

L'édito de la semaine

- Au-delà les erreurs

Épargne et Patrimoine

- Les marchés face aux incertitudes économiques
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Le risque géopolitique et les marchés
- Hausse du taux d'épargne des ménages en Europe

Économie

- Vers la stagflation ?
- Aux fondements de la panne de croissance de la zone euro

Conjoncture

- La croissance malgré tout
- France, un bon troisième trimestre pour les chefs d'entreprise
- La fréquentation estivale en léger retrait en France
- Un budget aux forceps
- Un PLFSS sous contraintes
- Allemagne, deux ans en enfer

Horizons

- Les pays en développement et leurs dettes masquées
- Les biens stratégiques : la grande illusion
- La science économique face à la mutation écologique

Graphiques

- Poursuite la hausse des crédits à l'habitat
- Financement entreprises en progression en août

Agenda économique et financier

Statistiques



La citation de la semaine

« L'impôt est comme un effet de serre dans l'atmosphère économique : un léger prélèvement peut être bénéfique pour certaines plantes, mais une ponction excessive est nuisible pour toutes. »

Jean-Baptiste Say

L'ÉDITO DE LA SEMAINE DE PHILIPPE CREVEL

Au-delà des erreurs

Le 22 septembre 1976, Raymond Barre déclarait : « *La France est un pays qui, depuis longtemps, vit au-dessus de ses moyens.* » Cette année-là, le déficit représentait 1,5 % du PIB. Près d'un demi-siècle plus tard, il s'élève à 6,2 % du PIB, tandis que la dette publique est passée de 20 % en 1976 à plus de 110 % du PIB aujourd'hui. L'euro a été une aubaine pour les gouvernements impécunieux en leur permettant d'emprunter à faibles coûts, durant des années. La monnaie unique a également supprimé le problème de change auquel le pays était régulièrement confronté en raison de son déficit commercial. Pour reconstituer ses réserves de change, la France avait dû recourir à des emprunts auprès des pays du Golfe dans les années 1980. L'augmentation de la dette depuis 2015 est également liée à la politique monétaire non conventionnelle menée par la Banque centrale. Influencés par les économistes de la Nouvelle théorie monétaire, les responsables français ont jugé opportun de profiter des emprunts à taux négatifs et de dépenser sans compter. Contrairement à la France, les autres États européens n'ont pas cru au mirage de l'argent gratuit et ont évité ce piège. Les gouvernements français ont également commis l'erreur d'endetter le pays non pas pour investir, mais pour financer des dépenses courantes difficiles à réduire d'une année sur l'autre. Les taux négatifs ayant disparu, les emprunts doivent désormais être remboursés et, pour ce faire, l'État est contraint de s'endetter à nouveau, mais à des taux plus élevés. En 2025, il devra ainsi émettre plus de 300 milliards d'euros d'obligations, un record en Europe.

L'emballlement de la dette publique inquiète les Français, mais cela ne les empêche pas, élection après élection, de plébisciter les programmes les plus dépensiers. Le rétablissement des comptes publics est souhaité, à condition qu'il ne remette pas en cause les avantages acquis. Souvent, ce rétablissement passe en France par une hausse des prélèvements obligatoires. Cette solution entraîne un effet de cliquet sur les dépenses, dont une part croissante est jugée incompressible. Ce choix explique en partie pourquoi la France cumule un des plus hauts niveaux de dépenses publiques et de prélèvements obligatoires en Europe.

Le Premier ministre, Michel Barnier, a pour défi de réduire le déficit sans disposer d'une majorité parlementaire. Faute de temps, il a été contraint de reprendre le projet de budget que l'administration des finances avait élaboré durant l'été. Pour assurer un assainissement durable, les expédients budgétaires et fiscaux ne suffiront pas. L'essentiel est de redonner du souffle à l'économie française. Le Portugal et l'Espagne réduisent leur endettement principalement grâce à une croissance bien plus élevée que celle de la France. Pour y parvenir, Michel Barnier pourrait s'inspirer de Raymond Barre en



favorisant la concurrence et en réduisant les situations de rente en France. Des progrès peuvent être réalisés dans de nombreux secteurs, qu'il s'agisse de l'énergie, des transports, des communications ou de la santé. Les mesures contre les oligopoles devraient être renforcées. Par ailleurs, un effort important doit être fait pour réduire les coûts de construction des logements. Il est assez surprenant que la France, pays peu densifié, soit confrontée depuis des années à un problème de logements. Une économie plus dynamique passe par un volume de travail plus important. Si la France avait le même taux d'emploi que l'Allemagne, soit 78 % au lieu de 68 %, elle n'aurait probablement pas de problème de finances publiques. L'amélioration du taux d'emploi des jeunes et des seniors est nécessaire, avec des politiques adaptées à chacun. Le développement de la formation, la prise en compte de la pénibilité et le recours accru à la retraite progressive sont autant de pistes possibles. La question du temps de travail mérite également d'être posée. La France est le seul pays à avoir opté, il y a un quart de siècle, pour une réduction administrée et obligatoire du temps de travail. Ce choix a désorganisé de nombreux secteurs, notamment celui de la santé ainsi que les PME. Logiquement, le temps de travail dépend de la demande et de la productivité. Les branches professionnelles sont probablement mieux à même que la loi de déterminer le temps de travail. Sur de nombreux sujets sociaux, dont les retraites, le recours à la négociation sociale devrait être privilégié. L'instauration d'un domaine social protégé constitutionnellement, dans lequel le pouvoir exécutif n'aurait que des compétences exceptionnelles, responsabiliserait les partenaires sociaux et éviterait la centralisation de tous les problèmes au niveau de l'État.

La situation financière préoccupante de la France contraint les pouvoirs publics à faire preuve d'imagination et à sortir des sentiers battus. Redonner de la vigueur à l'économie française est un défi majeur qu'il faut relever. L'augmentation de la participation au marché du travail, des efforts en matière de recherche et des dépenses d'investissement, notamment dans les technologies de l'information et de la communication, sont des solutions qui méritent d'être explorées. Comme l'écrivait Adam Smith, père du libéralisme économique : « *L'argent est une des roues de la machine de la société, mais ce n'est pas la machine elle-même.* » En modernisant son économie et en investissant dans les talents et l'innovation, la France peut non seulement connaître une nouvelle prospérité économique, qui lui fait défaut depuis des années, mais également rétablir ses comptes publics,



ÉPARGNE ET PATRIMOINE

Les marchés face aux incertitudes économiques

Au cours de la semaine du 6 au 11 octobre 2024, les marchés actions mondiaux ont affiché des performances contrastées, influencées par des tensions géopolitiques et des incertitudes économiques.

Le CAC 40 a progressé de près de 0,6 %, clôturant la semaine autour de 7465 points. Ce mouvement positif a été soutenu par de bons résultats des entreprises françaises et la solidité des actions énergétiques européennes, profitant de la hausse des prix du pétrole due aux tensions au Moyen-Orient. La présentation du budget, incluant les augmentations d'impôts sur les entreprises, n'a pas eu d'effet notable.

Le DAX 40 allemand a gagné près de 1,3 %, malgré la révision à la baisse des prévisions de croissance économique en Allemagne.

Le FTSE 100 britannique a légèrement progressé, enregistrant une hausse d'environ 0,3 % sur la semaine. L'indice a bénéficié de son exposition aux entreprises du secteur énergétique, qui ont profité de la hausse des prix du pétrole. Toutefois, les inquiétudes persistantes concernant l'inflation outre-Manche et les attentes relatives aux taux d'intérêt ont limité les gains.

Le Nikkei japonais a légèrement reculé, les investisseurs réagissant à des données économiques mitigées au Japon et à l'inquiétude concernant l'environnement macroéconomique mondial. La faiblesse du yen et les tensions géopolitiques ont pesé sur le cours des valeurs mobilières.

Le Shanghai Composite a terminé la semaine en baisse après deux semaines de forte hausse. La crise immobilière persistante a affecté les cours des actions.

Aux États-Unis, le S&P 500 a progressé, soutenu par des données solides sur l'emploi, la baisse de l'inflation et la reprise continue du secteur technologique. Les indices américains continuent de battre des records.

Baisse confirmée de l'inflation aux États-Unis

L'inflation, un sujet clé de la campagne présidentielle, a été confirmée en baisse en septembre aux États-Unis. Cependant, cette baisse a été légèrement inférieure aux attentes, avec une inflation annuelle de 2,4 % contre 2,5 % en août, selon l'indice CPI publié jeudi par le Département du Travail. Sur un mois, les prix ont augmenté de 0,2 %, un rythme similaire à celui des deux mois précédents, légèrement supérieur aux prévisions.



Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 11 oct. 2024	Évolution sur la semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 30 déc. 2022
CAC 40	7 577,89	+0,54 %	7 543,18	6 471,31
Dow Jones	42 863,86	+1,25 %	37 689,54	33 147,25
S&P 500	5 815,03	+1,10 %	4 769,83	3839,50
Nasdaq Composite	18 342,94	+1,288 %	15 011,35	10 466,48
Dax Xetra (Allemagne)	19 355,73	+1,23 %	16 751,64	13 923,59
Footsie 100 (Royaume-Uni)	8 253,65	-0,28 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	4 954,94	-2,25 %	4 518,28	3792,28
Nikkei 225 (Japon)	39 605,80	+2,73 %	33 464,17	26 094,50
Shanghai Composite	3 301,93	-1,04 %	2 974,93	3 089,26
Taux OAT France à 10 ans	+3,039 %	+0,051 pt	+2,558 %	+3,106 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,264 %	+0,054 pt	+2,023 %	+2,564 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,077 %	+0,109 pt	+3,866 %	+3,884 %
Cours de l'euro/dollar	1,0942	-1,15 %	1,1060	1,0697
Cours de l'once d'or en dollars	2 657,63	-0,41 %	2 066,67	1 815,38
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	78,92	+1,06%	77,13	84,08

Source : Cercle de l'Épargne



Le risque géopolitique et les marchés

Guerres au Proche Orient et en Ukraine, tensions avec la Chine, retour du protectionnisme : autant de facteurs négatifs susceptibles de provoquer une baisse du cours des actions. Or tel n'est pas le cas jusqu'à présent. Depuis le début de l'année, de nombreux indices « actions » battent des records. Seul le CAC 40 fait bande à part en raison des incertitudes politiques françaises. A Wall Street, le S&P 500 a battu mercredi 9 octobre un nouveau record en séance à 5 792 points. L'indice Dow Jones a dépassé pour la première fois les 42.500 points. Toujours aux Etats-Unis, sur le marché où s'échange la dette émise par les entreprises les moins solides, celui de la dette « high yield » (à haut rendement), les primes de risques n'ont jamais été aussi réduites. Les investisseurs se soucient d'avantage de l'élection présidentielle du mois de novembre des événements au Liban, en Israël ou en Iran. Malgré la menace d'une attaque des puits iraniens de pétrole par la chasse américaine, le cours du baril a progressé ces derniers jours. Pour le moment, la guerre menée par Israël n'a pas de conséquences sur la croissance mondiale. Elle pourrait, en théorie, l'affecter à travers la perturbation de la chaîne d'approvisionnement ou l'augmentation des prix de l'énergie, certes, mais ce n'est pas le cas pour l'instant. Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a déclaré sur France Info que la BCE regardait « *avec attention* » l'évolution des prix du pétrole, dans un contexte de vives tensions entre Israël et l'Iran, tout en précisant que si cette hausse « *reste relativement limitée et temporaire, cela ne devrait pas avoir d'effets trop négatifs sur l'inflation et la croissance* ». Les investisseurs sont plus sensibles aux données économiques. L'annonce du plan de relance de l'économie chinoise a été saluée positivement, tout comme la trajectoire de l'inflation au sein des pays de l'OCDE. La publication des résultats de l'emploi aux Etats-Unis est jugée plus importante sur le plan économique que l'envoi de missiles par l'Iran sur Israël. Les investisseurs réagissent aux risques géopolitiques quand ils se matérialisent. Il peut y avoir des anticipations mais en la matière elles sont faibles surtout dans une période où les incertitudes sont permanentes.



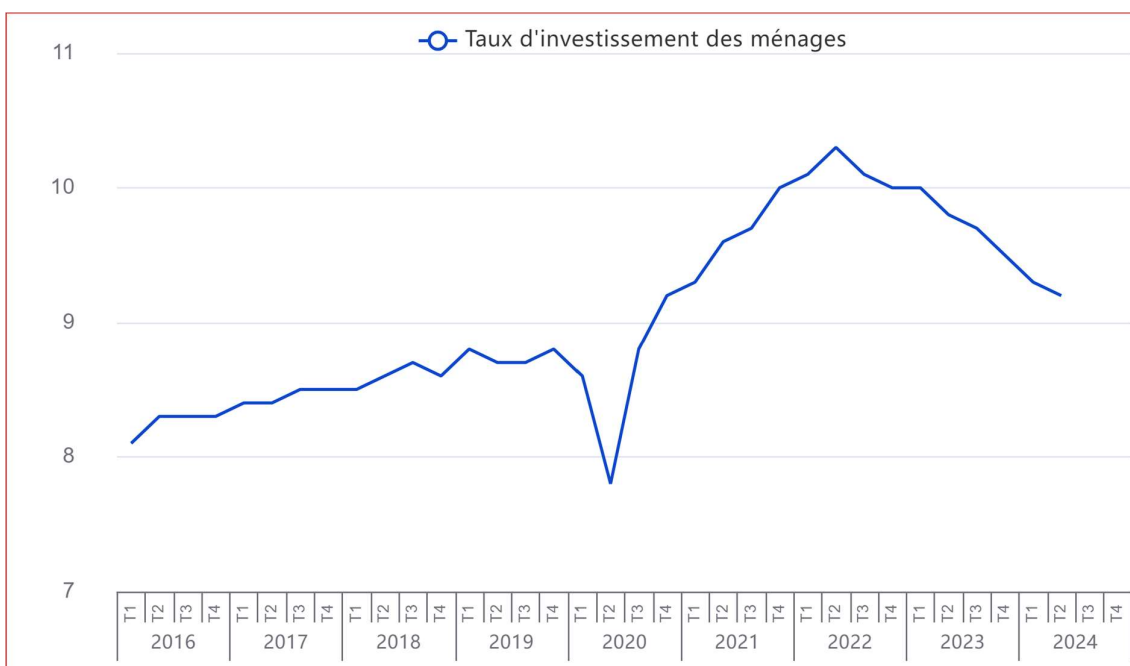
Hausse du taux d'épargne des ménages en Europe

Le taux d'épargne des ménages dans la zone euro s'élevait, selon Eurostat, à 15,7 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2024, contre 15,2 % au premier trimestre 2024). Au cours du deuxième trimestre, le revenu disponible brut a augmenté de 0,8 %, à un rythme plus rapide que la consommation, +0,2 %.



Source Eurostat

Dans le même temps, le taux d'investissement des ménages dans la zone euro a diminué de 9,3 % à 9,2 % au deuxième trimestre 2024, car la formation brute de capital fixe a diminué de 0,6%, tandis que le revenu disponible brut a augmenté de 0,8%.



Données Eurostat



ÉCONOMIE

Vers la stagflation ?

Les marchés financiers anticipent la poursuite d'une forte baisse de l'inflation et des taux d'intérêt dans la zone euro.

Ce scénario, que la Banque centrale européenne souhaite voir se réaliser, pourrait néanmoins être remis en cause par l'absence de gains de productivité, le vieillissement démographique et la transition écologique.

Une baisse réelle de l'inflation

D'octobre 2022 à septembre 2023, l'inflation est passée de 10,6 % à 1,8 %. La vague inflationniste générée par la crise du Covid et la guerre en Ukraine a été maîtrisée, notamment grâce au relèvement rapide des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) à partir de juillet 2022. Le taux de la facilité de dépôt est ainsi passé de -0,5 % en juin 2022 à 4 % en septembre 2023. Avec la baisse de l'inflation, la BCE a abaissé ses taux à deux reprises. Le taux de dépôt est ainsi revenu à 3,5 % en septembre 2024.

Les investisseurs anticipent la poursuite de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt dans la zone euro. Ces anticipations se matérialisent par les swaps d'inflation à 5 ans dans 5 ans. En octobre 2024, leur taux est de 2,1 %. Les prévisions des taux à court et long terme montrent clairement que les investisseurs estiment que l'inflation avoisinera les 2 % dans les prochaines années.

Plusieurs facteurs inflationnistes

Le vieillissement démographique est un facteur important d'inflation. Avec la diminution du nombre d'actifs, les pénuries de main-d'œuvre se multiplient, entraînant une augmentation des salaires. La population âgée de 15 à 64 ans est en baisse dans la zone euro depuis 2012. D'ici 2030, cette diminution variera entre 0,2 % et 0,8 % par an. Moins d'actifs et plus de retraités signifient également une hausse de la demande de services à la personne, un secteur par nature inflationniste car les coûts de production sont majoritairement composés de salaires.

La diminution de la population active pourrait être compensée par des gains de productivité. Cependant, ces derniers sont en baisse depuis 2019. Cette tendance s'explique notamment par la faiblesse des dépenses en recherche et développement, qui représentaient en 2023 2,4 % du PIB en zone euro, contre 3,5 % aux États-Unis. De plus, les investissements en technologies de l'information et de la communication atteignent 3 % du PIB en zone euro, contre 4,8 % aux États-Unis.

L'attrition de la population active pourrait être atténuée par un recours accru à l'immigration. Toutefois, dans la majorité des pays de la zone euro, les populations s'y opposent.



La transition écologique est également une source potentielle d'inflation, les énergies renouvelables étant plus coûteuses que les énergies conventionnelles. La réalisation d'infrastructures (éoliennes, panneaux solaires), la modernisation des réseaux, la substitution des équipements (voitures électriques) et le maintien des capacités de production électrique classiques et des réserves (batteries) pour pallier l'intermittence des énergies renouvelables expliquent ce surcoût.

Une inflation sous-jacente qui résiste

En ce début d'automne, l'inflation en Europe est revenue autour de 2 %, mais l'inflation sous-jacente, hors énergie et produits alimentaires transformés, demeure à 3 % en raison de la hausse des services, liée à celle des salaires. Les prix des services augmentent de près de 4 % par an. Cette persistance de l'inflation s'explique par l'absence de gains de productivité et les tensions sur le marché du travail. Face à l'augmentation de leurs coûts, les entreprises sont contraintes de relever leurs prix ou d'accepter une érosion de leurs marges, ce qui nuit à la croissance.

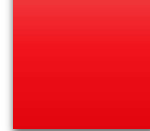
Une croissance potentielle faible

La croissance potentielle de la zone euro (croissance moyenne sur une longue période, hors aléas conjoncturels) est faible, autour de 1 %, en raison du déclin démographique et des faibles gains de productivité. La BCE pourrait donc être confrontée à une situation de stagflation, caractérisée par la coexistence de l'inflation et de la stagnation économique. Cette situation est délicate pour une banque centrale, car elle doit à la fois stimuler et freiner l'économie. Pour soutenir l'activité, elle doit baisser ses taux, mais pour la refroidir, elle doit les augmenter. Ainsi, la BCE pourrait être contrainte de baisser ses taux moins fortement que prévu. L'objectif de 1,8 % pour 2025 pourrait donc être légèrement revu à la hausse.

Aux fondements de la panne de croissance de la zone euro

La zone euro est confrontée à une léthargie économique qui sape les fondements de ses sociétés et obère les moyens financiers de nombreux États, notamment la France et l'Italie. En 2023, la croissance du PIB de la zone euro n'a été que de 0,5 %, et selon les prévisions, elle atteindra 0,8 % en 2024, tandis qu'aux États-Unis, la croissance a été de 2,5 % en 2023 et devrait rester à ce niveau en 2024. Cette situation n'est pas nouvelle, mais la divergence entre ces deux grandes régions économiques tend à s'accroître.

La faiblesse de la croissance dans la zone euro s'explique d'abord par des causes structurelles : vieillissement démographique, absence de gains de productivité, perte de compétitivité industrielle entraînant une diminution des parts de marché à l'exportation et de la production manufacturière. Elle est également due à des causes conjoncturelles : hausse du taux d'épargne des ménages, faiblesse de l'investissement des entreprises, recul de l'investissement immobilier, et des politiques budgétaires restrictives.



Faiblesse de la croissance dans la zone euro

Depuis 2002, le PIB de la zone euro n'a augmenté que de 28 %, tandis que celui des États-Unis a progressé de 62 %. Si les États-Unis obtiennent de meilleurs résultats que l'Europe depuis 2003, l'écart s'est particulièrement creusé entre 2009 et 2023. Le déficit de croissance de la zone euro s'explique principalement par trois facteurs structurels : le vieillissement démographique, l'absence de gains de productivité et la perte de compétitivité industrielle.

Le déclin démographique de la zone euro

La population en âge de travailler augmente aux États-Unis alors qu'elle diminue en Europe. En moyenne, sans tenir compte de l'immigration illégale, la population âgée de 15 à 64 ans a augmenté de 0,5 % par an aux États-Unis entre 2009 et 2023, tandis qu'elle a diminué de 0,2 % en zone euro.

Un écart de productivité préoccupant

Entre 2002 et 2024, la productivité par tête a progressé de 42 % aux États-Unis, contre seulement 10 % en zone euro. Cet écart s'explique principalement par la faiblesse des dépenses en recherche et développement en Europe. En 2023, elles représentaient 2,2 % du PIB dans la zone euro, contre 3,5 % aux États-Unis. L'investissement dans les nouvelles technologies est également faible en zone euro avec 2,8 % du PIB contre 5,8 % aux États-Unis.

Une perte de compétitivité

De 2005 à 2024, les exportations de biens et services ont progressé de 100 % en zone euro, contre 145 % aux États-Unis. Depuis 2021, la production manufacturière de la zone euro a chuté de 10 %. Cette perte de parts de marché s'explique par les mêmes facteurs que le déficit de productivité : l'insuffisance des dépenses en recherche et développement et des investissements dans les nouvelles technologies.

Facteurs comportementaux

La zone euro est également handicapée par certains choix microéconomiques. Les ménages européens privilégient l'épargne au détriment de la consommation. Ces cinq dernières années, ils ont accru leur épargne de précaution face à la succession des crises. Aux États-Unis, bien que les ménages aient également constitué une cagnotte pendant les confinements, celle-ci a été entièrement dépensée. En Europe, les ménages ont un faible niveau de confiance dans l'avenir et s'inquiètent de leur niveau de vie à la retraite. En revanche, les Américains restent plus optimistes et maintiennent leur comportement de consommation. Le taux d'épargne des ménages en zone euro est de 15 % du revenu disponible brut, contre 8 % aux États-Unis. La nature de l'épargne diffère également : les Européens privilégient l'épargne liquide investie dans des produits de taux, tandis que les Américains investissent davantage dans les actions et les cryptoactifs. Aux États-Unis, l'épargne finance directement l'économie, tandis qu'en Europe, les banques jouent un rôle d'intermédiation pour transformer les liquidités. Cette hausse du taux d'épargne des ménages en Europe pourrait être liée à



leur pessimisme concernant la situation économique ou à une anticipation de la réduction future des déficits publics.

La faible croissance européenne s'explique aussi par une insuffisance de l'investissement, ce qui pèse sur les capacités de production et les gains de productivité. En 2023, le taux d'investissement des sociétés non financières s'élevait à 12 % du PIB en zone euro, contre près de 15 % aux États-Unis. Les entreprises américaines investissent davantage dans les hautes technologies que leurs homologues européennes.

Politiques budgétaires restrictives

Les politiques budgétaires de la zone euro sont globalement restrictives sur le long terme. Cette observation ne s'applique pas à la France dont le déficit public devrait dépasser 6 % du PIB en 2024. En revanche, en moyenne, le déficit public de la zone euro se situe entre 0,5 % et 3 % du PIB (hors période Covid), bien en deçà de celui des États-Unis. Cette situation est en grande partie due à l'Allemagne qui cherche à respecter des règles budgétaires nationales strictes, visant l'équilibre budgétaire.



CONJONCTURE

La croissance malgré tout

Dans sa note de conjoncture d'octobre, l'INSEE souligne que la France maintient un léger niveau de croissance à la différence de son partenaire allemand. Le PIB devrait en effet augmenter de 0,4 % au troisième trimestre et se stabiliser au quatrième. La baisse de l'inflation, bien réelle, couplée à une amélioration du pouvoir d'achat des ménages, n'est pourtant pas perçue par ces derniers qui continuent de privilégier l'épargne.

Le maintien d'un prix de l'énergie faible

Selon l'INSEE, le prix du baril devrait s'établir autour de 75 dollars au second semestre, soit dix dollars de moins qu'au printemps. Cette diminution contribue à améliorer le pouvoir d'achat des ménages et le taux de marge des entreprises. Elle réduit également le déficit commercial de la France et favorise la désinflation.

Les effets attendus de la baisse des taux directeurs de la BCE

En juin et en septembre, la BCE a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base à chaque fois. En septembre, la Réserve fédérale a également réduit ses taux de 50 points de base. Ces baisses devraient relancer le marché immobilier d'ici la fin de l'année. En revanche, elles devraient avoir un impact limité sur l'investissement des entreprises.

L'amélioration du pouvoir d'achat des ménages

En Allemagne, en Espagne et en Italie, les salaires réels progressent de manière significative, revenant ainsi à leur niveau de 2019. En France, le rattrapage est plus lent. La hausse du salaire réel est due à une baisse marquée de l'inflation qui est revenue en septembre à 1,8 % dans la zone euro pour la première fois depuis 2021. Cependant, l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages ne se traduit pas par une augmentation de la consommation atone depuis 2022.

Des situations contrastées en Europe

L'Allemagne connaît une récession avec une baisse de son PIB de 0,1 % au deuxième trimestre, tandis que l'Espagne enregistre une croissance de 0,8 %. Sur l'année, l'Espagne pourrait atteindre un taux de croissance de près de 3 %, tandis que l'Allemagne devrait à nouveau voir son PIB diminuer. L'Italie et la France devraient connaître une croissance modeste pour l'année. Au Royaume-Uni, le PIB a progressé de 0,7 % au premier trimestre et de 0,5 % au deuxième, marquant un réel rebond après plusieurs années difficiles. La croissance en 2024 devrait atteindre 1 % après une hausse de 0,3 % en 2023. Quant aux États-Unis, l'économie continue de surprendre avec une croissance du PIB de 0,7 % au deuxième trimestre, après un gain de 0,4 % au premier. Sur l'année, la croissance devrait s'établir à 2,6 %.



La France touchée par la dissolution de juin

L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale en juin dernier pèse sur l'économie française. L'écart de taux souverains entre la France et l'Allemagne, qui était d'environ 50 points de base, oscille désormais entre 70 et 80 points. La performance des actions françaises est inférieure à celle de leurs concurrentes étrangères. Cette dissolution a provoqué un choc spécifique sur l'économie française, alors qu'elle avait jusqu'alors été principalement affectée par des chocs mondiaux (épidémie, guerre en Ukraine). Le climat des affaires s'est rapidement dégradé, l'indice de l'INSEE perdant 5 points en juin, la plus forte baisse depuis 2011, hors crise du Covid. Cette baisse a été partiellement effacée depuis, même si l'attentisme reste dominant. Au troisième trimestre, la France a bénéficié d'un effet Jeux Olympiques et Paralympiques, qui auraient augmenté le PIB de 0,2 point, contribuant à une croissance totale de 0,4 point pour ce trimestre. Les services ont particulièrement bien performé, avec une hausse de 0,6 % de leur activité durant l'été.

Une légère hausse du taux de chômage attendue en fin d'année

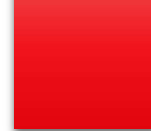
Les créations d'emploi, importantes depuis 2021, ralentissent en 2024. L'emploi est resté stable au deuxième trimestre après avoir progressé de 0,3 % au premier. Les créations d'emploi dans la fonction publique (+0,3 %) ont compensé les destructions d'emplois dans le secteur privé (-0,1 %) au deuxième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, environ 10 000 créations de postes sont attendues. Avec une légère augmentation de la production, une amélioration modeste de la productivité est prévue en 2024. Le taux d'emploi, notamment des seniors, continue de s'améliorer. Passé de 7,5 % à 7,3 % entre le premier et le deuxième trimestre, le taux de chômage devrait remonter légèrement au second semestre, pour revenir à 7,5 %.

Une inflation contenue

En septembre, les prix de l'énergie étaient en baisse de 3,3 % sur un an, contribuant à limiter l'inflation à 1,2 %. Les prix des produits manufacturés étaient également en baisse (-0,3 % sur un an), mais devraient légèrement augmenter d'ici la fin de l'année en raison de la hausse du coût du fret. Les prix des services continuent d'augmenter plus rapidement que la moyenne (+2,5 % en septembre sur un an), en raison de la hausse des salaires. L'inflation totale devrait s'établir à 2 % en 2024, après avoir atteint 5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023.

Hausse des salaires réels en 2024

Après une baisse de 3 % entre fin 2020 et fin 2023, les salaires réels progresseraient de 1,4 % fin 2024, récupérant ainsi 50 % des pertes causées par la vague inflationniste. Le revenu disponible brut des ménages, après une hausse de 5,8 % en 2023, augmenterait de 4,1 % en 2024. Bien que les salaires augmentent moins rapidement qu'en 2023, les prestations sociales progresseraient de 6 %, après une hausse de 4,7 %. Dans ce contexte, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait de 1,8 % en 2024, contre 0,9 % en 2023.



Une consommation stable malgré la hausse de l'épargne

Les ménages français n'ont pas intégré l'amélioration de leur pouvoir d'achat due à la désinflation et à la hausse des salaires, préférant épargner plutôt que consommer. Le taux d'épargne devrait atteindre 17,9 % du revenu disponible brut, contre 16,9 % en 2023 et 14,6 % en 2019.

Stabilisation de l'investissement des ménages

Au printemps, l'investissement des ménages a reculé pour le douzième trimestre consécutif (-1,1 %). Une stabilisation est attendue d'ici la fin de l'année, en lien avec la baisse des taux d'intérêt. Toutefois, l'investissement devrait encore diminuer de 0,8 % au troisième trimestre et de 0,4 % au quatrième.

L'investissement des entreprises toujours en difficulté

L'investissement des entreprises a enregistré trois trimestres consécutifs de baisse et devrait encore reculer au troisième trimestre (-1 %) et au quatrième (-0,2 %).

Baisse du taux de marge des entreprises

Le taux de marge des sociétés non financières devrait baisser en 2024 à 31,1 %, retrouvant ainsi son niveau de 2019. Le taux d'épargne des entreprises se situerait à 18,7 % de leur valeur ajoutée, soit un niveau inférieur à celui de 2019.

Une normalisation du commerce extérieur

Depuis trois trimestres, le commerce extérieur soutient la croissance grâce à une progression des exportations et à une modération des importations, en raison de la faible consommation des ménages. Le solde extérieur s'améliore et retrouve progressivement son niveau de 2019. D'ici la fin de l'année, importations et exportations devraient évoluer au même rythme, conduisant à une contribution nulle du commerce extérieur à la croissance.

Une croissance de 1,1 % en 2024

L'INSEE prévoit une croissance de 1,1 % en 2024, identique à celle de 2023. Cette croissance serait principalement portée par le commerce extérieur (+1,3 point). Les entreprises ont déstocké (-0,5 point), témoignant de leur prudence. La demande intérieure reste faible, avec une contribution limitée à 0,4 point. La consommation des ménages progresserait de 0,7 % sur l'année. L'investissement des ménages reculerait de 5,9 %, tandis que celui des entreprises diminuerait de 1,7 %. Seules les dépenses publiques soutiendraient la demande intérieure.

L'acquis de croissance pour 2025 serait faible, autour de 0,3 %. L'an prochain, la demande publique devrait être moins dynamique et pourrait peser sur la croissance. La hausse des prélèvements pourrait également avoir des effets négatifs sur l'activité



France, un bon troisième trimestre pour les chefs d'entreprise

Selon les chefs d'entreprise participant à l'enquête mensuelle de la Banque de France (8 500 entreprises ou établissements interrogés entre le 26 septembre et le 3 octobre), l'activité économique a progressé en septembre dans l'industrie, mais de manière hétérogène selon les sous-secteurs. Elle s'est améliorée dans le bâtiment malgré des conditions météorologiques défavorables, mais a sensiblement ralenti dans les services marchands. D'après les prévisions des entreprises pour octobre, l'activité poursuivrait sa hausse modérée. Le retour à une situation normale en matière de fixation des prix de vente se confirme. Les chefs d'entreprise se montrent plus inquiets que les mois précédents au sujet de la situation politique et internationale.

Une situation contrastée dans l'industrie

En septembre, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France du mois d'octobre, l'activité a continué de progresser dans l'industrie, mais de manière inégale. Les secteurs des matériels de transport, de l'agroalimentaire et des biens d'équipement sont en hausse, après un mois d'août marqué par des fermetures de sites plus longues que d'habitude. Les secteurs de l'aéronautique, de l'habillement-textile-chaussures, de l'informatique et des équipements électriques ont vu leur production augmenter. En revanche, dans l'automobile, les constructeurs sont confrontés à des ventes de véhicules de tourisme électriques inférieures aux attentes. Les produits en caoutchouc-plastique sont en baisse pour le deuxième mois consécutif, affectés par une baisse de la demande étrangère ainsi que de celle des secteurs automobile et de la construction en France.

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) pour l'ensemble de l'industrie a reculé de 0,2 point, à 74,8 % (contre 75 %), un niveau inférieur à la moyenne des 15 dernières années (77 %). Cet indicateur s'est redressé dans l'aéronautique (+ 6 points, après une baisse ponctuelle de même ampleur le mois précédent) et dans le secteur textile-habillement-chaussures, mais cette hausse a été contrebalancée par une baisse dans la majorité des secteurs, notamment l'industrie agroalimentaire (- 2 points) et la pharmacie (- 2 points).

Une croissance plus lente dans les services

Dans les services marchands, l'activité a progressé en septembre à un rythme nettement plus lent qu'en août, mois qui avait bénéficié de l'effet des Jeux olympiques. L'augmentation s'est concentrée dans les activités de transport-entreposage, soutenues par la baisse du coût du fret et du pétrole. Les activités de conseil en gestion et d'ingénierie sont en hausse, tandis que les services d'information, de programmation, la location automobile, les activités de loisirs et les services à la personne sont en baisse.

Dans le bâtiment, l'activité s'est légèrement redressée, tant dans le gros œuvre que dans le second œuvre, malgré une météo défavorable à l'avancement des chantiers. Les chefs d'entreprise évoquent un rattrapage après un mois d'août faible, en lien avec les Jeux olympiques.



Un mois d'octobre en demi-teinte

Pour octobre, les industriels prévoient une poursuite de la progression de l'activité au même rythme, avec des disparités entre les sous-secteurs. La tendance haussière observée en septembre se confirmerait dans l'agroalimentaire et l'industrie du bois-papier-imprimerie, et gagnerait en vigueur dans la chimie, tandis qu'elle ralentirait dans l'aéronautique, les produits informatiques, électroniques et optiques, ainsi que dans la métallurgie. En revanche, une baisse est attendue dans l'habillement-textile-chaussures, la métallurgie et les machines et équipements. Dans les services, l'activité progresserait lentement, avec des tendances hétérogènes selon les secteurs. La location automobile et les services aux entreprises enregistreraient une faible croissance, tandis que le travail temporaire évoluerait peu et que le repli dans les activités de loisirs se poursuivrait. Dans le bâtiment, l'activité serait stable, la progression dans le second œuvre compensant le repli dans le gros œuvre.

Des difficultés d'approvisionnement stables

En septembre, les difficultés d'approvisionnement sont restées stables par rapport au mois précédent (mentionnées par 10 % des entreprises). Elles demeurent toutefois relativement élevées dans l'aéronautique et l'automobile (28 % et 17 % respectivement). Dans le bâtiment, ces difficultés restent rares (3 %, sans changement par rapport à août).

Une normalisation sur le front des prix

Dans l'industrie, après quatre mois de légère hausse, les prix des matières premières sont à nouveau jugés en baisse, notamment dans les secteurs du bois-papier-imprimerie, de la chimie et de la pharmacie. La proportion d'industriels ayant augmenté leurs prix ce mois-ci s'établit à 6 %, un niveau proche de ceux observés lors des mois de septembre précédant la pandémie de Covid-19, mais inférieur à ceux des mêmes mois en 2021-2022. Cette proportion, un peu plus élevée que les mois précédents, s'explique en partie par un effet saisonnier lié au réajustement des tarifs en septembre. Les hausses de prix concernent principalement l'aéronautique (18 %) et, dans une moindre mesure, l'agroalimentaire (10 %) et le bois-papier-imprimerie (9 %). À l'inverse, 5 % des industriels déclarent avoir baissé leurs prix de vente, un pourcentage supérieur aux mois de septembre d'avant la pandémie. Ces baisses concernent principalement la métallurgie et l'agroalimentaire (9 %). Dans le bâtiment, 3 % des chefs d'entreprise indiquent avoir augmenté le prix de leurs devis, tandis que 9 % ont déclaré les avoir baissés, une proportion supérieure à celle des mois d'août précédents.

Dans les services, la proportion d'entreprises ayant augmenté leurs prix s'établit à 5 % – un niveau similaire à celui observé en septembre avant la pandémie –, tandis que 6 % des entreprises indiquent une baisse de leurs prix. Ces baisses concernent principalement la location automobile, l'hébergement et, dans une moindre mesure, la publicité. Les anticipations des chefs d'entreprise pour octobre indiquent que 5 % d'entre eux prévoient d'augmenter leurs prix dans l'industrie, 7 % dans les services marchands et 3 % dans le bâtiment.

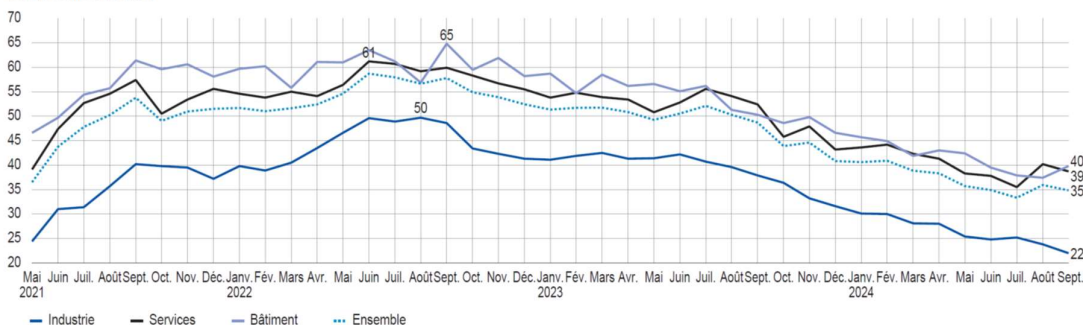


Difficultés de recrutement en légère baisse

Les difficultés de recrutement ont légèrement diminué en septembre après une hausse le mois précédent. 35 % des entreprises interrogées ont indiqué en avoir rencontré, contre 36 % en août. Les proportions restent plus élevées dans le bâtiment et les services (40 % et 39 % respectivement).

PART DES ENTREPRISES INDICANT DES DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT

(en %, données brutes)



Données Banque de France

Une forte hausse du PIB attendue pour le troisième trimestre

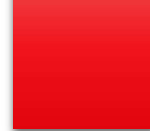
Selon la Banque de France, la croissance pourrait atteindre 0,45 % au troisième trimestre, notamment grâce à l'effet des Jeux Olympiques et Paralympiques estimé à 0,25 point. Un ralentissement pourrait toutefois survenir en fin d'année en raison d'un éventuel contrecoup, surtout si les incertitudes économiques persistent, incitant les acteurs économiques à la prudence et à l'attentisme.

La fréquentation estivale en léger retrait en France

Selon l'INSEE, la fréquentation de la saison estivale 2024 a diminué de 1,0 % en France par rapport à 2023, soit 2,5 millions de nuitées en moins. Les hébergements collectifs de tourisme ont enregistré 247,3 millions de nuitées en 2024. Malgré un début de saison prometteur et un mois d'août favorable, cela n'a pas suffi à compenser le recul observé en juin et juillet. Néanmoins, la saison d'été 2024 reste marquée par un niveau de fréquentation très élevé. Bien que le résultat soit inférieur à celui de 2022, année de reprise post-crise sanitaire, il est supérieur à celui de 2019, avant la pandémie.

Les campings résistent

Avec 119,9 millions de nuitées en 2024, les campings demeurent le principal lieu d'accueil des touristes en hébergement collectif, devant les hôtels (86,7 millions de nuitées). La fréquentation des campings a augmenté de 0,9 % par rapport à 2023, soit plus d'un million de nuitées supplémentaires, tandis que les hôtels ont enregistré une baisse de 2,2 millions de nuitées (-2,5 %). La fréquentation des autres hébergements collectifs de tourisme (AHCT) a également diminué de 3,1 %, en grande partie en raison de la baisse de la fréquentation des résidences de tourisme (-3,6 %).



Baisse de la clientèle résidente

Durant la saison estivale, la clientèle résidente, qui représente plus des deux tiers des nuitées dans les hébergements collectifs, a reculé pour la deuxième année consécutive (-2,0 %, soit 3,4 millions de nuitées en moins). En revanche, la clientèle étrangère a augmenté de 1,2 % en 2024, avec 900 000 nuitées supplémentaires, ce qui n'a pas suffi à compenser la baisse de la clientèle domestique. L'augmentation de la fréquentation des non-résidents a surtout bénéficié à l'hôtellerie de plein air, avec une hausse de 4,6 % dans les campings. À l'inverse, les hôtels ont vu leur fréquentation par les non-résidents diminuer de 2,3 %. La fréquentation domestique a légèrement diminué dans les campings (-0,7 %) et plus sensiblement dans les hôtels (-2,7 %) et les AHCT (-3,9 %).

Baisse de la clientèle européenne, hausse de la clientèle extra-européenne

De mai à août 2024, la fréquentation des hôtels en France par la clientèle européenne a diminué par rapport à 2023. Les Britanniques, avec 4,2 millions de nuitées, ont enregistré une forte baisse (-14,3 %). Les clientèles italienne (-6,2 %), espagnole (-5,1 %) et, dans une moindre mesure, allemande et belge, ont également été moins présentes. Seuls les touristes néerlandais ont augmenté leur fréquentation dans les hôtels par rapport à 2023. En revanche, la clientèle extra-européenne a continué de progresser avec une augmentation notable de 14,0 % pour les Américains qui dépassent désormais les Britanniques avec 4,7 millions de nuitées. Les touristes chinois et japonais ont également augmenté leur fréquentation, bien qu'ils n'aient pas encore retrouvé leur niveau d'avant la crise sanitaire.

Le littoral et les massifs de montagne en légère baisse

Destination estivale prisée, le littoral a enregistré 101,1 millions de nuitées en 2024, tous types d'hébergements confondus, soit une légère baisse de 0,8 % par rapport à 2023. Les campings restent majoritaires en bord de mer, représentant près des deux tiers des nuitées sur le littoral. La fréquentation non-résidente (+4,2 %) n'a pas suffi à compenser la baisse de la fréquentation résidente (-2,5 %). Seule la façade méditerranéenne, favorisée par une météo plus clémente, a enregistré une légère hausse de fréquentation. Dans les massifs de montagne, la fréquentation estivale a augmenté d'environ 400 000 nuitées en 2024, grâce à une hausse de 5,2 % de la fréquentation dans les campings. Cette augmentation de la clientèle non-résidente a compensé la baisse de la fréquentation résidente.

Baisse de la fréquentation dans les agglomérations

Les zones urbaines denses ont enregistré une baisse de fréquentation estivale plus marquée (-3,0 %). L'hôtellerie, qui y représente près de trois nuitées sur quatre, a été particulièrement touchée. La fréquentation des hôtels franciliens a également souffert du recul du tourisme d'affaires, avec une diminution de 11,6 % des nuitées d'affaires en Île-de-France par rapport à 2023, contre 8,6 % au niveau national. Le tourisme d'affaires explique plus du tiers de la baisse des nuitées hôtelières dans la région.

En Île-de-France, la baisse de fréquentation a touché tant la clientèle résidente que non résidente. La région, qui concentre 42,5 % des nuitées hôtelières des non-résidents, a



vu la fréquentation des non-résidents diminuer de 10,2 % en 2024. Très présents dans les hôtels franciliens, les Britanniques ont réduit leur fréquentation de près d'un sixième (-16,5 %). En revanche, la clientèle extra-européenne, et notamment américaine, a augmenté (+5,2 % de nuitées américaines en Île-de-France). La région représente 61,7 % des nuitées hôtelières américaines en France durant l'été 2024.

Augmentation de la présence des visiteurs non-résidents en 2024

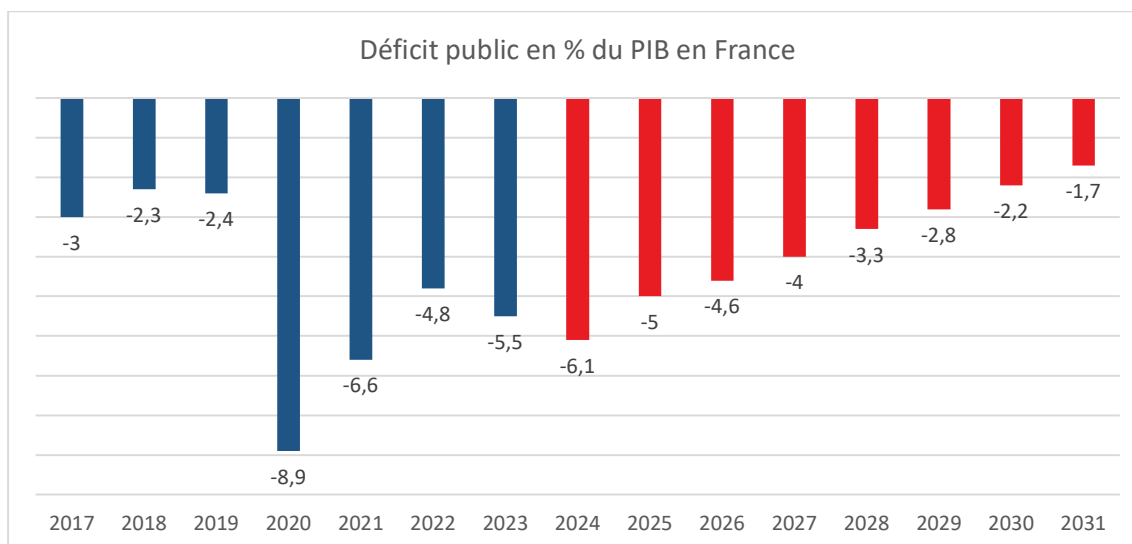
En 2024, le nombre de visiteurs non-résidents en France aurait augmenté de 3 %, selon les données des téléphones mobiles. Cette hausse est principalement concentrée pendant la période des Jeux Olympiques, du 22 juillet au 11 août. Durant ces trois semaines, le nombre moyen quotidien de visiteurs non-résidents a augmenté de 7 % par rapport à 2023, soit environ 360 000 visiteurs non-résidents supplémentaires par jour.

L'Île-de-France a accueilli près de 40 % de cet excédent de visiteurs, bien qu'elle n'ait représenté que 5 % de l'augmentation globale sur l'ensemble de la période touristique. En 2024, les régions Provence-Alpes-Côte d'Azur, Rhône-Alpes et Languedoc-Roussillon ont attiré près de la moitié des visiteurs non-résidents.

Près de 60 % de cet excédent provient de pays européens, particulièrement des pays voisins, à l'exception du Royaume-Uni et de l'Italie. De plus, 20 % de l'augmentation des visiteurs durant l'été 2024 provient de pays asiatiques, bien qu'ils ne représentent que 5 % des visiteurs non-résidents.

Un budget aux forceps

Jeudi 10 octobre, le gouvernement a présenté les projets de loi de finances et de financement de la Sécurité sociale pour 2025, avec près d'un mois de retard par rapport au calendrier habituel. Ce retard s'explique par la longue crise politique que la France a traversée cet été. Le nouveau Premier ministre a dû élaborer un projet en tenant compte de la dérive préoccupante du déficit public. Selon le nouveau ministre de l'Économie, en l'absence de mesures correctrices, le déficit public aurait atteint environ 7 % du PIB en 2025, alors que celui de 2024 devrait s'établir autour de 6,1 %. Le gouvernement s'est fixé pour objectif de ramener le déficit à 5,0 % du PIB en 2025. Pour y parvenir, un effort de 60 milliards d'euros, soit 2 points de PIB, est nécessaire. Selon la nouvelle trajectoire établie par le gouvernement, le déficit devrait repasser sous la barre des 3 % du PIB d'ici 2029.



Cercle de l'Épargne – données Ministère de l'Économie

Des hypothèses assez réalistes pour les lois de finances

Pour bâtir ses projets de loi de finances, le gouvernement s'est appuyé sur des hypothèses économiques jugées réalistes, avec un taux de croissance de 1,1 %, identique à celui de 2023, conforme à la prévision de la Banque de France, et un taux d'inflation de 1,8 %.

Une progression des prélèvements

Après s'être élevé à 43,2 % du PIB en 2023, le taux des prélèvements obligatoires devrait atteindre 42,8 % en 2024, puis 43,6 % en 2025. Le ratio de dépense publique (hors crédits d'impôts), après s'être établi à 56,4 % du PIB en 2023, passerait à 56,8 % en 2024, avant de redescendre à 56,4 % en 2025.

Déficits, prélèvements, dépenses et dettes publics en France

	2023	2024	2025
Solde public effectif	-5,5 %	-6,1 %	-5,0 %
Dépense publique (hors crédits d'impôts)	56,4 %	56,8 %	56,4 %
Taux de prélèvements obligatoires	43,2 %	42,8 %	43,6 %
Dette au sens de Maastricht	109,9 %	112,9 %	114,7 %

Données Ministère de l'Économie



Une réduction des dépenses de l'Etat de 1,1 % en 2025

L'Etat réalisera une grande partie de l'effort de réduction des dépenses publiques. Ce dernier demande aux collectivités locales de stabiliser les leurs.

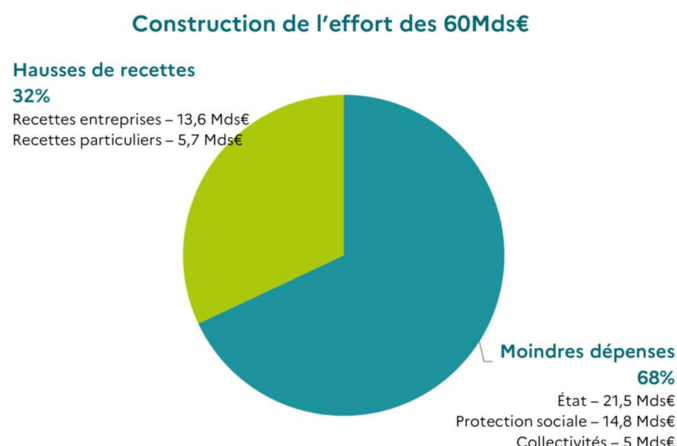
Taux d'évolution de la dépense publique
(dépense primaire en volume, hors transferts, hors crédits d'impôts)

(% d'évolution)	2023	2024	2025	Cumul 24/25
Toutes administrations publiques	-1	1,8	-0,1	1,7
Administrations publiques centrales (État et opérateurs de l'État)	-2,9	-1,6	-1,1	-2,7
Administrations publiques locales	1	4,7	0	4,7
Administrations de Sécurité sociale	-0,3	3,1	0,6	3,7

Données Ministère de l'Economie

La réduction du déficit réalisé à deux tiers par de moindres dépenses

Le gouvernement prévoit des économies à hauteur de 21,5 milliards d'euros pour l'Etat, de 14,8 milliards d'euros pour les régimes sociaux et de 5 milliards d'euros pour les collectivités locales. Les impôts devraient, en 2025, augmenter de 13,6 milliards d'euros pour les entreprises et de 5,7 milliards d'euros pour les particuliers.



Données Ministère de l'Economie

Les impôts sur les entreprises

Une contribution exceptionnelle et temporaire sur les bénéfices des plus grandes entreprises est instaurée. Elle concernera les entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 1 milliard d'euros, soit environ 400 entreprises. Elle s'appliquera à l'ensemble des bénéfices réalisés en France sur les années 2024 et 2025, avec un taux réduit de moitié à mesure que des mesures structurelles d'économies prendront le relais.



Le gouvernement prévoit deux niveaux d'imposition, en fonction du chiffre d'affaires, et un lissage pour contenir les effets de seuil. La contribution s'élèvera à 20,6 % de l'impôt sur les sociétés dû au titre de 2024 pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 1 et 3 milliards d'euros, et à 41,2 % pour celles dont le chiffre d'affaires atteint au moins 3 milliards d'euros. Cette mesure exceptionnelle et ciblée devrait rapporter 8 milliards d'euros en 2025 et 4 milliards d'euros en 2026.

Une taxe exceptionnelle sera instaurée sur les grandes entreprises de transport maritime. Elle s'appliquera pendant deux exercices aux entreprises de transport maritime dont le chiffre d'affaires est supérieur à 1 milliard d'euros. La taxe sera assise sur la part du résultat d'exploitation liée aux opérations de fret maritime, à un taux de 9 % pour le premier exercice et de 5,5 % pour le second. Elle devrait générer 500 millions d'euros de recettes fiscales en 2025 et 300 millions en 2026. Par ailleurs, une taxe sur les rachats d'actions suivis d'une annulation sera mise en place pour faire contribuer les entreprises qui recourent de plus en plus à cette pratique leur permettant de distribuer une partie de leur excès de trésorerie à leurs actionnaires. Le gouvernement propose d'instaurer une taxe de 8 % sur le montant de la réduction de capital résultant de l'annulation des actions rachetées. Cette taxe concernera les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 1 milliard d'euros pour toutes les opérations menées à partir de la date de présentation du projet de loi de finances en Conseil des ministres.

Mesures concernant les particuliers

Le gouvernement a décidé d'indexer le barème de l'impôt sur le revenu sur l'inflation hors tabac. Le coût de cette mesure est évalué à 3,7 milliards d'euros. Elle permettra d'éviter à près de 530 000 foyers d'entrer dans le champ de l'impôt sur le revenu. Le gouvernement prévoit également l'instauration d'une contribution temporaire et exceptionnelle sur les plus hauts revenus, afin de garantir que ces derniers soient imposés à un taux moyen minimum de 20 %. Ce mécanisme s'appliquera aux contribuables assujettis à la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (CEHR), à savoir ceux dont le revenu de référence dépasse 250 000 euros pour un célibataire et 500 000 euros pour un couple. Le rendement de cette mesure est estimé à 2 milliards d'euros en 2025, avec une application prévue pour une durée de trois ans.

Le concours des collectivités locales au redressement des finances publiques

Les dépenses locales connaissent une forte progression. Les dépenses réelles de fonctionnement augmenteraient de 6 % en 2024, tandis que les dépenses d'investissement auraient augmenté de 10,8 % sur les huit premiers mois de 2024. Cette hausse s'explique notamment par le cycle électoral municipal et la finalisation de nombreux projets d'investissement. En 2025, les collectivités territoriales seront appelées à participer à l'effort de redressement budgétaire pour atteindre l'objectif d'un déficit public de -5,0 % en 2025. L'effort de maîtrise du solde public s'élèvera à 5 milliards d'euros, soit 12,5 % de l'effort global des administrations publiques. Un fonds de précaution pour les collectivités sera créé, alimenté par un prélèvement sur les recettes des collectivités, à l'exception des plus petites ou des plus fragiles. Ce prélèvement sera limité à 2 % des recettes réelles de fonctionnement. La répartition du fonds pour l'année suivante sera établie après consultation du Comité des finances



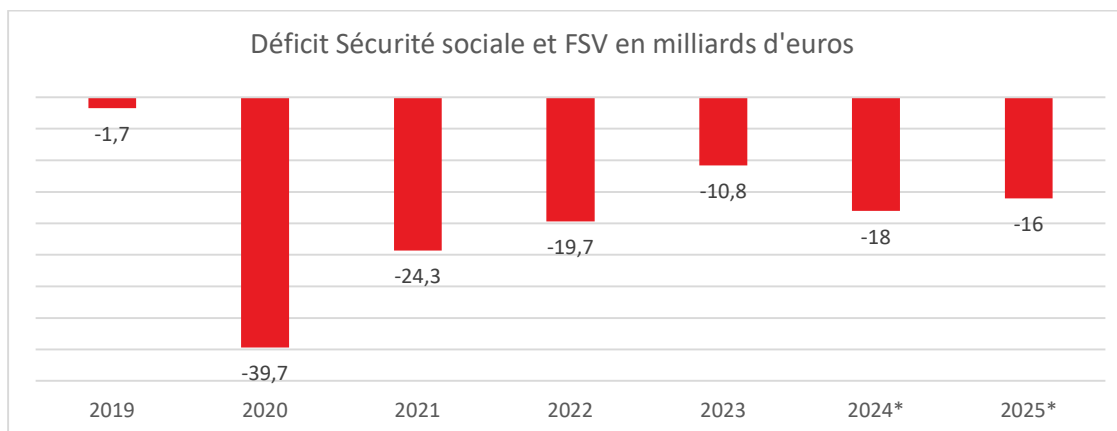
locales, dans un cadre fixé par la loi. L'abondement de ce fonds sera conditionné par le dépassement du solde des collectivités territoriales en 2024 par rapport aux prévisions de la LFI 2024. De plus, le montant transféré de TVA aux collectivités sera maintenu en 2025 à son niveau de 2024, et le Fonds de compensation de la TVA sera réduit de 800 millions d'euros.

Dans le projet de loi de finances pour 2025, à périmètre constant, les concours financiers de l'État aux collectivités territoriales (crédits budgétaires, prélèvements sur recettes, et TVA affectée aux régions) s'élèvent à 53,4 milliards d'euros en crédits de paiement, hors mesures exceptionnelles. L'ensemble des transferts de l'État, incluant la fiscalité transférée, le financement de la formation professionnelle, et divers autres transferts, est en légère hausse de 0,9 %, soit 884 millions d'euros. Le montant de la dotation globale de fonctionnement restera stable par rapport à 2024, après deux années de forte augmentation.



Le Projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2025 sous contraintes

Pour 2025, le gouvernement prévoit un déficit de la Sécurité sociale de 16 milliards d'euros, contre 18 milliards d'euros en 2024. Les dépenses progresseraient à un rythme limité à 2,8 % tandis que les recettes croîtraient de 3,2 %.



Cercle de l'Épargne – données Ministère des Comptes publics

L'objectif national de dépenses d'assurance maladie (ONDAM) progressera de 2,8 %, soit un point au-dessus de l'inflation, pour atteindre près de 264 milliards d'euros. A périmètre constant, cela représente 60 milliards d'euros de plus qu'en 2019 et 7 milliards d'euros supplémentaires par rapport à son niveau rectifié pour 2024 (+9 milliards d'euros à périmètre courant par rapport au niveau voté en LFSS 2024). Cette augmentation tient compte des engagements conventionnels pris par l'assurance-maladie, notamment avec la nouvelle convention médicale signée en juin 2024.

Le gouvernement a présenté plusieurs mesures visant à modérer la croissance de l'ONDAM. Parmi ces mesures figure le relèvement du ticket modérateur pour les consultations chez les médecins et les sage-femmes (1,1 milliard d'euros), ce qui transfère une partie des charges aux complémentaires santé. Le projet de loi inclut également la réduction du plafond de prise en charge des indemnités journalières (600 millions d'euros), des plans de maîtrise des prix des produits de santé (1,2 milliard d'euros) et de sobriété des usages (400 millions d'euros). D'autres mesures visent l'efficacité du système de santé et la lutte contre la fraude : 700 millions d'euros seront économisés grâce à l'optimisation des achats dans les hôpitaux et les établissements médico-sociaux, 300 millions dans les domaines de la biologie, de la radiologie et de l'imagerie médicale, 300 millions par la régulation des soins de ville et des dépenses liées au Covid, et 900 millions d'euros grâce à la maîtrise médicalisée et à la lutte contre la fraude. De plus, le relèvement des franchises et des participations forfaitaires, initié en 2024, devrait générer 300 millions d'euros supplémentaires.

En matière de retraite, le gouvernement a confirmé le report au 1er juillet 2025 de la revalorisation des pensions, ce qui permettra une économie nette de près de 4 milliards d'euros. Pour rappel, la revalorisation des retraites de base en 2024 avait coûté près de 14 milliards d'euros. Ce report ne concerne pas les minima sociaux (ASPA et ASV), qui conserveront leurs règles habituelles de revalorisation. Le gouvernement prévoit



également de relever de 4 points le taux de cotisation des employeurs territoriaux et hospitaliers à la Caisse nationale de retraite des agents des collectivités locales (CNRACL), ce qui générerait 2,3 milliards d'euros. Concernant les cotisations sociales, le gouvernement envisage, durant les discussions du PLFSS, une refonte des exonérations de charges sociales, s'inspirant du rapport d'Antoine Bozio et d'Étienne Wasmer. Ces exonérations coûtent actuellement 75 milliards d'euros par an, en hausse de 33 % depuis 2021. Une économie de 4 milliards d'euros est attendue, avec pour objectif d'atténuer les effets de seuil, qui freinent les augmentations de salaires. Par ailleurs, le gouvernement prévoit de réviser le barème des avantages en nature liés aux véhicules, afin de rendre les incitations moins favorables aux véhicules thermiques, ce qui devrait rapporter 300 millions d'euros. Un renforcement des moyens alloués à la lutte contre la fraude sociale est annoncé, avec le déploiement de 1 000 agents supplémentaires sur la période 2023-2027, soit une augmentation de 20 % des effectifs par rapport à 2022. De plus, 450 cyber-enquêteurs, dotés de prérogatives de police judiciaire, seront formés. Un plan de modernisation des systèmes d'information, doté de 1 milliard d'euros, est également prévu. L'objectif est d'atteindre 5,5 milliards d'euros de redressements cumulés sur la période 2023-2027.

**Dépenses par branches des régimes obligatoires de base
et du FSV 2020-2027 (en Md€), à périmètre courant**

Dépenses (Md€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Maladie	218,1	240,3	235,4	242,2	243,9	253,6	260,8
AT-MP	13,6	13,6	13,9	16,2	15,4	16,0	17,0
Vieillesse	241,3	246,1	250,5	263,3	275,1	293,7	300,2
Famille	49,9	50,0	48,9	51,4	55,7	57,9	59,7
Autonomie	-	-	32,6	35,2	37,6	40,0	42,4
FSV	18,8	19,1	19,3	19,5	19,3	20,6	21,3
Régimes de base + FSV	509,7	536,9	567,3	592,1	610,7	643,4	661,5

* *Prévision – FSV Fonds de solidarité vieillesse*

Cercle de l'Épargne – données Ministère des Comptes publics



Recettes par branches des régimes obligatoires de base et du FSV 2020-2027 (en Md€)

Recettes (Md€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Maladie	216,6	209,8	209,4	221,2	232,8	239,0	247,4
AT-MP	14,7	13,5	15,1	14,5	16,8	16,7	17,1
Vieillesse	240,0	241,2	249,4	259,4	272,5	287,4	297,1
Famille	51,4	48,2	51,8	53,3	56,8	58,3	59,7
Autonomie	-	-	32,8	35,4	37,0	40,9	42,0
FSV	17,2	16,7	17,7	20,3	20,4	21,4	22,0
Régimes de base + FSV	508,0	497,2	543,0	572,5	600,0	625,3	645,4

* Prévission *

Cercle de l'Épargne – données Ministère des Comptes publics

Soldes par branches des régimes obligatoires de base et du FSV 2020-2027 (en Md€)

Solde (Md€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Maladie	-1,5	-30,5	-26,1	-21,0	-11,1	-14,6	-13,4
AT-MP	1,1	-0,1	1,3	1,7	1,4	0,7	0,2
Vieillesse	-1,3	-4,9	-1,1	-3,9	-2,6	-6,3	-3,1
Famille	1,5	-1,8	2,9	1,9	1,0	0,4	0,0
Autonomie	-	-	0,3	0,2	-0,6	0,9	-0,4
FSV	-1,6	-2,5	-1,5	1,3	1,1	0,8	0,7
Régimes de base + FSV	-1,7	-39,7	-24,3	-19,7	-10,8	-18,0	-16,0

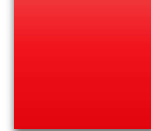
* Prévission

Cercle de l'Épargne – données Ministère des Comptes publics

Allemagne, deux ans en enfer

Le gouvernement allemand qui espérait jusqu'ici sur une croissance du produit intérieur brut (PIB) de 0,3 % cette année, a officiellement revu ses prévisions à la baisse. Il s'attend désormais à une contraction de 0,2 % du PIB en 2024, après -0,3 % l'an dernier. Pour retrouver deux années consécutives du PIB en Allemagne, il fallait remonter à 2002 et 2003. L'économie allemande digérait alors la réunification sur fond de perte de compétitivité.

Les difficultés allemandes actuelles sont liées à la hausse du prix du gaz, à la concurrence accrue de la Chine, à la montée du protectionnisme et à la remise en cause des produits carbonés.



Le ministre de l'Economie allemand s'est voulu rassurant, lors d'une conférence de presse mercredi 9 octobre, en soulignant que l'Allemagne demeure la troisième puissance économique mondiale avec seulement 85 millions d'habitants. Il a vanté la capacité d'adaptation et d'innovation d'un « Mittelstand ». Il a souligné que l'inflation était attendue à 2,2 % cette année et à 2 % l'an prochain, ce qui favorisera la relance de l'économie. Une reprise de la consommation est prévue dans les prochains mois grâce à l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages. Dans ce contexte, les dernières prévisions de croissance du ministère de l'Economie sont de 1,1 % en 2025 et de 1,6 % en 2026. La réalisation de ces prévisions supposent que les Allemands réduisent leur effort d'épargne qui est important depuis l'épidémie de covid. Le Ministre de l'Economie mise pour sortir sur la récession sur l'« initiative de croissance » présentée au printemps par le gouvernement. Celle-ci intègre des allègements fiscaux, une réduction des prix de l'énergie pour l'industrie et vise à réduire le poids de la bureaucratie pour les entreprises. Le plan s'attaque également aux pénuries de main-d'œuvre et comprend des incitations au maintien des personnes âgées au travail et au recrutement des travailleurs qualifiés étrangers.



Les pays en développement et leurs dettes masquées

Au Sénégal, le montant de la dette publique varie, selon les estimations, de 10 points de PIB. En l'absence d'un audit précis, le FMI est contraint de se fier aux données officielles qui sont loin d'être exhaustives. La dette publique du Sénégal pourrait dépasser 83 % du PIB, sachant que le FMI a mis en place un programme d'aide de 1,9 milliard de dollars.

Les erreurs d'évaluation des dettes publiques des pays en voie de développement sont fréquentes. Certains gouvernements ne disposent pas de l'ensemble des documents relatifs à leurs engagements, en particulier lorsque ceux-ci concernent les dettes des entreprises publiques. D'autres sollicitent leurs créanciers en secret pour éviter tout contrôle. Depuis 1970, les gouvernements des pays en développement ou émergents ont accumulé au moins 1 000 milliards de dollars de dette extérieure non déclarée à la Banque mondiale au moment de leur contraction, selon des chercheurs de l'Université de Duisburg-Essen et de l'Université de Notre Dame. Cela représente plus de 12 % de leurs emprunts extérieurs, toutes devises confondues, sur cette période. Les chercheurs indiquent que les États ont une tendance naturelle à sous-évaluer le montant de leurs emprunts extérieurs. 70 % du stock de la dette fait l'objet de modifications après sa publication initiale. Les erreurs de déclaration sont rares en ce qui concerne les prêts de la Banque mondiale, qui sont systématiquement divulgués. Il en va de même pour les obligations négociées en bourse, en raison de leur nature publique. Les révisions les plus importantes concernent d'autres types d'emprunts auprès de prêteurs privés, tels que les crédits bancaires ou les prêts bilatéraux des gouvernements. Les dettes cachées sont souvent révélées lorsque les pays demandent l'aide du FMI face à une menace de défaut de paiement. Depuis deux ans, avec la hausse des taux, les réévaluations du montant des dettes se sont multipliées, un nombre croissant d'États en développement ou émergents sollicitant l'aide du FMI. L'édition 2022 des statistiques de la Banque mondiale sur la dette a révisé à la hausse les données passées de plus de 200 milliards de dollars, soit la plus forte augmentation de l'histoire de l'institution.

La réévaluation des dettes extérieures peut également résulter de la révélation d'opérations de racket ou de corruption. Au Mozambique, par exemple, des entreprises soutenues par l'État ont secrètement emprunté 1,2 milliard de dollars dans le cadre d'un plan impliquant des responsables gouvernementaux et des sociétés libanaises. Lorsque le montant de ces emprunts a été révélé en 2016, l'économie du Mozambique s'est effondrée. De nombreux auteurs de ces abus, qui avaient touché des pots-de-vin, sont aujourd'hui en prison. En août dernier, le ministre des Finances, qui avait signé les accords, a été reconnu coupable de fraude et de blanchiment d'argent par un tribunal de New York.

L'opacité des emprunts entrave également leur restructuration. Il faut souvent des mois pour rétablir la réalité des chiffres. La confusion sur le véritable niveau de la dette de la Zambie a exacerbé la méfiance entre ses créanciers occidentaux et chinois lorsque le pays a cherché à restructurer, en 2020, sa dette. Le chiffre déclaré pour sa dette en 2021 a été révisé à la hausse de plus de 3 milliards de dollars, soit 14 % du PIB. Les



États passent plus de temps en défaut de paiement lorsque leurs dettes cachées sont importantes.

La transparence en matière d'endettement est faible pour de nombreux États faute d'obligation légale pour la communication au Parlement des données sur ce sujet. Une récente enquête du FMI sur 60 pays en développement et émergents, de l'Albanie au Zimbabwe, a révélé qu'à peine la moitié d'entre eux disposent d'une législation obligeant les gouvernements à soumettre des rapports sur la gestion de la dette au Parlement. Aucun de ces pays n'exige la publication des conditions des prêts souverains. Un autre problème est l'utilisation excessive de clauses de confidentialité dans de nombreux contrats de dette.

Les prêteurs ont également leur part de responsabilité. En 2019, l'Institute of International Finance, un club de financiers, a élaboré un ensemble de principes pour que les créanciers privés divulguent volontairement leurs prêts aux gouvernements. Toutefois, seules deux banques ont inscrit des informations sur leurs prêts dans le registre public établi à cet effet. Une enquête menée l'année dernière par Debt Justice, un groupe de défense britannique, a estimé qu'au moins 37 milliards de dollars de prêts auraient dû être publiés, contre seulement 2,9 milliards de dollars enregistrés à l'époque. Cette organisation suggère que les contrats de prêts souverains devraient être inopérants devant les tribunaux s'ils ne sont pas divulgués publiquement dans les 30 jours suivant leur signature.

Les biens stratégiques : la grande illusion

Entre août et octobre 1943, les avions de guerre américains bombardèrent à plusieurs reprises Schweinfurt, dans le sud de l'Allemagne. La ville bavaroise n'abritait ni quartier général militaire ni garnison importante, mais elle produisait la moitié des roulements à billes du Troisième Reich utilisés dans les moteurs d'avions, les chars et les fusils automatiques. Les Alliés avaient estimé qu'en détruisant les usines de fabrication des roulements à billes, ils pourraient paralyser le complexe militaro-industriel allemand. L'opération fut coûteuse pour les Américains, avec de lourdes pertes en avions et en équipages. En quelques mois, la production des roulements en provenance des usines de Bavière s'effondra. Pourtant, le Troisième Reich réussit à maintenir celle de ses Messerschmitts et de ses mitrailleuses au même niveau qu'auparavant. Les études américaines démontrèrent a posteriori que les bombardements n'avaient servi à rien.

Après la Seconde Guerre mondiale, à de nombreuses reprises, les Occidentaux ont tenté, par le biais des embargos, de priver les États indécents de leurs biens stratégiques afin de les forcer à changer de comportement ou de fragiliser leur économie. La plupart du temps, les résultats se révèlent décevants, comme le prouvent actuellement les effets des embargos envers la Russie. Le concept de biens stratégiques semble surestimé. La capacité de bloquer un pays en l'empêchant d'accéder à certains biens jugés indispensables, par exemple pour l'industrie de l'armement, semble limitée. Dans un essai à paraître en 2025, Mark Harrison et Stephen Broadberry, deux universitaires britanniques, recourent à une théorie établie pour la première fois dans les années 1960 par l'économiste Mancur Olson pour expliquer ce paradoxe. L'économiste soutenait que très peu de biens, voire aucun, ne sont véritablement stratégiques. Le concept de bien stratégique, affirment-ils, est une



illusion. En revanche, il n'existe que des besoins stratégiques : nourrir une population, acheminer des fournitures, produire des armes.

Un bien est souvent décrit comme « stratégique », « vital » ou « essentiel » lorsqu'il est supposé ne pas avoir de substituts. Les États-Unis, les pays de la zone euro et la Chine disposent ainsi de réserves stratégiques de pétrole pour faire face à une interruption de l'approvisionnement. Durant la crise de la Covid-19, les masques furent qualifiés de biens stratégiques, et les États décidèrent de lancer des chaînes de production de masques, ce qui entraîna rapidement une surproduction.

En cas d'embargo, des substituts existent presque toujours, à court ou à long terme. L'Europe a réussi en quelques mois à pallier la diminution des importations de gaz en provenance de la Russie. Pendant la Seconde Guerre mondiale, l'Allemagne réagit à la pénurie de roulements à billes en recourant à des roulements plus basiques ou en recyclant d'anciens. Elle en importa également de nombreux pays. Les embargos ou les destructions d'usines augmentent les coûts et affectent la croissance, mais sans provoquer l'effondrement économique espéré. L'Iran ou la Russie en ont apporté la preuve ces dernières années.

Une étude réalisée en 2007 par des chercheurs du Peterson Institute for International Economics a examiné 174 campagnes de sanctions menées dans le monde entre 1915 et 2000, dont 162 après 1945. Elle a révélé que ces sanctions atteignaient leurs objectifs, partiellement ou totalement, dans seulement un tiers des cas. Le succès est plus élevé lorsque les objectifs sont clairement définis.

En 2022, des analystes avaient prédit que la Russie était dans une situation proche de celle de 1998 qui avait conduit à sa banqueroute. Or, la résilience de l'économie russe a déjoué ces attentes. Elle a esquivé les sanctions, notamment en remplaçant les biens sous embargo par d'autres et en trouvant de nouveaux partenaires commerciaux, notamment la Chine. La Russie a réussi à exporter son pétrole et son gaz à bon prix auprès de nouveaux clients, ou de manière détournée à ses anciens. Les recettes d'exportation ont été peu affectées par les sanctions. Dopée par la guerre, la croissance devrait dépasser les 3 % en 2024. Dans une économie mondialisée comprenant de nombreux pays dotés de capacités de production industrielle, la notion de biens stratégiques a largement perdu de son sens.

La science économique face à la mutation écologique

La transition écologique est un défi majeur que doivent relever toutes les économies. Pour la première fois depuis la première révolution industrielle, les États sont amenés à imposer de manière réglementaire une substitution d'énergies, alors que par le passé, les nouvelles sources d'énergie s'ajoutaient aux précédentes. D'ici le milieu du siècle, les agents économiques doivent décarboner leurs activités en réalisant d'importants investissements. De nombreux secteurs sont contraints de modifier en profondeur leurs processus de production (industries sidérurgiques ou chimiques) ou leurs produits (industrie automobile). Des millions de logements doivent être réhabilités, etc. Pourtant, les effets économiques induits par cette mutation sont curieusement peu ou mal appréhendés. Une étude intitulée « Le peu d'intérêt de la science économique pour le défi du siècle » de l'économiste Xavier Timbeau, publiée par l'INSE, souligne que l'économie de l'environnement est négligée et reléguée aux périphéries des



départements d'économie traditionnels. Au sein de ces départements, les postes liés à l'environnement représenteraient moins de 5 % des emplois.

Les départements d'économie se concentrent sur des sujets perçus comme académiquement plus prestigieux que l'environnement, qui est laissé à des institutions périphériques comme les départements d'agriculture, d'affaires publiques ou des instituts spécialisés. Cette spécialisation institutionnelle révèle un cloisonnement disciplinaire où l'économie environnementale est considérée comme un champ « appliqué » et non « fondamental », ce qui diminue son attractivité au sein du milieu académique.

Xavier Timbeau souligne également les limites des modèles économiques actuels dans l'intégration des questions environnementales. La modélisation économique traditionnelle repose sur des hypothèses simplificatrices qui ne capturent pas la complexité des interactions entre les systèmes économiques et écologiques. Ces modèles, souvent inspirés par le keynésianisme, axés sur la consommation et l'investissement, prennent peu en compte les effets de l'environnement sur la croissance. La modélisation économique est souvent agrégée à un niveau national ou global, omettant des dimensions telles que l'hétérogénéité géographique et sectorielle. Les effets climatiques varient selon les régions et les secteurs économiques. Par exemple, le tourisme et l'agriculture réagissent différemment au changement climatique. Les modèles traditionnels appréhendent mal cette diversité des situations et les interférences. Ils ont tendance à négliger les boucles de rétroaction. Cette incapacité à anticiper les dynamiques aboutit à des scénarios économiques qui peuvent se révéler trop optimistes ou trop pessimistes.

Une approche plus intégrée, associant des modèles climatiques détaillés à des modèles macroéconomiques sectoriels et régionaux, est nécessaire. La complexité des interactions entre l'économie et les écosystèmes exige un niveau de granularité que les systèmes actuels ne peuvent atteindre. Xavier Timbeau propose que des efforts soient entrepris pour collecter davantage de données afin d'améliorer les modèles existants.

Les travaux de modélisation devraient également mieux prendre en compte les dimensions comportementales et institutionnelles du changement climatique. Les modèles doivent inclure des scénarios d'évolution des préférences et des comportements, influencés par des leviers tels que les taxes carbone ou les politiques de sobriété.

Xavier Timbeau souligne l'insuffisance des connaissances économiques actuelles pour soutenir des politiques publiques environnementales efficaces. L'économie de l'environnement est restée en retrait, non seulement au niveau académique, mais aussi dans la production de connaissances pratiques pour guider les décideurs publics ou privés. Les politiques publiques, telles que la taxe carbone, sont souvent mal calibrées, et leurs conséquences sociales et économiques mal évaluées. L'économiste souhaite réconcilier l'économie et la transition écologique en mettant l'accent sur l'importance de l'anticipation. Les décideurs publics doivent être équipés d'outils de prévision plus précis, capables d'anticiper les effets de différentes stratégies d'adaptation au changement climatique. Les analyses coûts-bénéfices ne doivent plus se limiter à des projections agrégées du PIB, mais inclure des indicateurs de bien-être social, environnemental et de redistribution des ressources. Il appelle également à une refonte



de la comptabilité publique pour mieux capturer l'évolution du bien-être, notamment en intégrant des indicateurs non monétaires tels que l'état de la biodiversité ou la qualité de l'air. Ce souhait n'est pas nouveau : depuis une quarantaine d'années, de nombreux économistes plaident pour dépasser la simple mesure du PIB. Xavier Timbeau, dans son étude, indique que l'un des grands défis pour les économistes est de comprendre et d'intégrer le changement des préférences des agents économiques, notamment en matière de sobriété énergétique. Ces préférences peuvent être modifiées non seulement par le jeu des politiques publiques, mais aussi par les interactions entre les acteurs économiques. Une question clé est de savoir comment ces changements de préférences influencent le bien-être global et la croissance. Dans les modèles économiques, les préférences des agents sont souvent considérées comme constantes, alors qu'elles sont de plus en plus dynamiques. Pour Xavier Timbeau, la transition écologique nécessite une refonte totale des modèles économiques, car elle révolutionne les fondements mêmes de l'économie, en passant d'une économie extractive à une économie régénérative.

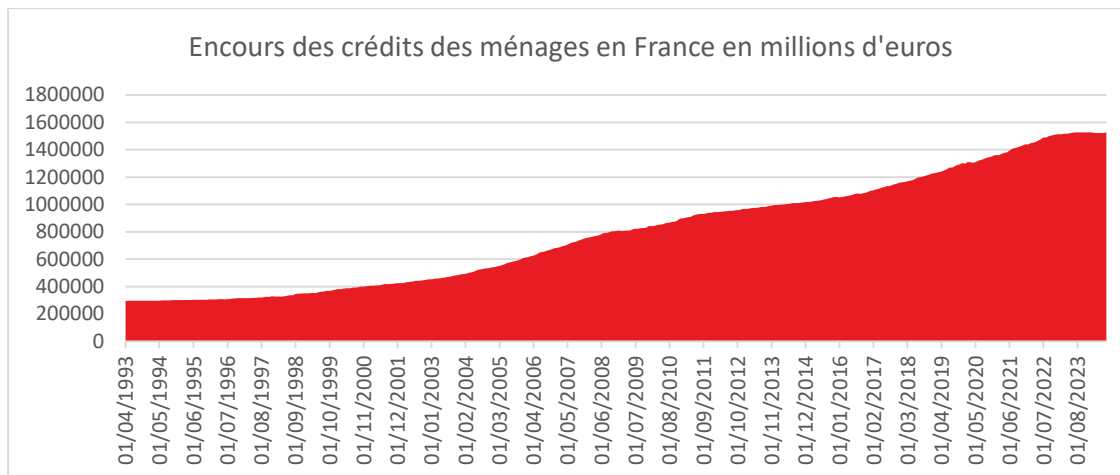
L'économie ne peut plus se contenter d'analyser la croissance à partir des agrégats classiques ; elle doit intégrer des concepts comme les cycles de régénération des écosystèmes, la gestion des ressources naturelles et l'adaptation au réchauffement climatique. La transition écologique nécessite une réévaluation des priorités institutionnelles, un renouvellement des outils de modélisation et un engagement profond des économistes dans la recherche et la mise en œuvre des politiques publiques. La science économique, de tout temps, a eu pour objectif d'apprécier l'efficacité de la gestion des ressources rares. La transition écologique rappelle que toutes les ressources sont rares, en particulier celles qui étaient considérées comme des biens communs, comme l'eau ou l'air. En ce sens, l'impératif environnemental s'inscrit parfaitement dans les fondamentaux de l'économie classique.



GRAPHIQUES

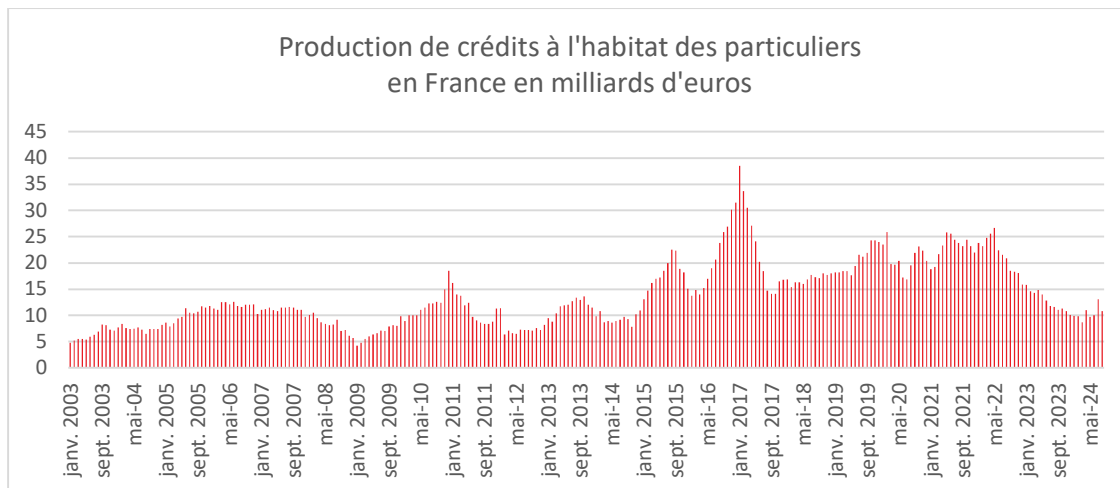
Poursuite la hausse des crédits à l'habitat

L'encours des crédits des ménages en France s'élevait à 1 523 milliards d'euros à la fin du mois d'août 2024, en baisse de 0,1 % sur un an. L'encours des crédits à l'habitat fin août atteignait 1 284 milliards d'euros, en recul de 0,9 % sur un an, tandis que celui des crédits à la consommation s'élevait à 209 milliards d'euros, enregistrant une hausse de 2,5 % sur un an.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

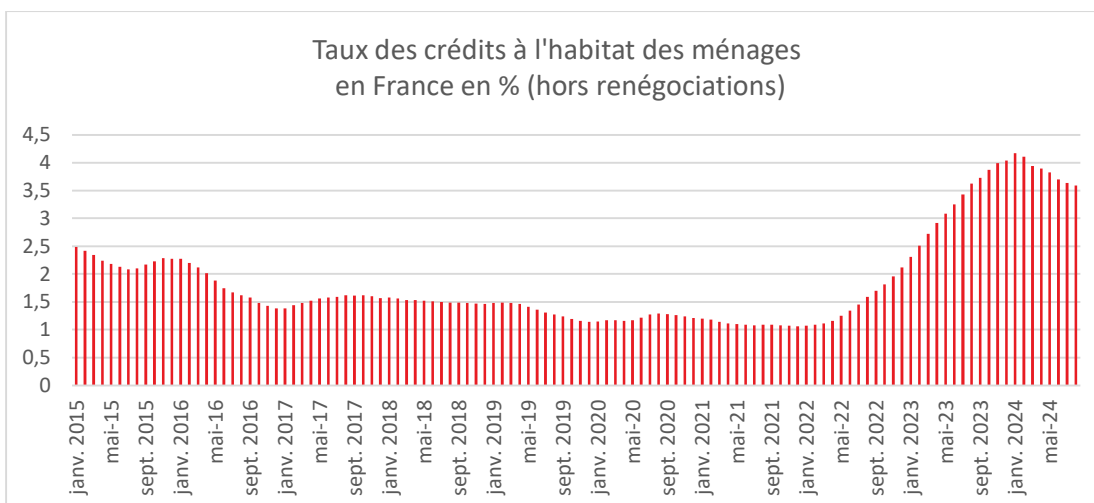
La production corrigée des variations saisonnières de crédits à l'habitat (hors renégociations) s'est établie à 9,3 milliards d'euros en août, s'inscrivant toujours dans une hausse depuis le creux de 6,9 milliards d'euros du mois de mars 2024 (8,6 milliards d'euros en juin et 11,3 milliards d'euros en juillet).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits à l'habitat est toujours en baisse, s'établissant à 3,59 % en août, contre 3,64 % en juillet pour les opérations hors renégociations. Il repasse ainsi légèrement en dessous de son niveau d'il y a un an (3,62 % en août 2023).

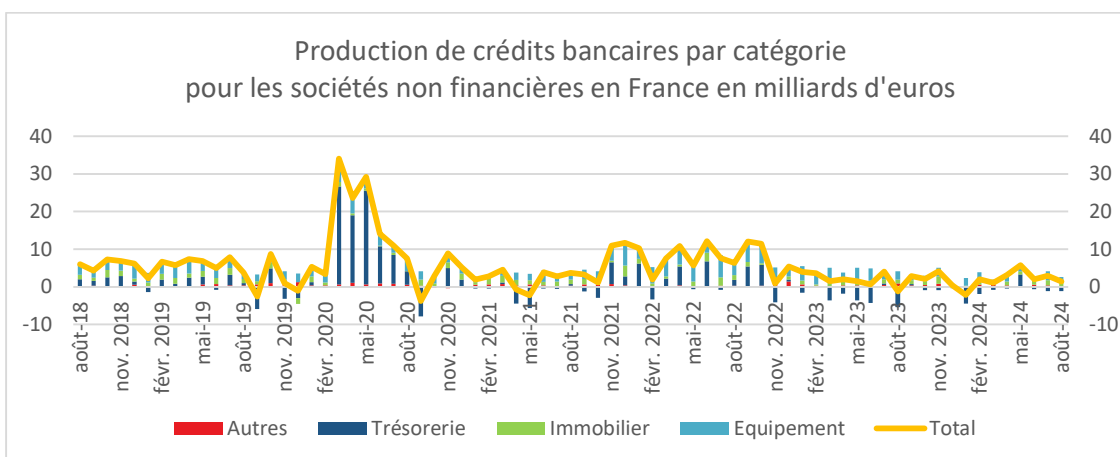


Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Financement entreprises en progression en août

Selon la Banque de France, l'encours des financements des entreprises a atteint 2 068,7 milliards d'euros fin août 2024, dont 1 359,7 milliards d'euros au titre des crédits bancaires et 709 milliards d'euros pour les financements de marché. L'encours des crédits d'investissement s'élevait à 976,9 milliards d'euros à la fin du mois d'août, tandis que ceux de trésorerie s'établissaient à 306,8 milliards d'euros.

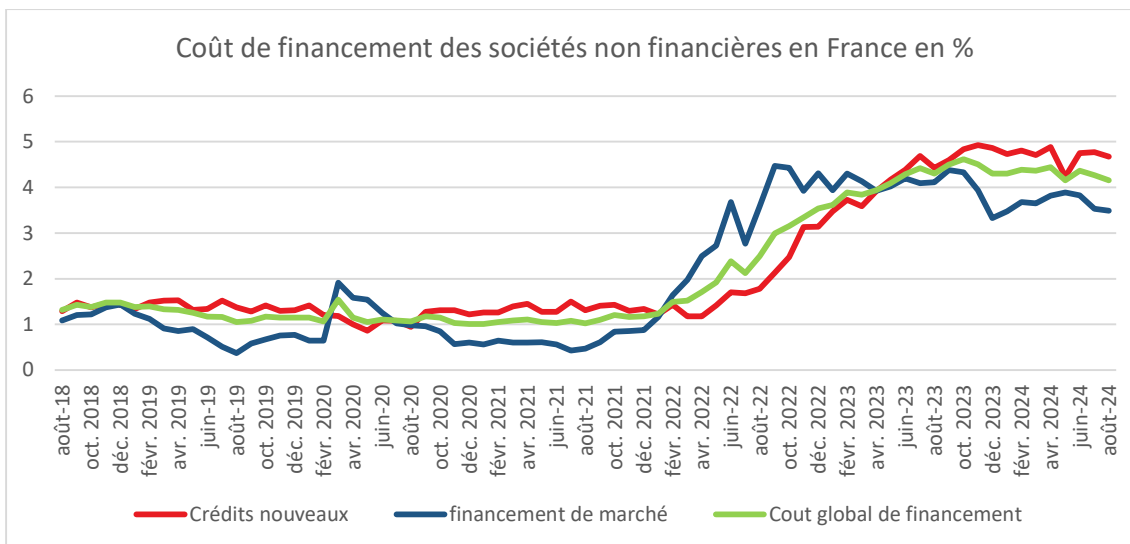
En août, les financements accordés aux sociétés non financières (SNF) ont progressé de 2,3 % en rythme annuel, selon la Banque de France (après +2,2 % en juillet et +2,6 % en juin), en raison de la hausse conjointe des encours de crédits bancaires (+2,0 %, après +1,8 % en juillet) et des titres de dette (+3,0 %, taux inchangé par rapport à juillet).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

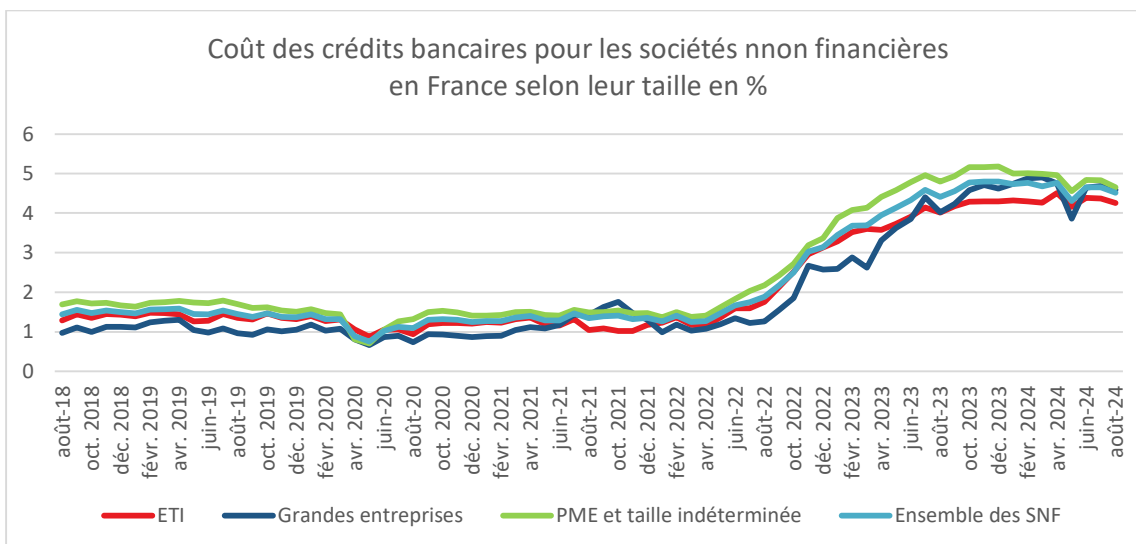


Le coût des nouveaux financements a diminué pour le deuxième mois consécutif en août (4,16 %, après 4,27 % en juillet et 4,37 % en juin), sous l'effet d'une baisse du taux d'intérêt des crédits bancaires.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

En août 2024, la croissance du crédit a ralenti pour les PME et les entreprises de taille indéterminée (+0,9 % sur un an après +1,1 % en juillet). Le rythme de croissance des encours est resté stable pour les ETI (+2,1 %, après +2,0 %) et a augmenté pour les grandes entreprises (+0,6 % après -0,5 %). Le coût moyen du crédit a baissé par rapport à juillet 2024 pour toutes les catégories d'entreprises.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 14 octobre

Pour l'**Union européenne**, Eurostat publiera pour les chiffres du **commerce international de produits liés à l'énergie verte** en 2023 ainsi que l'édition 2024 de sa publication « **Chiffres clés sur les conditions de vie** ».

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. 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 **misés en chantier** en septembre seront publiés.

Lundi 21 octobre

L'Office européen de la statistique publiera, pour la **zone euro et l'Union européenne**, les chiffres des demandes d'asiles en juillet. Il sera possible de suivre les **statistiques des cancers recensés par types spécifiques** en 2022. Des statistiques expliqués sur le **commerce international d'articles de sport en 2023** dans les États membres seront également diffusées.

En **Chine**, le **taux préférentiel de prêt de la PBoC** d'octobre sera communiqué.

En **Allemagne**, l'indicateur **prix à la production** de septembre sera disponible.

Au **Royaume-Uni**, l'indice des **prix immobiliers Rightmove** d'octobre sera rendu public.

En **Allemagne**, le rapport mensuel de la **banque centrale** sera diffusé.

Aux **États-Unis**, l'indicateur **Avancé US** de septembre sera disponible.

Mardi 22 octobre

Les données de la **dette** et du **déficit** ainsi que les **comptes financiers** de l'**Union européenne et la zone euro** au deuxième trimestre 2024 seront communiquées par Eurostat. Une deuxième notification des chiffres du **déficit et de la dette des administrations publiques** et des données sur la procédure de **déficit excessif et statistiques sur les finances publiques** en 2023 seront également attendues. Un aperçu de l'**indice de production (volume) du secteur de la construction** en 2023 sera par ailleurs diffusé.

Les chiffres des **immatriculations de voitures** en **Europe** en septembre seront publiés.

Aux **États-Unis**, les **indices conjoncturel de la Fed de Richmond** d'octobre seront diffusés.



Mercredi 23 octobre

Pour la **zone euro**, et l'**Union européenne**, des statistiques expliquées sur l'**enseignement des TIC** et sur les **échanges internationaux de biens par secteur économique** en 2022.

Aux **États-Unis**, les statistiques des **ventes de logements existants** en septembre et l'indicateur **confiance des consommateurs** d'octobre seront diffusés.

Jeudi 24 octobre

En **France**, l'INSEE publiera, pour le mois d'octobre les résultats des **enquêtes conjoncturelles sectorielles** mensuelles ainsi que les indicateurs **climat des affaires** et **confiance des ménages**.

Eurostat publiera des données sur l'**hébergement** dans le secteur du tourisme dans l'**Union européenne et la zone euro** en 2023. Un article consacré au **revenu primaire net par habitant**, par région en 2021.

Les **indicateurs PMI** d'octobre des États membres de la **zone euro**, du **Japon** et des **États-Unis** seront communiqués.

Aux **États-Unis**, les chiffres des **ventes de logements neufs** en septembre et les indicateurs **manufacturiers de la Fed de Kansas City** d'octobre seront disponibles.

Vendredi 25 octobre

En **France**, il sera possible de consulter les chiffres des **demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi** au troisième trimestre. Les statistiques de la **construction de locaux et de logements** en septembre seront publiées.

En **zone euro** et dans l'**Union européenne**, les chiffres du **commerce international de biens par taille d'entreprise** les données définitives relative à la **démographie des entreprises** en Europe en 2022.

Au **Royaume-Uni**, l'indicateur de **confiance des consommateurs Gfk** d'octobre sera publié.

Au **Japon**, les résultats provisoires de l'**inflation** d'octobre seront disponibles.

Le **taux de chômage** au troisième trimestre de l'**Espagne** sera communiqué.

En **Italie**, les **indicateurs confiance des entreprises** et des **consommateurs Italie** d'octobre.

En **Allemagne**, la diffusion de l'indicateur **climat des affaires** et des **indicateurs IFO** d'octobre est attendue.

Aux **États-Unis**, les chiffres des **commandes de biens durables** en septembre et les **indices Michigan** d'octobre seront disponibles.



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
Dette publique 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 faire l'objet d'une autorisation de la rédaction. Toute reprise doit donner lieu à mention suivante : « Lettre Eco de Philippe Crevel »

CONTACT

Lorello Eco Data

28 bis, rue du Cardinal Lemoine • 75005 Paris

Tél. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36

ABONNEMENT

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

Conditions tarifaires

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

Mode de paiement

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

Par Virement bancaire : contacter LORELLO ECO DATA

Adresse de facturation

Nom -----

Prénom -----

Fonction : -----

Organisme : -----

Adresse : -----

Code Postal : -----Ville : -----

Tél. : -----

E-mail :-----