pour financer son industrie de la défense. Aux États-Unis, les Républicains s'opposent à toute augmentation de la TVA, arguant que cet impôt est régressif. Les ménages modestes consacrent en effet une part plus importante de leurs revenus à la consommation de biens et de services que les ménages plus aisés. Cependant, ces ménages sont aussi ceux qui bénéficieraient le plus de services publics efficaces. Un autre argument contre l'augmentation de la TVA est son impact inflationniste. Cependant, depuis le printemps 2024, l'inflation est en nette diminution, et la faible croissance devrait inciter les entreprises à ne pas répercuter entièrement cette hausse sur les prix.

Les États ont une ardente obligation à dégager des gains de productivité pour faire face à l'augmentation des dépenses de retraite et de santé, et pour réduire leurs déficits publics. Ils devront probablement recourir à la fiscalité, mais en privilégiant des impôts à fort rendement et aussi neutres que possible d'un point de vue économique.

La bataille du gaz n'est pas finie !

Pour le troisième hiver depuis le début de la guerre en Ukraine, l'Europe n'est nullement menacée par une pénurie de gaz. Au début du mois d'octobre, les réserves étaient pleines à 94 %, au-delà de l'objectif de 90 % fixé par les États membres de l'Union européenne. Les achats massifs de gaz naturel liquéfié (GNL) représentent désormais 60 % des importations de gaz de l'Union, alors qu'en 2021, 40 % du gaz provenaient des gazoducs russes.

Malgré l'absence de pénurie, le prix du gaz reste élevé. Le prix du GNL en Asie, référence mondiale, se situe au-dessus de 13 dollars par million d'unités thermiques britanniques (mBtu), bien au-dessus de son niveau d'avant la crise de 2022. Plusieurs facteurs contribuent à cette hausse. Un hiver froid est redouté, au vu des tendances de température dans l'hémisphère Nord depuis la fin du mois d'août. Un hiver « normal » serait très froid par rapport aux normes récentes. Une saison glaciale obligerait l'Europe à recourir à ses centrales électriques au gaz, augmentant ainsi la consommation de ce dernier. En outre, des températures froides sont souvent synonymes d'absence de vent, ce qui limiterait la production d'électricité par les éoliennes. En Asie du Nord-Est, l'hiver pourrait également être plus rigoureux en raison de la fin du phénomène El Niño. Une saison extrême, comme celle de 2021, où Pékin avait enregistré des températures de -20°C en janvier, son mois le plus froid depuis 50 ans, reste possible.

Une vague de froid importante en Europe et en Asie pourrait créer une demande supplémentaire de gaz de 21 milliards de mètres cubes (mmc) et 15 mmc respectivement, soit une augmentation de 4 à 8 % des importations de ces régions l'année dernière. La demande de GNL pourrait croître de 26 millions de tonnes supplémentaires, soit l'équivalent de 7 % des volumes échangés à l'échelle mondiale en 2023.



La deuxième source d'inquiétude réside dans la possibilité que les importations européennes de gaz par gazoduc diminuent encore. Un accord de cinq ans, qui expire en décembre, permet à la Russie de continuer à acheminer du gaz via l'Ukraine vers l'Europe centrale. Bien que ces flux aient été réduits de plus de moitié depuis 2021, ils représentaient encore 15 mmc l'année dernière. L'Ukraine a déjà annoncé qu'elle ne renouvellerait pas cet accord. L'Union européenne et l'Ukraine travaillent sur des solutions alternatives. L'une des options les plus réalistes serait un échange avec l'Azerbaïdjan, dans lequel le gaz russe transitant par l'Ukraine serait rebaptisé « azerbaïdjanais », tandis qu'une partie du gaz azerbaïdjanais deviendrait russe. Cependant, ce scénario ne résoudrait pas entièrement le problème car l'Europe recevrait autant de gaz via l'Ukraine qu'auparavant, mais moins de l'Azerbaïdjan. De plus, la Russie devrait accepter de vendre son gaz à bas prix à l'Azerbaïdjan, où l'énergie est bon marché. Si la Russie décidait d'arrêter complètement ses livraisons, la France, par exemple, verrait un cinquième de sa consommation de gaz d'origine russe affecté.

Les conditions météorologiques et la géopolitique continuent de favoriser la demande en GNL, mais des goulots d'étranglement apparaissent. La Russie ne peut guère augmenter sa production. Le terminal Arctique LNG 2, qui devait initialement exporter jusqu'à 13 millions de tonnes par an (mtpa) de GNL d'ici l'année prochaine – soit l'équivalent de 18 mmc de gaz une fois liquéfié – est retardé en raison des sanctions américaines visant toutes les entreprises participant à sa construction, ainsi que tout navire susceptible d'y accoster. Un projet visant à faire de l'Égypte un fournisseur fiable de GNL pour l'Europe n'a pas abouti, en raison de la baisse de la production de gaz dans ce pays. Les États-Unis, qui avaient comblé en partie le manque causé par l'absence du gaz russe en 2022 et 2023, sont désormais moins disposés à approvisionner l'Europe. Joe Biden a décrété un moratoire sur les projets de terminaux de liquéfaction, et la faillite du principal entrepreneur du projet Golden Pass au Texas, l'un des deux grands terminaux censés entrer en service l'an prochain, pourrait retarder leur mise en service de six mois ou plus.

L'Europe pourrait être mise sous pression dès le mois de décembre si l'hiver est rigoureux et si les exportations russes cessent. Les réserves de gaz permettraient de tenir jusqu'en février, mais les prix du gaz monteraient en flèche. Contrairement à 2022, l'Union européenne pourra toutefois compter sur les centrales nucléaires françaises et les barrages hydroélectriques, qui ont bénéficié des pluies automnales abondantes.

Compte tenu du contexte climatique et géopolitique, Anne-Sophie Corbeau, de l'université de Columbia, estime que le prix du gaz pourrait facilement atteindre 16 dollars par mBtu au début de l'année prochaine. Les pays asiatiques, et notamment la Chine, seraient relativement protégés, car ils achètent une grande partie de leur GNL dans le cadre de contrats à long terme indexés sur le prix du pétrole. En revanche, la quasi-totalité des achats européens se fait sur le marché spot ou est indexée sur les prix spot. Cela rend l'Europe plus vulnérable que l'Asie, d'autant plus qu'elle ne dispose plus, ou presque plus, de centrales au charbon.

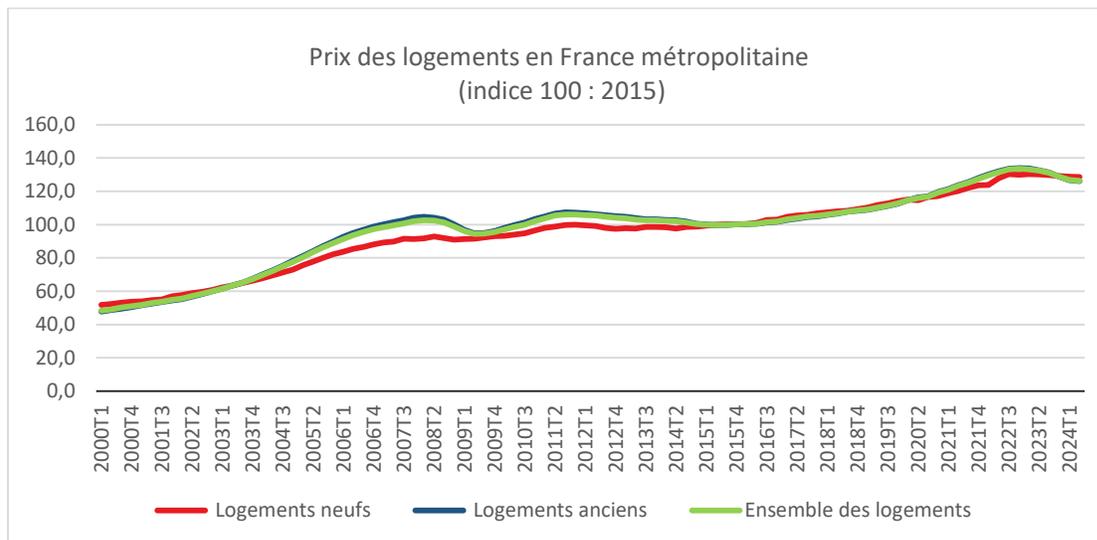


GRAPHIQUES

Sur un trimestre, la baisse des prix des logements s'atténue

Au deuxième trimestre 2024, les prix des logements (neufs et anciens) en France métropolitaine continuent de baisser, mais à un rythme moins soutenu : -0,5 % par rapport au trimestre précédent (données corrigées des variations saisonnières), après -1,4 % au premier trimestre 2024. Il s'agit du sixième trimestre consécutif de baisse. Les prix des logements neufs diminuent de -0,2 % par rapport au trimestre précédent, après -0,4 % au premier trimestre 2024. La baisse des prix des logements anciens reste plus marquée (-0,5 %, après -1,6 %).

Sur un an, les prix des logements reculent de 4,6 %, après -4,8 % au premier trimestre 2024. Ce recul est principalement porté par les logements anciens (-5,0 % après -5,2 %). Sur un an, les prix des logements neufs baissent également de -1,3 %, comme au trimestre précédent.

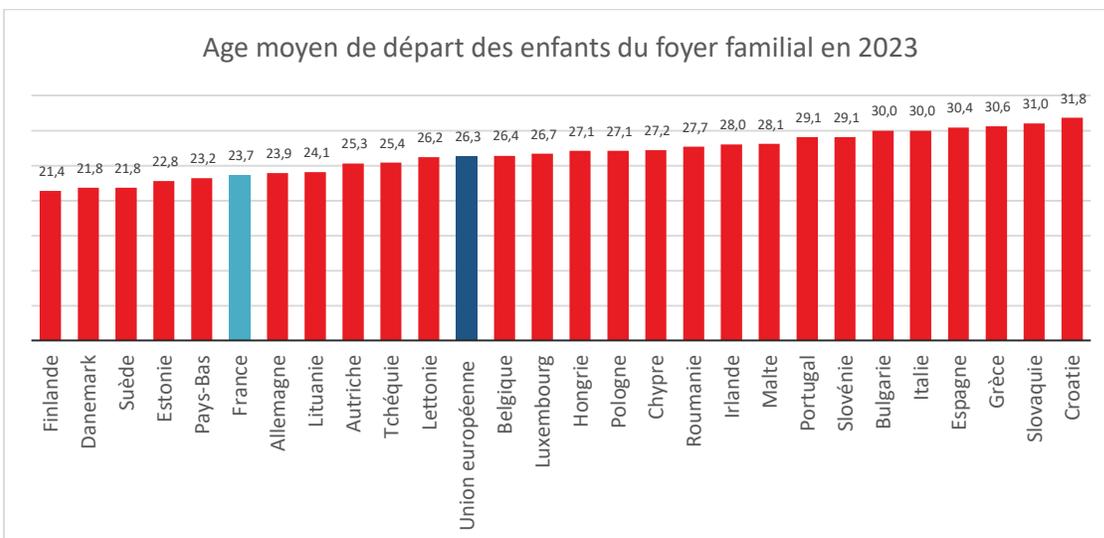


Cercle de l'Épargne – données INSEE

L'âge de départ des enfants de chez leurs parents en Europe

En 2023, les jeunes de l'Union européenne (UE) ont quitté le domicile parental en moyenne à l'âge de 26,3 ans, contre 26,4 ans l'année précédente.

Les âges moyens les plus élevés, de 30 ans ou plus, ont été enregistrés en Croatie (31,8 ans), en Slovaquie (31,0 ans), en Grèce (30,6 ans), en Espagne (30,4 ans), ainsi qu'en Bulgarie et en Italie (30,0 ans dans les deux cas). À l'inverse, les âges moyens les plus bas, tous inférieurs à 23 ans, ont été observés en Finlande (21,4 ans), en Suède et au Danemark (21,8 ans dans les deux cas), et en Estonie (22,8 ans).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

En 2023, 26,0 % des jeunes âgés de 15 à 29 ans dans l'UE vivaient dans des ménages surpeuplés. Le taux de surpeuplement des jeunes était de 9,2 points de pourcentage (pp) supérieur à celui de la population globale (16,8 %). Au niveau national, la Roumanie (59,4 %), la Bulgarie (55,3 %) et la Lettonie (54,8 %) affichaient les taux de surpeuplement les plus élevés chez les jeunes. À l'inverse, les taux les plus faibles ont été observés à Malte (3,9 %), à Chypre (4,0 %) et en Irlande (4,4 %).

Dans tous les pays de l'UE, le taux de surpeuplement était plus élevé chez les jeunes que dans la population totale, avec 11 pays de l'UE affichant des écarts de plus de 10 pp. Les plus grandes différences entre les taux de surpeuplement des jeunes et de la population globale ont été observées en Bulgarie (+20,4 pp), en Roumanie (+19,4 pp) et en Grèce (+18,5 pp). À l'inverse, les écarts les plus faibles ont été enregistrés en Irlande (+0,5 pp), à Malte (+1,5 pp) et à Chypre (+1,8 pp).

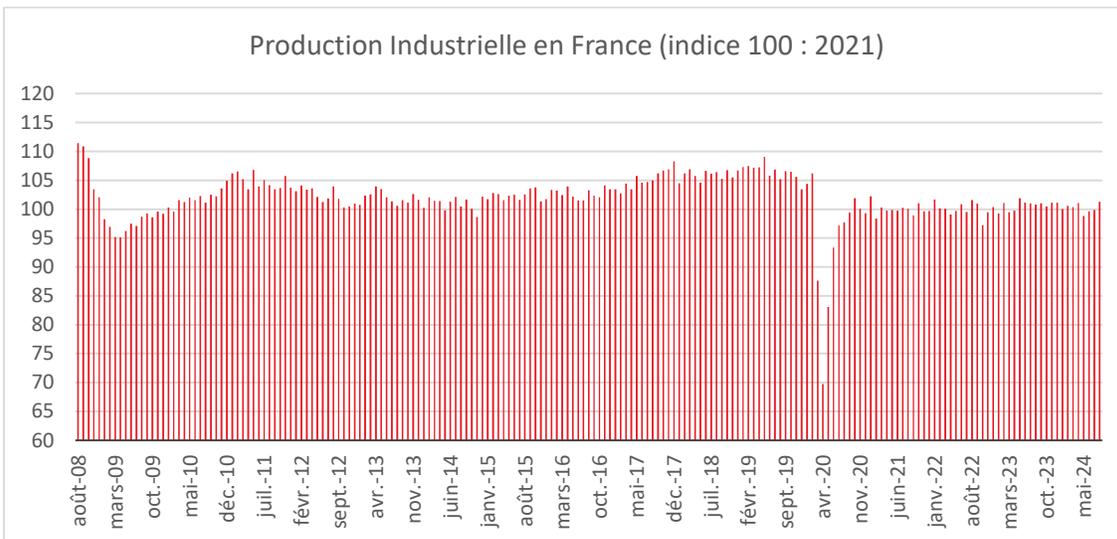
Hausse de la production industrielle en France en août

Selon l'INSEE, la production en août 2024 est en nette hausse sur un mois dans l'industrie manufacturière (+1,6 % après -0,2 % en juillet 2024), comme dans l'ensemble de l'industrie (+1,4 % après +0,2 %).

La hausse de la production manufacturière a été portée, en août, par celle de la fabrication d'« autres produits industriels » (+2,8 % après +0,1 %), en particulier dans l'industrie pharmaceutique (+22,0 % après +1,8 %). La production augmente également nettement dans la fabrication de matériels de transport (+3,3 % après -4,7 %) : elle rebondit aussi bien dans l'industrie automobile (+3,4 % après -3,4 %) que dans la fabrication d'autres matériels de transport (+3,2 % après -5,5 %). Elle augmente légèrement dans les industries extractives, énergie, eau (+0,4 % après +2,0 %). À l'opposé, la production se replie dans la fabrication de biens d'équipement (-1,1 % après +4,2 %) et les industries agro-alimentaires (-0,5 % après +0,2 %). Elle baisse de nouveau dans la cokéfaction et le raffinage (-2,4 % après -9,9 %).



La production des trois derniers mois (juin à août 2024) est inférieure à celle des trois mêmes mois de l'année précédente dans l'industrie manufacturière (-1,1 %), comme dans l'ensemble de l'industrie (-0,7 %). Sur cette période, la production est en baisse dans la fabrication de matériels de transport (-6,0 %). Elle diminue dans l'industrie automobile (-14,3 %), mais elle est quasi stable dans la fabrication d'autres matériels de transport (-0,1 %). La production baisse aussi dans la fabrication de biens d'équipement (-3,3 %) et la cokéfaction et le raffinage (-4,7 %). Elle diminue plus modérément dans les industries agro-alimentaires (-0,5 %). À l'opposé, elle progresse dans la fabrication d'« autres produits industriels » (+0,6 %) et les industries extractives, énergie, eau (+1,2 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE



AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 7 octobre

En **France**, le montant des **réserves officielles de change** à fin septembre 2024 seront publiés.

Pour l'**Union européenne** et la **zone euro**, Eurostat diffusera les statistiques mensuelles, du **commerce de détail** à fin août. Les résultats de la **production de services**, le **chiffre d'affaires des services** ainsi que l'**indice de production totale du marché** en juillet 2024 seront par ailleurs rendus publics. Il sera également possible de consulter l'**indice des prix des logements occupés par leur propriétaire** ainsi que des statistiques expliquées sur les **ventes de maison** dans l'Union européenne au deuxième trimestre 2024. La **BCE** publiera, ses **indicateurs de compétitivité harmonisés** pour le mois de septembre.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de suivre l'évolution du marché de l'immobilier avec l'**indice des prix immobiliers Halifax** de septembre.

En **Allemagne**, les chiffres des **commandes à l'industrie** d'août seront publiés.

Au **Japon**, les **indicateurs coïncident et avancé** du mois d'août seront publiés.

En **Chine** et au **Japon**, le **montant des réserves de change en USD** à fin septembre sera rendu public.

Aux **États-Unis**, les chiffres du **crédit à la consommation** en août et l'**indice des tendances de l'emploi - Conference Board** de septembre seront communiqués.

Mardi 8 octobre

En **France**, les **résultats du commerce extérieur** et la **balance de paiements** en août seront diffusés par l'INSEE.

Au **Royaume-Uni**, les **statistiques mensuelles des ventes au détail BRC** en septembre seront disponibles.

Pour l'**Union européenne**, Eurostat publiera des données de la **consommation finale d'énergie dans les transports** en 2022 ainsi qu'un article consacré aux **Prix des carburants** sur la période 2021-2024.

Au **Japon**, les statistiques mensuelles, à fin août, des **dépenses des ménages**, le **revenu salarial global des employés**, **rémunération des heures supplémentaires**, ainsi que les **balance des paiements courants** seront diffusées. Il sera également possible de consulter l'indice Observateurs de l'économie - conditions actuelles de septembre.

En **Allemagne**, les chiffres de la **production industrielle** en août seront publiés.



Aux **États-Unis**, la publication des données de la **balance commerciale** au mois d'août et de l'**indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises** de septembre est attendue.

Mercredi 9 octobre

Pour l'**Union européenne** et la **zone euro**, Eurostat diffusera le nombre de **nuitées dans les établissements d'hébergement touristique** en juillet 2024, les statistiques du **commerce international de produits liés à l'énergie verte** en 2023 ainsi que l'édition 2024 des « **chiffres clés sur les conditions de vie** ». Il sera enfin de possible de consulter des données sur l'**intégration des migrants** en 2023 dans les deux zones.

En **Allemagne**, il sera possible de prendre connaissance des résultats du **commerce extérieur et de la balance commerciale** en août.

Aux **États-Unis**, les statistiques à fin août de **stocks et des ventes de grossistes** ainsi que l'**indicateur PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'octobre seront diffusés.

Jeudi 10 octobre

Pour les **États membres de l'Union européenne**, les chiffres des **demandes de protections temporaires accordées** en août ainsi que **ceux des titres de séjour** – autorisations de séjour et de travail en 2023 seront diffusés par l'office européen de la statistique. Il sera également possible de consulter les statistiques du transport aérien (vols commerciaux) en septembre. **Pour le secteur de la santé, des statistiques expliquée sur la santé mentale et problèmes connexes** dans les pays membres en 2022 seront disponibles. **La BCE publiera les minutes de sa réunion de politique monétaire** et communiquera **les statistiques sur les taux d'intérêt à long terme** en septembre.

Au **Royaume-Uni**, l'**indice des prix immobiliers RICS** de septembre seront diffusés.

Au **Japon**, l'**indice des prix de gros CGPI** et les statistiques des **prêts bancaires** en septembre seront publiés.

En **Italie**, les données mensuelles de la **production industrielle** seront publiées.

Pour les **États membres de l'Union européenne et le Royaume-Uni**, il sera possible de prendre connaissance de l'indicateur **PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'octobre.

Aux **États-Unis**, seront diffusés, pour le mois de septembre, les résultats définitifs de l'**inflation, l'IPC Fed de Cleveland, la balance du budget fédéral** ainsi que les statistiques des **revenus réels**.



Vendredi 11 octobre

Pour l'**Union européenne**, Eurostat publiera des données sur le **transport aérien** - passagers, fret et courrier - en février 2024 ainsi que les données mensuelles sur la période de janvier à mars 2024 sur le **transport aérien de passagers**. Un article complété de statistiques expliquées sur les **difficultés de logement et de location** dans l'Union européenne ainsi que les chiffres du **commerce international de produits recyclables** en 2023 sont également attendus.

En **Chine** et au **Japon**, l'indicateur **PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'octobre sera accessible.

Au **Japon**, les chiffres des **commandes de machines-outils** en septembre et l'**indice Reuters Tankan** d'octobre seront communiqués.

Au **Royaume-Uni**, les statistiques de la **croissance**, de la **production** et de **balance commerciale** en août seront disponibles.

En **Allemagne**, les résultats de l'**inflation** en septembre et le **solde du compte courant** à fin août seront diffusés.

Aux **États-Unis**, il sera possible de consulter l'**indicateur Prix à la production** de septembre ainsi que les **indices Michigan** d'octobre.

Lundi 14 octobre

Pour l'**Union européenne**, Eurostat publiera pour les chiffres du **commerce international de produits liés à l'énergie verte** en 2023.

En **Chine**, les chiffres des **échanges extérieurs et de la balance commerciale** en septembre sont attendus.

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

Mardi 15 octobre 2024

En **France**, et en **Espagne**, seront publiés les résultats définitifs de l'**inflation**.

En **France**, le montant des **réserves nettes de change** ainsi que l'**indice des prix dans la grande distribution** en septembre seront disponibles. Il sera également possible de prendre connaissance de l'**indice de référence des loyers** du troisième trimestre 2024 et de l'**index bâtiment, travaux publics et divers de la construction** d'août.

Pour la **zone euro et l'Union européenne**, Les données de la **production industrielle** d'août, ainsi qu'un article consacré **aux personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale, par région** dans les deux en 2023 seront publiés par Eurostat. Il sera enfin possible de suivre les statistiques des **cancers** recensés par types spécifiques en 2022. La **BCE** publiera pour le mois de septembre, les statistiques sur



les émissions de titres ainsi que le **montant total des réserves internationales et la liquidité en devises étrangères**.

Au **Japon**, les statistiques de la **production industrielle** et de **l'utilisation des capacités** en août seront disponibles.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de suivre **l'évolution du salaire moyen** et du **taux de chômage** en août ainsi que celle du **nombre de demandeurs d'emploi** en septembre.

En **Allemagne**, la diffusion de **l'indice WPI des prix de gros** de septembre et la publication des **indicateurs ZEW** pour le mois d'octobre sont attendus.

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

Mercredi 16 octobre

Pour la **zone euro** et **l'Union européenne**, Eurostat publiera les données relatives aux **enregistrements d'entreprises et faillite** en août, un aperçu des **indices des prix à la production et des coûts de construction** en 2023, des données sur le **tourisme** en Europe (**voyages – participation**) ainsi que sur le **transport routier de marchandises selon les caractéristiques des véhicules**, toujours en 2023 seront disponibles. Il sera également possible de consulter un article consacré à **l'intégration des migrants à travers le prisme du logement**. Les chiffres de la **surmortalité** constatée en août seront, par ailleurs, communiqués par l'office européen de la statistique.

Au **Japon**, les chiffres des **commandes de machines** en août seront diffusés.

Au **Royaume-Uni**, **l'indice des prix à la consommation (IPC et IPC core)**, celui des **prix de la production** et celui des **prix de détail** de septembre sont attendus.

En **Allemagne** les statistiques mensuelles des **ventes au détail** seront disponibles.

En **Italie**, les résultats définitifs de **l'inflation** en septembre seront confirmés par l'office italien de la statistique.

Aux **États-Unis**, seront publiés **l'indice des prix à l'exportation et l'indice des prix à l'importation** de septembre.

Jeudi 17 octobre 2024

La parution des résultats définitifs de **l'inflation** constatée dans la zone euro en septembre et des chiffres du **commerce international de biens** en août dans **l'Union européenne et la zone euro** sont attendus. Des statistiques sur **les fonds d'investissement de la zone euro** en août seront diffusés par la **BCE**. **Réunion du Conseil européen les 17 et 18 octobre**.



Au **Japon**, les statistiques mensuelles du **commerce extérieur** à fin septembre et **l'indice d'activité de l'industrie tertiaire** à fin août seront disponibles.

En **Italie**, le montant de **la balance commerciale** en août sera diffusé.

Aux **États-Unis**, les statistiques des **ventes au détail**, de la **production manufacturière**, de la **production industrielle** et le **taux d'utilisation des capacités** en septembre seront publiés. Il sera également possible de suivre l'évolution des **stocks des entreprises**, des **achats étrangers de T-bonds**, des **flux nets de capitaux** et des **transactions nettes à long-terme** en août ainsi que les **indicateurs conjoncturels** d'octobre de **la Fed de Philadelphie**.

Vendredi 18 octobre 2024

En France, les chiffres **créations d'entreprises** et les données relatives à l'évolution des **prix des énergies et des matières premières importées** en septembre seront rendus publics.

Eurostat publiera pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, les données de la **production dans le secteur de la construction** et la **balance des paiements** en août ainsi que des statistiques expliquées sur les **principaux agrégats du PIB et emploi** au deuxième trimestre. **Réunion du Conseil européen les 17 et 18 octobre.**

Au **Japon**, les résultats de **l'inflation** de septembre seront disponibles.

En **Chine**, seront publiés les chiffres des **prix immobiliers** annuels pour septembre, les investissements en immobilisations, et la **croissance du produit intérieur brut (PIB)** à la fois trimestrielle et annuelle. Les statistiques de la **production industrielle**, les **ventes au détail** et le **taux de chômage** seront également annoncés pour le mois de septembre.

Au **Royaume-Uni**, les statistiques des **ventes au détail** pour le mois de septembre ainsi que les chiffres de la balance des **paiements courants** et de la **production du secteur de la construction** pour le mois d'août seront disponibles.

Aux **États-Unis**, les statistiques mensuelles des **permis de construire** et des **mises en chantier** en septembre seront publiés.



LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2023	2 817	4 108	2056	1451	14 292
PIB par tête en 2023 En euros	41 001	48 633	34 864	30 2363	41 265
Croissance du PIB 2023	+0,9 %	-0,3 %	+0,7 %	+2,5 %	+0,5 %
deuxième trimestre 2024	+0,2 %	-0,1 %	+0,2 %	+0,8 %	0,3 %
Inflation En % - septembre 2024	1,5	1,8	0,8	1,7	1,8
Taux de chômage En % - août 2024	7,5	3,5	6,2	11,3	6,4
Durée annuelle du Travail (2023)	1513,3	1344,5	1741,2	1632,3	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2023)* en %	34,5	34,7	37,8	30,4	33,9
Dépenses publiques En % du PIB 2023	56,5	48,2	53,1	46,8	49,4
Solde public En % du PIB 2023	-5,5	-2,5	-7,4	-3,6	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2023	110,6	63,6	137,3	107,7	88,6
Balance des paiements courants En % du PIB – mai-24	-1,2	+7,0	+1,4	+2,7	+2,4
Échanges de biens En % du PIB – mai-24	-3,0	+6,1	+2,5	-2,8	+1,1
Parts de marché à l'exportation En % 2023	2,6	7,0	2,8	1,8	24,7
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut sept-23	17,2	20,6	8,8	9,1	14,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (28/09/24)	2,926	2,140	3,457	2,924	-

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



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

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

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

CONTACT

Lorello Eco Data

28 bis, rue du Cardinal Lemoine • 75005 Paris
Tél. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36

ABONNEMENT

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

Conditions tarifaires

- abonnement simple 2 000** euros hors taxes 2400 TTC les 52 numéros
- abonnement multiple** : **contacter le service des abonnements au 01 76 60 86 05**

Mode de paiement

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

Adresse de facturation

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

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