

L'édito de la semaine

- « Il est plus facile de dissoudre l'Assemblée nationale que le peuple »

Épargne et Patrimoine

- Les indices européens loin derrière
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Patrimoine économique national de la France : 8,1 fois le PIB

Économie

- L'intelligence artificielle est-elle un mirage ?
- Comment débloquent économiquement la France ?
- Quatre sujets majeurs de macro-économie

Conjoncture

- Une croissance nulle au quatrième trimestre
- Infirmières : des effectifs en hausse mais insuffisants
- Inflation en légère hausse en novembre en France

Horizons

- La Silicon Valley et l'Union européenne : pas les meilleures amies du monde
- Quand il ne fait pas bon être Français !

Graphiques

- Les assurés cumulant emploi / retraite en Europe
- Privations matérielles et sociales en France
- Augmentation de l'endettement des entreprises

Agenda économique et financier

Statistiques



LA CITATION DE LA SEMAINE

« Les désirs sont comme le vent, ils déplacent la poussière d'un endroit à un autre, obscurcissant parfois l'horizon, mais finissent par se calmer et retomber, laissant derrière eux l'éternelle et immuable image du monde. »

Ivo Andric (Prix Nobel de Littérature en 1961)

L'ÉDITO DE LA SEMAINE DE PHILIPPE CREVEL

« Il est plus facile de dissoudre l'Assemblée nationale que le peuple »

Berthold Brecht

La France compte 67 millions de sélectionneurs de l'équipe de France de football ou de gouvernements, à la nuance près que peu souhaitent réellement occuper l'une ou l'autre de ses fonctions. Les Français ont tous des avis tranchés que ce soit pour les joueurs devant être sélectionnés ou pour le choix des ministres. Ils demandent que les femmes et hommes politiques taisent leurs divergences et privilégient l'intérêt général. Le problème est que celui-ci est polyphonique et que nul n'est d'accord pour en définir les contours. Selon une enquête IFOP réalisée pour l'observatoire Hexagone visant à établir le budget idéal pour les Français, ces derniers ont majoritairement demandé une réduction des dépenses de retraite de 60 %, soit deux cents milliards d'euros, quand dans le même temps ils se sont opposés au report de l'indexation de 1,6 % des pensions en 2025 qui portait sur trois milliards d'euros. De même, unanimement, les Français réclament la suppression des niches fiscales à la condition qu'ils ne soient pas concernés. Ils demandent une augmentation des dépenses de santé, de sécurité, de défense, d'éducation, etc. mais sont refusent catégoriquement la réalisation d'économies. Le matin, en se levant, ils s'inquiètent de l'envolée de la dette publique tout en se répétant, dans la journée, qu'elle augmente depuis cinquante ans sans que cela ne change quoi que soit à leur vie. Ils en rejettent la responsabilité sur les autres, sur les élus jugés incompetents voire corrompus ainsi que sur les étrangers. Dans l'un ou l'autre cas, dédouanement en forme de déni et défaut de responsabilités vont de pair.

Le déficit de travail cerné par les chiffres et visible à l'œil nu dans la gestion au quotidien de nombreuses activités ne donne pas lieu à un réel débat, chacun restant campé sur ses positions. De même, en matière de retraite, majoritairement les Français veulent abroger la réforme de 2023, voire revenir à l'âge légal à 60 ans. Revendication compréhensible mais dont le financement reste une arlésienne. Augmenter le coût du travail ne fera que dégrader un peu plus la compétitivité de l'économie française et peser sur les rémunérations des salariés qui sont déjà faibles au vu des comparaisons internationales. Augmenter les impôts, certes, mais avec un taux de prélèvements obligatoires de 45 % du PIB, les marges sont faibles. Tout comme l'idée de taxer les ultrariches est amplement partagée avec comme limite qu'ils ne sont pas nombreux et qu'ils sont mobiles. L'autre voie serait de recourir à l'immigration permettant d'accroître le volume de travail, la croissance et les recettes publiques mais la population y est plutôt opposée. Les échanges commerciaux sont également un sujet où l'émotion



l'emporte sur la raison. Une majorité de Français est opposée aux accords de libre-échange comme celui du Mercosur, mettant en avant leurs dangers pour l'emploi, pour l'agriculture ou pour la culture. Ces critiques ne sont pas nouvelles. Elles ont été de mise lors de l'adoption du Traité de Rome en 1957 et plus récemment lors de la mise en œuvre du traité avec le Canada. Pourtant, in fine, la France tire profit de ces accords en termes d'exportations et de production. Les invasions de bovins en provenance du Canada ou de Nouvelle Zélande n'ont pas eu lieu. Que les secteurs pouvant souffrir des traités de libres échange soient accompagnés, c'est logique, qu'ils en empêchent la signature en pénalisant d'autres activités l'est moins. L'Union européenne étant justement une Union, les Etats membres sont censés réaliser des concessions, ne pouvant faire, en permanence, prévaloir leurs seuls intérêts. La France a par ailleurs tout à gagner à ce que l'Allemagne exporte davantage vers l'Amérique latine car il ne faut pas l'oublier qu'elle est notre premier partenaire économique en Europe. Evidemment, certains pourraient rêver de courir en solitaire mais ils seront rapidement prisonniers des réalités, le poids de l'économie française ne dépassant guère les 3 % du PIB mondial.

En démocratie, les divisions sont naturelles le pluralisme étant une de ses caractéristiques fondamentales. Les forces politiques sont amenées à s'en nourrir tout en s'en extrayant pour fixer une ligne. Le Parlement est logiquement un lieu d'expression et de dépassement de ce pluralisme. La démocratie suppose de la part de ses acteurs le respect des institutions, des différents pouvoirs et des opinions. Il suppose de leur part de la vertu. L'Assemblée nationale, dans son actuelle tripartition, représente assez fidèlement la fragmentation de la société française. La démocratie française, riche de son pluralisme et de ses débats passionnés, demeure confrontée à une double exigence : celle de concilier l'intérêt général avec des aspirations souvent contradictoires, et celle d'agir avec lucidité dans un monde globalisé où l'illusion d'un isolement protecteur n'a plus sa place. Comme l'écrit Ivo Andrić dans *Le Pont sur la Drina* : « Le pont ne jugeait pas ceux qui le traversaient, qu'ils soient victorieux ou vaincus. Il offrait simplement son passage. » Ce pont, symbole de permanence et de lien, illustre l'essence même de la démocratie : un espace où les divisions et les divergences peuvent coexister, mais où un passage commun doit toujours être trouvé.

La démocratie exige de ses acteurs un effort constant pour dépasser les postures partisans et intégrer une réalité complexe où les sacrifices collectifs s'avèrent souvent nécessaires pour maintenir un équilibre fragile. À l'image de ce pont, elle doit résister aux torrents des passions humaines tout en unissant les rives d'une société fragmentée, offrant à chaque génération l'opportunité de construire et de transmettre, plutôt que de céder aux divisions. Plus qu'un régime politique, elle reste un exercice permanent de réconciliation entre les aspirations individuelles et les nécessités collectives.



ÉPARGNE ET PATRIMOINE

Les indices européens loin derrière

La semaine a été marquée par la décision de la BCE de baisser de 25 points de base ses taux directeurs. Cependant, les investisseurs espéraient davantage, ce qui a influencé négativement le cours des actions. Le marché français, de son côté, est resté globalement insensible au feuilleton de la nomination du Premier ministre, tout en traînant sa peine loin des records de ses homologues américains. Les investisseurs attendent désormais la décision de la banque centrale américaine, la semaine prochaine, concernant une nouvelle baisse de ses taux directeurs.

Dégradation de la note de la France

Vendredi soir, l'agence de notation Moody's a dégradé d'un cran la note de la dette française à Aa3 avec une perspective stable, contre Aa2 avec perspective négative dans sa dernière évaluation fin octobre. L'abaissement de la note de la France est selon l'agence justifié par le fait que « les finances publiques françaises seront affaiblies de manière substantielle dans les années à venir », car « la fragmentation politique devrait probablement empêcher une consolidation budgétaire significative ».

Moody's ne croit guère en la possibilité à ce qu'un gouvernement quel qu'il soit puisse améliorer la situation des finances publiques. L'agence craint qu'une spirale négative entre « déficits plus élevés, charge de la dette plus lourde et coûts de financement plus hauts ». Malgré tout Moody's signale que la France possède des atouts, « une économie large, riche et diversifiée, la septième mondiale ». La démographie demeure plus favorable que dans d'autres économies avancées. La dégradation de la note française intervient en plein changement de gouvernement. Sur le sujet des finances publiques, François Bayrou a lors de la passation de pouvoir avec Michel Barnier souligné qu'il était confronté à un « Himalaya budgétaire » et que les déficits et la dette posent un problème moral.

La BCE : volontaire mais prudente

Jeudi 12 décembre, la Banque centrale européenne a annoncé une nouvelle baisse de ses taux directeurs d'un quart de point. Le taux de dépôt s'établit désormais à 3 %, celui de la facilité de refinancement à 3,15 %, et celui de la facilité de prêt marginal à 3,4 %. Plusieurs grandes voix de la BCE, dont celle du gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, avaient plaidé pour un assouplissement plus marqué, à hauteur de 50 points de base. La faiblesse de la croissance européenne en cette fin d'année, combinée à la décrue de l'inflation, aurait pu justifier une baisse plus importante. D'autres banques centrales, comme celles du Canada et de la Suisse, ont d'ailleurs opté pour des baisses de 50 points de base. Cependant, la BCE a préféré la prudence, en tenant compte de l'amélioration conjoncturelle observée en novembre et de la légère reprise de l'inflation (2,3 % en novembre). Depuis juin, la BCE a effectué quatre baisses, réduisant le taux de dépôt d'un point. Dans son communiqué, l'institution a changé de ton, abandonnant la thématique des taux restrictifs pour combattre l'inflation. Désormais, elle envisage des taux neutres, voire accommodants, pour



soutenir l'économie de la zone euro. Le débat porte sur le niveau d'atterrissage des taux estimé entre 1,5 % et 2 %.

En cette mi-décembre, la zone euro traverse des incertitudes politiques majeures : la France et l'Espagne peinent à adopter leurs budgets pour 2025, tandis que l'Allemagne fait face à une crise gouvernementale. À l'international, le retour de Donald Trump constitue une source d'inquiétude. La zone euro, très dépendante du commerce extérieur – deux fois plus que les États-Unis –, pourrait souffrir du protectionnisme américain en 2025. Les économistes de la BCE anticipent une croissance de 0,7 % cette année et de 1,1 % en 2025 pour la zone euro. En revanche, la France et l'Allemagne sont exposées à un risque de récession. La reprise pourrait venir d'une hausse des salaires stimulant la consommation, bien que le marché du travail soit susceptible de se dégrader.

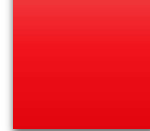
Selon les prévisions, l'inflation devrait repasser sous la barre des 2 % en 2025 (1,9 %), ce qui représente une bonne nouvelle. La BCE mise également sur une augmentation progressive des investissements des entreprises, soutenue par l'atténuation des effets des politiques monétaires restrictives.

En attendant la FED

La Réserve fédérale américaine (FED) devrait réduire ses taux directeurs de 25 points de base la semaine prochaine. Outre cette décision attendue, les investisseurs seront attentifs au communiqué de presse pour interpréter les orientations de la banque centrale pour 2025. Si le positionnement pro-entreprise et anti-impôts de Donald Trump est perçu positivement, ses politiques commerciale et migratoire suscitent des inquiétudes, notamment quant à leurs effets sur l'inflation. Les investisseurs prévoient désormais un nombre réduit de baisses des taux en 2025 : soit deux, contre quatre initialement anticipées.

Les indices américains creusent l'écart

Le CAC 40 n'a pas réussi à enregistrer deux semaines consécutives de hausse. Après un gain de 2,65 % la semaine dernière, il perd cette semaine près de 0,5 %, clôturant à 7 409,57 points. Depuis le début de l'année, il recule de 2 %, alors que les grands indices internationaux progressent. Le DAX allemand a gagné plus de 21 % depuis janvier, l'Eurostoxx 50 progresse de 9,87 %, tandis que le S&P 500 et le Nasdaq affichent des hausses respectives de 27 % et 32 %. Ces divergences reflètent à la fois les différences de croissance économique entre l'Europe et les États-Unis et les anticipations sur la croissance future. Les valeurs américaines bénéficient de l'enthousiasme pour l'intelligence artificielle et de l'élection de Donald Trump, ce qui permet au Nasdaq et au S&P 500 d'atteindre de nouveaux records.



Le pétrole à la hausse

Les cours du Brent ont gagné près de 5 % cette semaine, s'échangeant à plus de 74 dollars le vendredi 13 décembre. Cette hausse s'explique par la volonté des Européens d'intensifier les sanctions contre la Russie et d'accroître la pression sur l'Iran. Mercredi 11 décembre, les membres de l'Union européenne ont décidé de sanctionner 50 navires supplémentaires de la « flotte fantôme », utilisée par la Russie pour contourner les restrictions sur ses exportations de pétrole. Composée d'environ 600 navires, cette flotte transporte près de 1,7 million de barils de pétrole par jour. Les États-Unis envisagent de rejoindre les Européens dans une application plus stricte des sanctions. De son côté, Donald Trump cherche à bloquer les exportations de brut iranien pour obtenir des concessions sur les projets nucléaires de Téhéran.



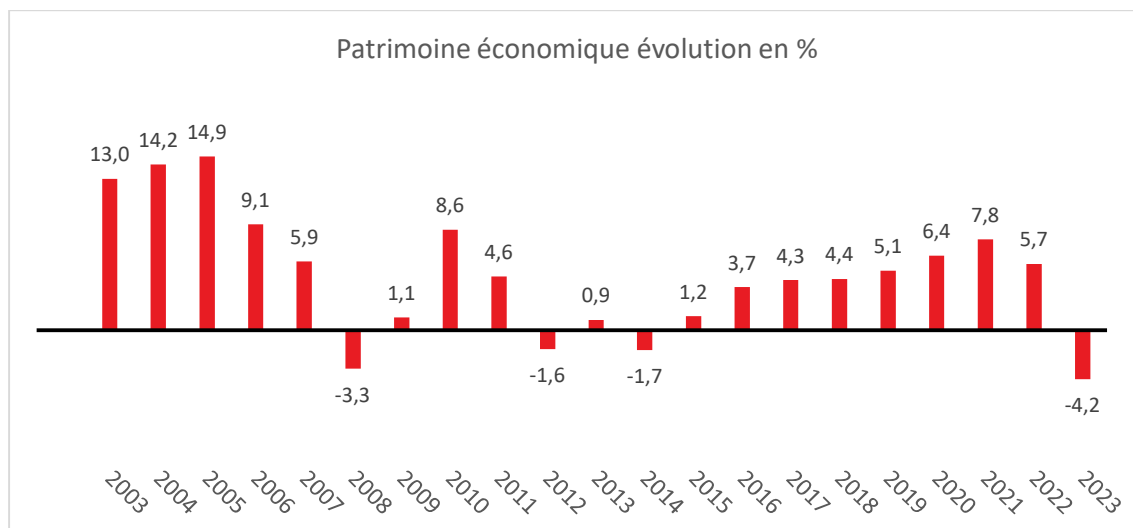
Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 13 déc. 2024	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 30 déc. 2022
CAC 40	7 409,57	-0,48 %	7 543,18	6 471,31
Dow Jones	43 828,06	-1,81 %	37 689,54	33 147,25
S&P 500	6 050,83	-0,62 %	4 769,83	3839,50
Nasdaq Composite	19 926,72	+0,52 %	15 011,35	10 466,48
Dax Xetra (Allemagne)	20 391,58	+0,03 %	16 751,64	13 923,59
Footsie 100 (Royaume-Uni)	8 300,33	-0,29 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	4 967,95	-0,28 %	4 518,28	3792,28
Nikkei 225 (Japon)	39 470,44	+0,35 %	33 464,17	26 094,50
Shanghai Composite	3 391,88	-0,32 %	2 974,93	3 089,26
Taux OAT France à 10 ans	+3,037 %	+0161pt	+2,558 %	+3,106 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,255 %	+0,149 pt	+2,023 %	+2,564 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,393 %	+0,234 pt	+3,866 %	+3,884 %
Cours de l'euro/dollar	1,0494	+0,74 %	1,1060	1,0697
Cours de l'once d'or en dollars	2 659,92	+0,61 %	2 066,67	1 815,38
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	74,32	+4,83 %	77,13	84,08
Cours du Bitcoin en dollars	101 271,03	-0,43 %	38 252,54	15 406,87



Patrimoine économique national de la France : 8,1 fois le PIB

En 2023, le patrimoine économique national qui regroupe le patrimoine des ménages, des sociétés non financières, des sociétés financières et des administrations publiques, s'élevait, selon l'INSEE, à 18 674 milliards d'euros, en recul de 4,2 % après huit années de croissance. Il représente 8,1 fois le produit intérieur net de l'année, en base 2020. En moyenne, entre 2014 et 2022, la progression avait été de 4,8 %. La baisse de 2023 est imputable à la diminution des prix immobiliers, tandis que, dans le même temps, les actifs et passifs financiers ont progressé.

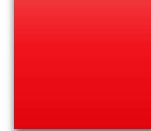


Cercle de l'Épargne – données INSEE

La diminution des prix de l'immobilier

Les prix des biens immobiliers ont reculé de 3,9 % en 2023, selon l'indice INSEE-Notaire. La diminution des prix des terrains a atteint 13,7 %, tandis que les bâtiments ont connu une augmentation de 3,8 %. De 2016 à 2021, les terrains bâtis constituaient le principal facteur de croissance du patrimoine total. En 2022, dans un contexte de fortes perturbations du marché immobilier, la très légère contraction du prix des terrains avait été plus que compensée par la hausse des prix de la construction.

En 2023, les actifs et les passifs financiers nationaux ont progressé après leur baisse en 2022 (+5,9 % et +6,0 %, respectivement, après -2,3 % et -2,6 %). Cette évolution s'explique par la hausse de la valeur des actions et parts de fonds d'investissement. Les flux nets d'acquisitions d'instruments financiers ont toutefois contribué un peu moins aux variations des actifs et des passifs financiers qu'en 2022 (contributions de +2,1 points à l'actif et +2,2 points au passif en 2023, contre +2,4 points à l'actif comme au passif en 2022). Ces évolutions se reflètent dans tous les secteurs institutionnels, avec des disparités liées à la nature de leurs avoirs et de leurs engagements financiers. Globalement, le patrimoine financier net de l'économie nationale s'est replié en 2023 à -410 milliards d'euros, après -324 milliards d'euros en 2022.



Diminution du patrimoine des ménages en 2023

Le patrimoine des ménages représente l'essentiel du patrimoine économique national (78,0 %). En 2023, il a diminué en valeur de 0,9 %, après -0,1 % en 2022. Fin 2023, il s'élevait à 14 567 milliards d'euros, soit environ 8,8 fois le revenu disponible net des ménages. La baisse de 2023 s'explique par la diminution du patrimoine non financier des ménages (-4,9 %, après +4,0 %), évalué à 9 758 milliards d'euros. La valeur des biens immobiliers qui représentent 91,3 % des actifs non financiers des ménages a reculé de 4,7 %, après +4,0 % en 2022, sous l'effet d'une forte baisse des prix des terrains bâtis (-14,1 %, après -0,8 %), tandis que la valeur des bâtiments a continué de progresser (+3,9 %, après +8,8 %).

Le patrimoine financier net des ménages a progressé de 8,3 % en 2023, atteignant 4 809 milliards d'euros, après une baisse de 8,3 % en 2022. Avec la hausse des taux d'intérêt, l'allocation de l'épargne a évolué. Les flux nets de placements des ménages se sont établis à 74 milliards d'euros pour les produits de taux, soit près du double des placements en produits de fonds propres (actions et assurance vie en unités de compte), qui ont atteint 38 milliards d'euros. La progression des encours en numéraire et dépôts des ménages a ralenti (+2,6 %, après +4,5 %). Les flux se sont davantage orientés vers des produits réglementés et des dépôts à terme, mieux rémunérés, au détriment des dépôts à vue et des livrets ordinaires qui ont enregistré des décollectes. Les placements sous forme d'actions et de parts de fonds d'investissement ont augmenté de 10,4 %, contre -6,7 % en 2022.

L'assurance vie et les droits à pension, représentant 29,1 % des actifs financiers totaux des ménages, ont progressé de 4,9 %, après une baisse de 13,1 % en 2022. Les fonds en assurance vie en euros ont bénéficié de flux positifs. Au passif des ménages, les crédits ont ralenti (+1,1 %, après +4,9 %). Les flux nets, principalement composés de crédits immobiliers, sont passés de 84 milliards d'euros en 2022 à 22 milliards d'euros en 2023.

Le patrimoine des sociétés : 3 300 milliards d'euros en 2023

Fin 2023, le patrimoine des sociétés non financières (SNF) a diminué de 367 milliards d'euros (-10,0 %) pour s'établir à 3 297 milliards d'euros, soit 17,7 % du patrimoine économique national.

Le patrimoine des sociétés financières faible par nature

Fin 2023, le patrimoine des sociétés financières (SF) s'est réduit à 25 milliards d'euros (0,1 % du patrimoine économique national). Le patrimoine non financier de 379 milliards d'euros a été presque contrebalancé par un patrimoine financier net de -354 milliards d'euros.

Le patrimoine net des administrations publiques (APU) en recul en 2023

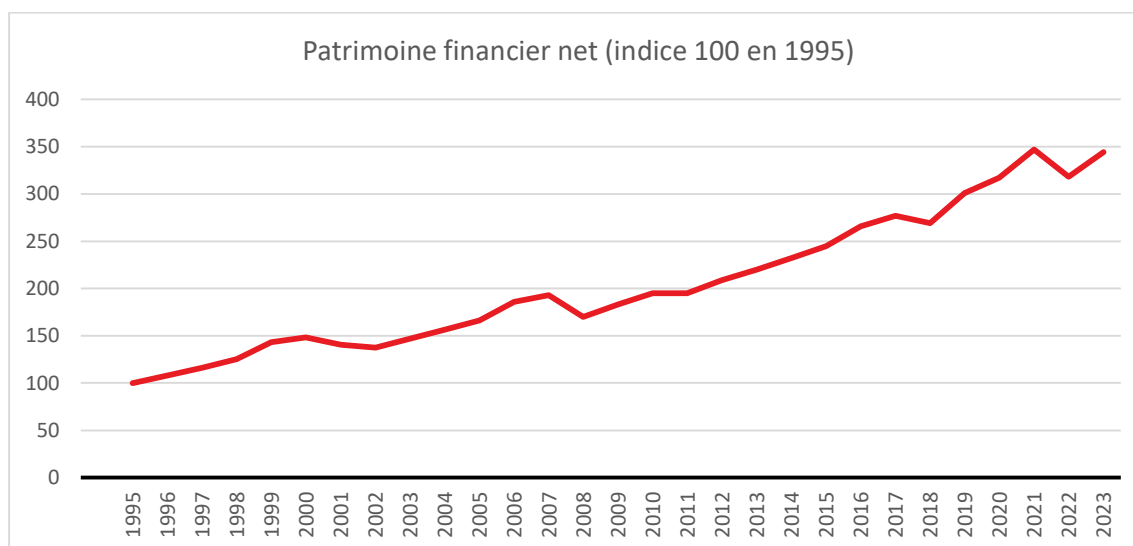
Fin 2023, les actifs bruts des administrations publiques s'élevaient à 4 493 milliards d'euros, tandis que leurs passifs atteignaient 3 706 milliards d'euros. Le patrimoine net des administrations publiques a reculé de 27,5 %, après une forte hausse en 2022. Il s'établissait à 786 milliards d'euros, soit 4,2 % du patrimoine économique national.



Cette baisse résulte à la fois de la diminution des actifs non financiers et de l'augmentation de l'endettement.

Le patrimoine non financier des administrations publiques a diminué de 107 milliards d'euros en 2023 pour s'établir à 2 790 milliards d'euros. Il est composé principalement de terrains, bâtiments et monuments peu cessibles. Les terrains bâtis (85,6 % du patrimoine non financier des APU) ont reculé (-13,0 %, après +0,8 %), malgré une hausse de 35 milliards d'euros des constructions non résidentielles (bureaux, gymnases, écoles, musées, etc.), ces dernières largement détenues par les collectivités locales (69,5 % en 2023).

Le patrimoine financier net des APU s'est établi à -2 004 milliards d'euros en 2023, après -1 812 milliards d'euros en 2022. Les actifs financiers ont progressé (+2,0 %, après -3,5 %), portés par une hausse des actions et fonds d'investissement (+12,5 %, après -6,9 %), tandis que les dépôts et numéraires ont chuté (-19,4 %, après -8,2 %). Le passif financier des APU a augmenté de 6,4 % en 2023, après une baisse de 9,3 % en 2022. Les titres de créance, principal mode de financement des APU, ont progressé (+9,0 %, après -13,1 % en 2022).



Cercle de l'Épargne – données INSEE



ÉCONOMIE

L'intelligence artificielle est-elle un mirage ?

Depuis deux ans, les États-Unis profitent pleinement de l'engouement pour l'intelligence artificielle (IA). Cet engouement provoque une forte hausse du cours des actions et enrichit les épargnants. De nombreux capitaux affluent vers les États-Unis pour s'investir dans ce secteur d'activité. L'économie américaine devient ainsi de plus en plus dépendante de l'IA. Cependant, en cas de retournement des marchés lié à une révision des rendements attendus sur les investissements, les États-Unis risqueraient d'en pâtir.

Depuis que ChatGPT est accessible au grand public, les investisseurs croient aux effets positifs de l'IA sur l'économie. Ils anticipent une hausse de la productivité et des bénéfices des entreprises. Les valeurs technologiques de l'indice S&P 500 ont doublé entre 2021 et 2024. Le Nasdaq est passé, de décembre 2022 à décembre 2024, de 11 000 à plus de 19 000 points. Les investissements directs en portefeuille d'origine étrangère connaissent une forte augmentation, stimulés par les aides fédérales et le dynamisme du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC). Ces flux entrants représentent environ 5 % du PIB. Les investissements en TIC s'élèvent à 3,6 % du PIB en 2023, contre 3,2 % en 2010.

Si plusieurs études, comme celle de Goldman Sachs (2023), soulignent les effets positifs de l'IA sur la productivité, d'autres, notamment l'étude de Daron Acemoglu, estiment que l'impact global sur l'économie sera neutre. Les principaux bénéficiaires de l'IA seraient les secteurs de l'informatique (codage), de la finance et des services aux entreprises. Toutefois, le poids des tâches concernées est limité (4,6 % de l'ensemble des tâches), ce qui conduit à une progression des gains de productivité très faible, de l'ordre de +0,06 % par an pendant 10 ans.

Une étude de l'OCDE met en évidence que l'IA pourrait détruire des emplois qualifiés au profit d'emplois non qualifiés, ce qui entraînerait une baisse de la productivité globale. Par ailleurs, le développement de l'IA nécessite des investissements importants qui ne généreront des profits qu'après plusieurs années. Ces éléments pourraient tempérer l'optimisme des investisseurs et les inciter à réviser leurs jugements sur l'IA. Une correction à la baisse des cours provoquerait aux États-Unis un appauvrissement patrimonial et une diminution des entrées de capitaux, entraînant une dépréciation du dollar.

Depuis 2020, le cours du dollar par rapport à l'euro s'est apprécié de plus de 10 %, grâce à son rôle de valeur refuge en période de crise et à l'afflux de capitaux entrants. Cette situation permet aux États-Unis de financer leur déficit de la balance des paiements courants.

L'engouement pour l'IA est-il démesuré ? Peut-être ! Comme pour toute nouvelle technologie, sa diffusion, d'une part, et l'obtention des gains de productivité, d'autre part, nécessitent du temps. Il en fut ainsi avec les microprocesseurs et Internet à la fin du XX^e siècle. En permettant de traiter un nombre incalculable de données, l'IA offre la possibilité de décupler les capacités d'analyse et d'accélérer les processus de décision. Elle n'est pas seulement une technologie de confort, réduisant le travail pénible dans



de nombreux secteurs, mais aussi une technique de conception automatisée. Elle ouvre la voie à des gains de productivité dans le secteur tertiaire, un secteur qui en générerait peu jusqu'alors.

Comment débloquent économiquement la France ?

En 1995, après l'échec des réformes Juppé, Jacques Chirac avait estimé que la population française avait perdu toute ambition. Selon certains observateurs, un sentiment dépressif s'empara alors de lui. Il réalisa alors que son septennat venait de s'arrêter net, quelques mois à peine seulement après son élection. Cet échec, les divisions au sein de la majorité et la crainte d'une défaite aux élections législatives prévues en 1998 aboutirent à la dissolution manquée de l'Assemblée nationale en 1997. L'arrivée au pouvoir de la gauche plurielle se traduisit par une période de cohabitation de cinq ans, peu propice à l'adoption de réformes impopulaires.

La réélection de Jacques Chirac face à Jean-Marie Le Pen au second tour déboucha, en 2003, sur une réforme des retraites (loi Fillon) qui visait à étendre aux régimes de la fonction publique les mesures prises en 1993 pour le secteur privé. Après l'adoption de la loi Fillon, le Président de la République, et le Premier ministre Jean-Pierre Raffarin, demandèrent aux ministres de surseoir à toute réforme afin de détendre les relations avec les syndicats. Le ministre de la Santé fut ainsi contraint d'abandonner un projet de réforme de l'assurance maladie qui avait pourtant déjà donné lieu à de nombreuses réunions interministérielles. Le cabinet du Président lui demanda également de ne pas lutter activement contre la dérive des comptes sociaux. Le ministre de la Santé fut presque désavoué pour avoir opéré des remboursements de médicaments.

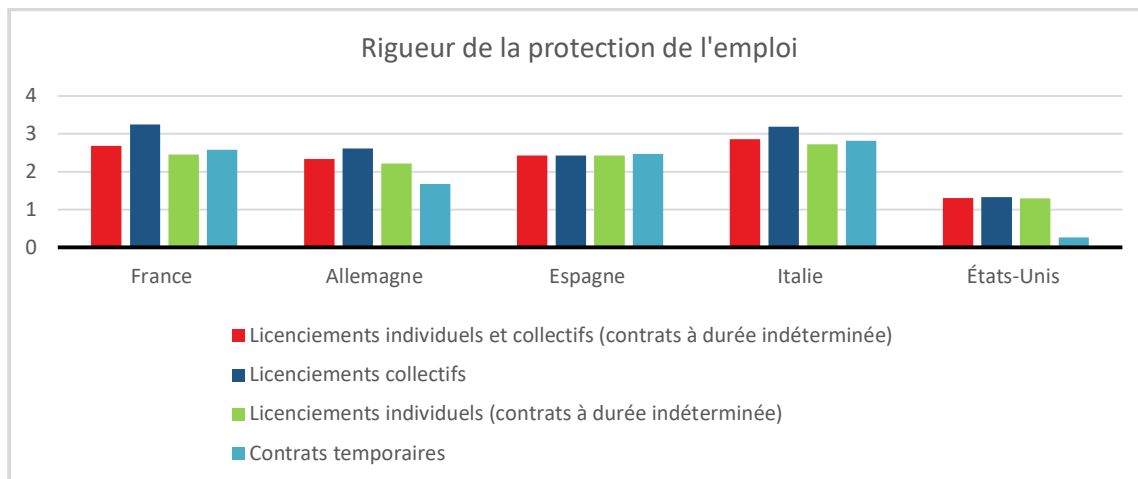
Au cours des vingt dernières années, quelques réformes ont bien été entreprises mais elles sont restées relativement modestes et de nature paramétrique. Le système d'indemnisation du chômage a été rendu progressivement moins généreux, et l'âge légal de départ à la retraite a été repoussé dans la douleur, de 60 à 62 ans, puis à 64 ans. En revanche, le système de santé n'a pas fait l'objet de transformations structurelles significatives. Au niveau institutionnel, le regroupement des régions n'a pas permis de réaliser des économies, ni d'alléger le millefeuille administratif.

Malgré une diminution des investissements publics, les déficits n'ont cessé de se creuser de crise en crise. La dégradation des comptes publics entre 2016 et 2024 s'explique principalement, comme l'a révélé une étude de Jean-Pascal Beaufret, par le vieillissement démographique et la continuité des politiques de dépenses précédentes. Les dépenses exceptionnelles liées aux crises représentent un quart des 1 000 milliards d'euros de dettes supplémentaires, au même titre que les allègements fiscaux. Par ailleurs, l'accroissement des dépenses de protection sociale prive les gouvernements de marges de manœuvre, rendant difficile le respect de l'objectif de dépenses militaires fixé à 2 % du PIB.



Quels sont les facteurs d'étouffement de la France en cette fin d'année 2024 ?

- **Le niveau élevé de la pression fiscale :** Les prélèvements obligatoires en France, représentant 45 % du PIB, sont supérieurs de 5 points à ceux de la zone euro et de 20 points à ceux des États-Unis. En France, les impôts financent principalement des dépenses de transfert, et très peu des dépenses d'investissement.
- **Le faible taux d'emploi et un absentéisme élevé :** En 2024, le taux d'emploi, bien qu'en nette progression depuis dix ans, reste à 68 %, soit 10 points de moins qu'en Allemagne. Par ailleurs, le taux d'absentéisme est en forte augmentation, passant de 4 % à 6 % de la population en emploi entre 2010 et 2023. Si la France atteignait le taux d'emploi de l'Allemagne et si la productivité du travail n'avait pas reculé depuis 2019, le produit intérieur brut serait supérieur de 14 %, et les recettes fiscales augmenteraient de 7 points de PIB.
- **Une faiblesse de l'investissement et de l'effort de recherche :** En raison de la faiblesse de leurs fonds propres et de leur taille, les entreprises françaises investissent insuffisamment. Leur effort en recherche et développement est également inférieur de 1,5 point de PIB à celui des États-Unis (3 % contre 1,5 % du PIB).
- **Une protection de l'emploi et une faible productivité :** La forte protection de l'emploi en France fige le marché du travail, réduit la mobilité entre secteurs ou entreprises et contribue ainsi à la faiblesse des gains de productivité. La productivité par tête a augmenté de 20 % entre 2010 et 2023 aux États-Unis, contre 8 % pour la zone euro et seulement 5 % pour la France.



Échelle de 0 à 6 augmentant avec le degré de rigueur de la réglementation
Cercle de l'Épargne – données OCDE

Des taux d'intérêt plus élevés à l'avenir

Compte tenu des blocages politiques pour assainir les comptes publics, les taux d'intérêt à long terme ne peuvent qu'augmenter. L'écart de taux avec l'Allemagne devrait également se creuser. Par ailleurs, la France, comme les autres États européens, pourrait subir les effets de la politique économique américaine de Donald Trump, à la fois susceptible d'être inflationniste et d'entraîner une hausse des taux d'intérêt à long terme. Cette augmentation des taux se répercuterait en Europe. Elle pénaliserait le



secteur du bâtiment ainsi que l'investissement des entreprises. Elle limiterait davantage les marges de manœuvre budgétaires de l'État, compte tenu de l'alourdissement du service de la dette qui en résulterait. Le déficit primaire de l'État (déficit avant paiement des intérêts), estimé à 2,5 % du PIB en 2024, pourrait encore s'aggraver. L'économie française est handicapée par une pression fiscale élevée, un faible taux d'emploi, une productivité en recul et une potentielle hausse des taux d'intérêt.

Des défis pour la productivité et l'investissement

L'amélioration de la productivité concerne particulièrement les fonctions publiques. La France se distingue par un ratio emplois publics/dépenses publiques parmi les plus élevés de l'OCDE, avec quatre emplois publics pour un million d'euros de dépenses, contre deux emplois en Allemagne. Un effort conséquent est nécessaire pour favoriser les dépenses d'investissement, notamment dans les technologies de l'information et de la communication (TIC). Ces dépenses représentent 0,6 % du PIB en France, contre 0,7 % dans la zone euro et 1,3 % aux États-Unis.

Augmenter le taux d'emploi

L'augmentation du taux d'emploi passe par une réduction du chômage des jeunes de moins de 25 ans et par une meilleure employabilité des seniors. En 2023, le taux d'emploi des jeunes plafonne à 58 % en France, contre 70 % en Allemagne. Pour les 60-64 ans, les chiffres sont de 40 % en France contre 68 % en Allemagne.

Pour remédier à cette situation, la France gagnerait à passer d'une logique de protection de l'emploi à une protection des salariés, en misant sur un accompagnement personnalisé, notamment en matière de formation.

Quatre sujets majeurs de macro-économie

L'économie des pays occidentaux en 2025 dépendra de quatre grands facteurs : les échanges commerciaux, la maîtrise des comptes publics, les gains de productivité et les inégalités sociales. Ces facteurs peuvent contribuer soit à la progression, soit au recul de la croissance.

Le retour du protectionnisme

Depuis 2018, les États-Unis et l'Europe se sont engagés sur la voie du protectionnisme, en instaurant principalement contre la Chine des droits de douane majorés, souvent en dehors du cadre de l'Organisation mondiale du commerce.

Aux États-Unis, des droits ont été appliqués sur les batteries électriques (25 %), les voitures électriques (100 %), les métaux critiques (25 %), les semi-conducteurs, les cellules solaires (50 %), ainsi que sur l'acier et l'aluminium (25 %). De son côté, l'Union européenne a décidé de taxer les importations de voitures chinoises à un taux compris entre 29 % et 46 % selon les constructeurs. Donald Trump prévoit d'imposer des droits de douane majorés de 10 % à 20 % sur toutes les importations, et jusqu'à 60 % sur celles provenant de Chine. L'Europe envisage également de durcir ses droits de douane.



L'augmentation des droits de douane a ralenti les échanges mondiaux et modifié les flux commerciaux. Le recul des exportations chinoises vers les États-Unis a été compensé par une hausse des exportations chinoises vers les pays d'Asie du Mexique-Est et le Mexique, ainsi qu'une augmentation des exportations de ces pays vers les États-Unis. Pour contrer ce contournement, Donald Trump souhaite appliquer des droits de douane majorés à toutes les importations, ce qui pourrait entraîner des mesures de rétorsion. La Chine pourrait, par exemple, limiter ses exportations de produits stratégiques (terres rares ou métaux rares comme le gallium ou le germanium). Cela ralentirait davantage la croissance mondiale et pourrait accroître l'inflation, sauf si les entreprises réduisent leurs marges.

La réduction des déficits publics

Après une forte augmentation des déficits publics, les pays européens cherchent désormais à assainir leurs comptes. Cette question concerne notamment les pays faisant l'objet d'une procédure pour déficit excessif ouverte par la Commission européenne (Belgique, France, Italie, Hongrie, Malte, Pologne, Slovaquie).

Le déficit public de la France dépasse 6 % du PIB, et celui de l'Italie, 4 %. Ces deux pays devront maîtriser leurs dépenses publiques, notamment celles liées aux retraites, qui représentent plus de 13 % du PIB et augmentent rapidement en raison du vieillissement démographique. Cette maîtrise des dépenses pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages et, par conséquent, sur la croissance.

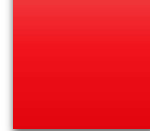
L'autre option pour réduire les déficits publics repose sur une hausse des recettes fiscales. Cependant, en France, où le taux de prélèvements obligatoires dépasse 45 % du PIB (43 % en Italie), les marges de manœuvre fiscales sont limitées. Une augmentation des impôts et des cotisations risquerait également de freiner la croissance.

La recherche de gains de productivité

L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro s'explique en grande partie par la stagnation de la productivité en Europe. Entre 2002 et 2024, la productivité par tête a progressé de 10 % dans la zone euro, contre plus de 40 % aux États-Unis. L'essor de l'intelligence artificielle (IA) est souvent présenté comme un levier potentiel d'amélioration de la productivité. Des études, comme celles de PwC ou McKinsey Global Institute, prévoient une hausse de la croissance mondiale de 1,2 point grâce à l'IA. Cependant, d'autres analyses, comme celle de Daron Acemoglu, estiment que la proportion de tâches améliorées par l'IA reste trop faible pour avoir un effet significatif sur la productivité. De nombreuses entreprises investissent massivement dans l'IA sans avoir une vision claire des retombées en termes de rentabilité. Ces incertitudes limitent pour l'instant les gains attendus.

Les effets des inégalités de revenus et de patrimoine

Les inégalités de revenus et de patrimoine sont bien plus marquées aux États-Unis qu'en Europe. L'indice de Gini, qui mesure ces inégalités, s'élève à 0,4 aux États-Unis, contre 0,3 dans la zone euro. Le 1 % des ménages les plus riches détient 35 % du patrimoine aux États-Unis, contre 25 % en zone euro. Cette répartition plus inégalitaire des revenus s'accompagne aux États-Unis d'un taux d'investissement des entreprises plus élevé (15 %



du PIB, contre 11 % dans la zone euro). La rentabilité importante des entreprises américaines favorise également cet investissement. Aux États-Unis, le système économique et social encourage un haut niveau d'éducation : plus de la moitié de la population était diplômée de l'enseignement supérieur en 2023, contre 37 % en Europe, selon l'OCDE. Cette proportion plus élevée de diplômés explique en partie les gains de productivité plus importants enregistrés aux États-Unis.

Autres facteurs influençant la croissance en 2025

D'autres sujets joueront un rôle déterminant sur la croissance en 2025, notamment : la transition écologique, la politique monétaire des banques centrales, la situation géopolitique, avec des incertitudes persistantes en Ukraine et au Moyen-Orient, ou encore les crises politiques en France et en Allemagne qui pourraient également peser sur l'activité économique.



CONJONCTURE

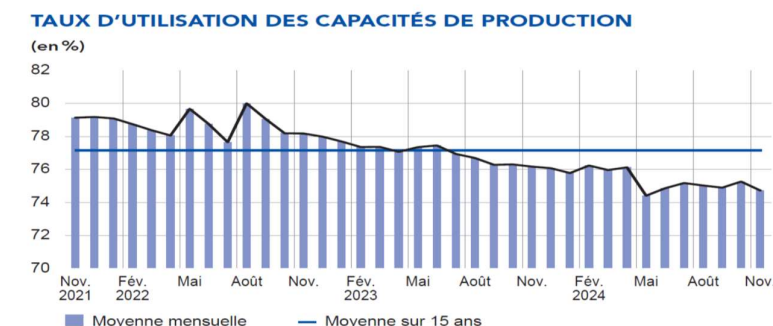
Une croissance nulle au quatrième trimestre

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France réalisée auprès des chefs d'entreprise (environ 8 500 entreprises ou établissements interrogés entre le 29 octobre et le 6 novembre), l'activité a progressé en octobre dans l'industrie, portée par l'agroalimentaire et les biens d'équipement, ainsi que, de façon toujours modérée, dans les services marchands. L'activité s'est également améliorée dans le gros œuvre du bâtiment, en raison du report de certains chantiers décalés durant les Jeux olympiques. En novembre, d'après les anticipations des entreprises, l'activité évoluerait peu dans l'industrie et les services marchands, et serait en repli dans le bâtiment. À l'exception notable de l'aéronautique, les carnets de commandes restent dégradés dans presque tous les secteurs industriels. Par ailleurs, les difficultés de recrutement se réduisent nettement dans les trois grands secteurs. Elles concernent désormais 31 % des entreprises tous secteurs confondus, contre 35 % en septembre.

Atonie de l'activité en France en novembre

En novembre, selon la Banque de France, l'activité demeure atone dans l'industrie, à un niveau proche des anticipations exprimées par les chefs d'entreprise le mois précédent, et en retrait par rapport au rythme de progression déjà modéré des mois précédents. L'agroalimentaire connaît un ralentissement après un mois d'octobre relativement soutenu. Les entreprises du secteur des matériels de transport bénéficient d'un regain d'activité, tandis que les autres branches industrielles enregistrent une baisse.

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) pour l'ensemble de l'industrie diminue à 74,7 % (contre 75,2 % le mois précédent). Cet indicateur recule dans la majorité des sous-secteurs, notamment les produits en caoutchouc ou plastique (-2 points) et la métallurgie (-1 point). Il reste toutefois stable dans les secteurs du bois-papier-imprimerie, de l'habillement-textile-chaussure et de l'aéronautique. Malgré cette stabilité dans certains secteurs, le taux d'utilisation des capacités de production demeure largement en-deçà de sa moyenne de longue période.



Banque de France



Dans les services marchands, l'activité progresse à un rythme légèrement supérieur à celui d'octobre et aux prévisions des chefs d'entreprise du mois précédent. Cependant, cette hausse demeure limitée.

Le travail temporaire reste en difficulté, en raison des contraintes rencontrées dans les secteurs du bâtiment, de l'automobile, ainsi que dans la publicité et les études de marché. L'attentisme des clients continue de pénaliser ces domaines d'activité.

Dans le bâtiment, après le rebond d'octobre lié au report de chantiers durant les Jeux olympiques, l'activité fléchit de nouveau dans le gros œuvre. En revanche, elle progresse très légèrement dans le second œuvre.

Baisse attendue de l'activité en décembre

La fin de l'année ne s'accompagnerait pas d'un rebond significatif des activités. En décembre, selon les industriels, la production devrait être orientée à la baisse, notamment dans l'habillement-textile-chaussure, les machines et équipements, ainsi que dans la métallurgie. En revanche, l'activité continuerait d'augmenter dans l'aéronautique, la chimie, la pharmacie et l'agroalimentaire. Le secteur automobile connaîtrait un léger ralentissement.

Dans les services marchands, l'activité devrait enregistrer une légère progression en décembre. La location automobile serait en hausse, tout comme l'édition, l'hébergement-restauration, le transport-entrepôt et certains services aux entreprises (notamment l'ingénierie, les activités juridiques et comptables). Ces secteurs afficheraient une nouvelle progression.

Le secteur de la publicité, les études de marché et le travail temporaire continueraient leur repli.

Dans le bâtiment, une baisse d'activité serait attendue, tant dans le gros œuvre que dans le second œuvre.

Difficultés d'approvisionnement en légère baisse

En novembre, les difficultés d'approvisionnement sont légèrement en baisse par rapport au mois précédent, avec 9 % des entreprises les signalant. Dans le secteur des moyens de transport, qui reste le plus touché, elles diminuent dans l'aéronautique (33 %) mais augmentent dans l'automobile (23 %). Les difficultés d'approvisionnement dans le bâtiment restent rares (3 %, après 2 % en octobre).

Difficultés de recrutement en baisse

En novembre, 32 % des chefs d'entreprise font état de difficultés de recrutement, soit une légère hausse de 1 point par rapport à octobre, portée par les services marchands (35 %). La proportion reste stable dans l'industrie (20 %) et dans le bâtiment (37 %).



PART DES ENTREPRISES INDIQUANT DES DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT

(en %, données brutes)



Banque de France

Le PIB devrait être stable au quatrième trimestre après avoir progressé de 0,4 % au troisième. L'effet Jeux Olympiques et Paralympiques est évalué à 0,25 % et est avant tout lié à l'imputation de la billetterie et des droits d'image sur le PIB du troisième trimestre. En neutralisant l'effet Jeux, la croissance de l'économie française aurait été de 0,2 point au dernier trimestre. Le taux de croissance sur l'ensemble de l'année devrait être proche de 1 %.

Infirmiers : des effectifs en hausse mais insuffisants

Entre 2013 et 2021, le nombre d'infirmières en emploi a augmenté de 8 %, atteignant près de 600 000. Dans l'hypothèse d'un maintien des politiques de formation en vigueur et de comportements constants, le nombre d'infirmiers en emploi augmenterait de 37 % entre 2021 et 2050, atteignant 821 000. L'exercice libéral poursuivrait son développement, avec une progression de 75 % du nombre d'infirmiers libéraux sur la période de projection. La proportion d'infirmiers libéraux passerait de 16 % en 2021 à 21 % en 2050.

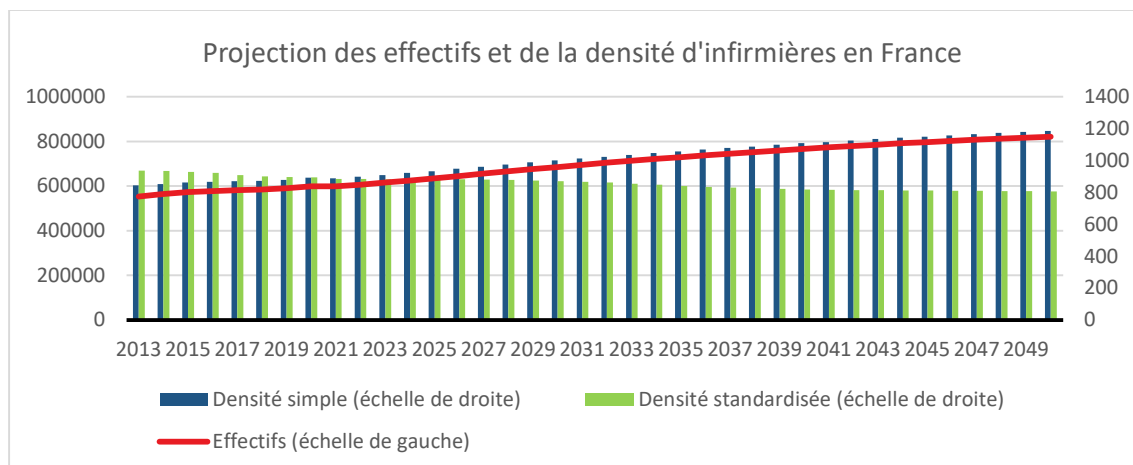
L'âge moyen des infirmiers, actuellement de 41 ans, resterait quasi stable d'ici 2050. La part des infirmiers âgés de 60 ans ou plus augmenterait d'un point, tout comme celle des infirmiers de moins de 25 ans, qui passerait de 6 % à 7 % au cours de cette période.

Bien que le nombre d'infirmiers ait cru plus rapidement que la population entre 2013 et 2021, la part des personnes âgées, principales consommatrices de soins infirmiers, a également fortement augmenté. Par conséquent, les besoins en soins infirmiers ont progressé plus vite que le nombre d'infirmiers.

D'ici 2050, le nombre d'habitants en France augmenterait moins vite que le nombre d'infirmiers, mais la part des personnes âgées serait plus élevée. Sous l'hypothèse où la consommation de soins infirmiers par tranche d'âge resterait constante, les besoins en soins infirmiers augmenteraient de 50 % entre 2021 et 2050. Cette hausse des besoins dépasserait celle du nombre d'infirmiers, entraînant un déficit estimé à environ 80 000 infirmiers.



Pour maintenir l'offre actuelle de soins, il serait nécessaire d'augmenter de 14 % le nombre de places en formation ou de réduire de moitié le taux d'abandon des étudiantes en cours de formation, un phénomène en forte hausse ces dernières années. Chaque année, 32 900 diplômées seraient nécessaires pour maintenir le niveau de soins, contre 29 000 prévues dans le scénario tendanciel.



La densité standardisée est le rapport entre le nombre d'infirmières et les besoins en soins estimés pour une population dite standardisée. Cette dernière se calcule ainsi : le nombre de personnes de chaque tranche d'âge quinquennale est multiplié par un poids proportionnel à sa consommation de soins infirmiers. Ainsi, cette méthode corrige la densité des différences de niveaux de recours selon l'âge, et permet d'intégrer la hausse des besoins en soins que génère le vieillissement. La densité simple est le rapport entre le nombre d'infirmières en emploi et le nombre d'habitants.

Cercle de l'Épargne – données DREES

Inflation en légère hausse en novembre en France

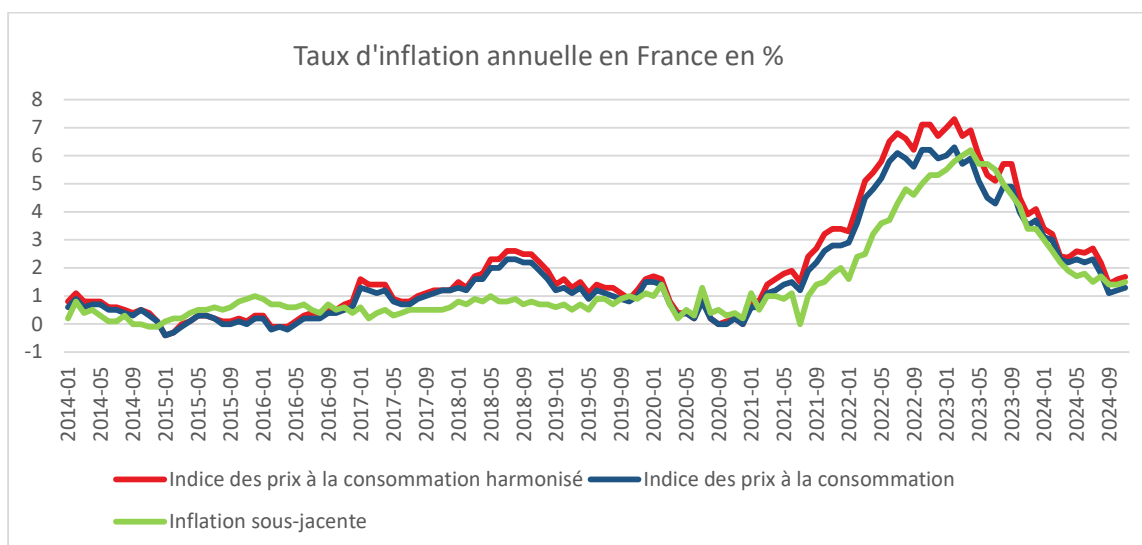
Sur un an, selon l'INSEE, les prix à la consommation, en France, augmentent de 1,3 % en novembre, après +1,2 % en octobre. Cette légère hausse de l'inflation s'explique par une baisse sur un an moins soutenue qu'au mois précédent des prix de l'énergie (-0,7 % après -2,0 %). À l'inverse, les prix de l'alimentation ralentissent (+0,2 % après +0,6 %). Les prix des produits manufacturés évoluent sur un an à un rythme proche de celui d'octobre (-0,3 % après -0,2 %), comme ceux des services (+2,3 % après +2,3 %) et du tabac (+8,7 % après +8,7 %).

Pour le mois de novembre, l'indice des prix à la consommation (IPC) a, en France, selon l'INSEE, diminué de 0,1 % sur un mois, après +0,3 % en octobre. Cette légère baisse des prix s'explique par la baisse saisonnière des prix des transports aériens (-11,4 % après +14,9 %) qui entraîne à la baisse les prix des services (-0,3 % après +0,2 %). À l'inverse, les prix de l'énergie augmentent légèrement sur un mois (+0,2 % après +0,8 %), comme ceux du tabac (+0,1 % après avoir été stables), tandis que ceux de l'alimentation et des produits manufacturés sont stables (après respectivement +0,2 % et +0,3 % en octobre). Corrigés des variations saisonnières, les prix à la consommation sont stables en novembre 2024, après +0,2 % en octobre.

L'inflation sous-jacente est quasi stable sur un an et s'établit à +1,5 % en novembre 2024, après +1,4 % en octobre.



L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) baisse de 0,1 % sur un mois, après +0,3 % en octobre. Il est de +1,7 % sur un an en novembre, après +1,6 % en octobre.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



La Silicon Valley et l'Union européenne : pas les meilleures amies du monde

La Commission européenne se positionne en leader dans la lutte contre les positions jugées dominantes et anticoncurrentielles des grandes entreprises américaines du secteur des technologies de l'information et de la communication. Elle a notamment imposé le Règlement général sur la protection des données (RGPD), un texte réglementaire européen encadrant le traitement des données. Désormais, les sites et applications doivent obtenir le consentement explicite des utilisateurs pour la collecte de leurs données, un processus parfois perçu comme fastidieux.

La Commission a également contraint Alphabet à déconnecter Google Maps de Chrome, rendant la localisation plus difficile. Une solution alternative aurait pu consister à offrir le choix entre plusieurs applications de géolocalisation. Par ailleurs, elle a introduit un ensemble de lois, dont :

- le Digital Services Act (DSA), pour réguler les médias sociaux ;
- le Digital Markets Act (DMA), pour prévenir les pratiques anticoncurrentielles des entreprises technologiques ;
- l'Artificial Intelligence Act, destiné à encadrer l'usage de l'intelligence artificielle.

Les contrevenants à ces règlements s'exposent à des sanctions importantes, notamment des amendes pouvant atteindre 10 % ou plus du chiffre d'affaires mondial de l'entreprise pour les violations du DMA.

La Commission a aussi engagé plusieurs procédures judiciaires contre Google, Apple ou Amazon pour atteinte au droit de la concurrence. Sous la précédente mandature, elle avait bloqué certains rachats par les GAFAM, comme la tentative d'Amazon d'acquérir iRobot, fabricant d'aspirateurs robotisés. Les institutions européennes estiment que les géants technologiques américains compliquent l'émergence des startups européennes. De leur côté, les entreprises américaines dénoncent des mesures protectionnistes et accusent l'Europe de jalousie envers leurs succès.

Vers une continuité avec la nouvelle Commission européenne ?

La nouvelle Commission européenne semble vouloir prolonger l'action de la précédente. Henna Virkkunen, commissaire finlandaise, a été nommée responsable des technologies. Son équipe s'attend à une certaine continuité, même si l'accent pourrait se déplacer de la rédaction de nouvelles directives vers une application rigoureuse des textes existants.

Un contexte économique et international en mutation

Le contexte économique et international pourrait toutefois infléchir la politique de la Commission dans le domaine des technologies de l'information et de la communication. La faiblesse de la croissance européenne, mise en lumière par le rapport de Mario Draghi, s'explique en partie par le retard accumulé en matière de haute technologie. Pour combler ce retard, l'ancien président de la Banque centrale européenne



recommande de réduire les formalités administratives et de faciliter l'accès des startups européennes à l'infrastructure cloud.

La réélection de Donald Trump pourrait également limiter la marge de manœuvre de la Commission. Sous Joe Biden, les autorités américaines partageaient la méfiance européenne envers les géants de la Silicon Valley, favorisant une coopération transatlantique accrue. En revanche, Donald Trump, conseillé par Elon Musk, souhaite libéraliser le secteur technologique. Dans d'éventuelles négociations commerciales sur les droits de douane, le président américain pourrait exiger que l'Europe allège ses sanctions contre les GAFAM.

En octobre, Tim Cook, PDG d'Apple, aurait contacté Donald Trump pour dénoncer les amendes imposées par l'Union européenne. Trump aurait répondu qu'il ne laisserait pas l'Europe « *profiter de nos entreprises* ». Durant son premier mandat, il avait déjà taxé des produits français de luxe en réponse à une proposition de taxe européenne sur les services numériques, avant qu'une trêve ne soit conclue. Une situation similaire pourrait se reproduire, d'autant que plusieurs procédures concernent désormais X (anciennement Twitter), le réseau social d'Elon Musk.

X serait accusé de ne pas respecter certaines règles du DSA, notamment en ce qui concerne l'accès des chercheurs aux données. Une décision attendue dans l'année pourrait aboutir à une amende représentant jusqu'à 6 % du chiffre d'affaires mondial de l'entreprise. En septembre, un futur vice-président américain aurait suggéré de réduire le financement de l'OTAN pour répondre aux actions européennes visant X et d'autres entreprises de haute technologie.

Entre protectionnisme et sursis

La Silicon Valley espère obtenir un répit de la part de Bruxelles, mais reste consciente que la tentation du protectionnisme est forte, tant en Europe qu'aux États-Unis. Les GAFAM redoutent que les institutions européennes multiplient les normes et les contraintes, freinant ainsi leur expansion.

Quand il ne fait pas bon être Français !

Dans les années 2010, lors de leurs réunions, les ministres des Finances européens plaisantaient en disant qu'ils n'étaient pas grecs. Aujourd'hui, ils disent qu'ils ne sont pas français. La France est désormais perçue comme un pays surendetté et mal géré.

Le 2 décembre dernier, le rendement des obligations grecques est tombé en-dessous de celui des obligations françaises. Le rendement des obligations françaises est aujourd'hui supérieur de 0,8 point de pourcentage à celui des obligations allemandes, la référence de la zone euro. Il s'agit du plus grand écart depuis le quasi-effondrement de l'euro en 2012. La France subit les conséquences de la dérive de son déficit public, qui devrait dépasser 6 % du PIB en 2024. Le FMI n'anticipe pas d'amélioration notable de la situation budgétaire française avant la fin de la décennie. La dette publique, estimée à 115 % du PIB en 2024, serait de 17 points de pourcentage supérieure à son niveau de 2018 et pourrait dépasser 124 % d'ici 2029. Les paiements d'intérêts sur la dette représenteraient 2,9 % du PIB en 2030, contre 1,9 % en 2024, à condition que la croissance reste au minimum stable. Or, Goldman Sachs a récemment révisé à la



baisse ses prévisions de croissance pour la France, à seulement 0,7 % en 2024. Si cette projection se confirme, les paiements d'intérêts augmenteraient encore, aggravant davantage la dette publique.

Des dépenses publiques sans retour à l'équilibre

La France n'a pas été le seul pays à augmenter ses dépenses publiques face aux crises récentes, mais elle se distingue par son incapacité à revenir à une situation budgétaire comparable à celle d'avant 2020. Entre 2020 et 2022, les gouvernements ont dépensé davantage pour soutenir leur économie et leur population que durant la crise financière de 2007-2009, redoutant que l'épidémie de Covid et la guerre en Ukraine ne provoquent un choc économique majeur. Cette réaction a parfois été excessive, avec une multiplication des plans de relance. La montée des partis populistes a également favorisé le recours accru aux dépenses publiques, rendant politiquement difficile l'adoption de plans d'assainissement budgétaire. En témoigne l'incapacité de la France à faire adopter un budget pour 2025. Le plan français de restauration des comptes publics, porté par Michel Barnier, se voulait ambitieux mais limité. Il prévoyait une réduction du déficit public de 0,5 point de PIB, ce qui aurait été un exploit en période de faible croissance, tout en évitant une véritable réduction des dépenses. L'objectif principal était une simple décélération des dépenses, l'effort reposant surtout sur les contribuables. Cependant, même les rares économies prévues ont suscité une forte opposition. Les retraités, les agriculteurs, les collectivités locales et le secteur judiciaire ont obtenu des concessions des pouvoirs publics, rendant l'effort budgétaire difficilement tenable. La chute du gouvernement de Michel Barnier et le report de l'adoption du budget risquent d'aggraver le déficit public. Les pensions de retraite seront revalorisées de 2,2 % conformément à la législation, engendrant un surcoût d'environ 6 milliards d'euros pour les régimes de base. Parallèlement, les recettes de l'impôt sur le revenu devraient augmenter en raison de la non-indexation du barème.

Une croissance fragilisée

La croissance économique pourrait s'effriter dans les mois à venir, pénalisée par un climat d'attentisme et par les difficultés économiques de l'Allemagne. Les crises atteignent généralement la France avec un décalage par rapport aux autres pays européens, en raison du poids des dépenses publiques, qui amortissent temporairement les chocs. Cependant, ce même poids ralentit le retour à une croissance durable, plaçant la France en décalage par rapport à ses voisins.

Pas de crise financière imminente, mais des conditions strictes

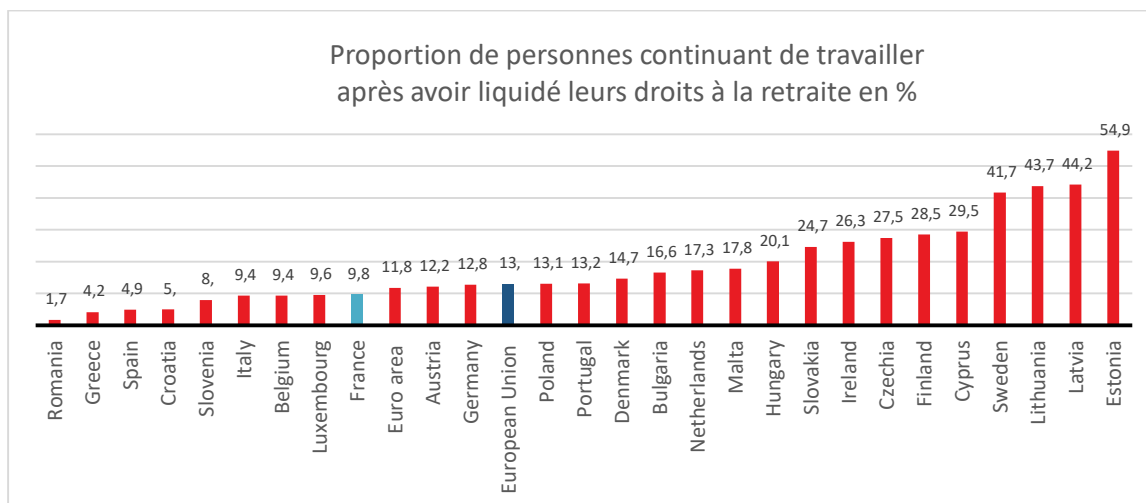
Malgré ses problèmes politiques et économiques, la France ne semble pas menacée par une crise financière immédiate. Les banques françaises restent solides et la Banque centrale européenne (BCE) a réaffirmé son soutien à la dette des pays membres. Toutefois, pour bénéficier d'un éventuel rachat d'obligations par la BCE en cas d'élargissement des écarts de taux, la France devra démontrer des efforts réels en matière de maîtrise des déficits publics.



GRAPHIQUES

Les assurés cumulant emploi et retraite en Europe

Selon Eurostat, en 2023, une majorité de personnes n'ont pas travaillé (22,4 %) ou ont arrêté de travailler (64,7 %) dans l'Union européenne (UE) au cours des 6 mois suivant le versement de leur première pension de vieillesse. Seuls 13 % ont continué à travailler. Parmi ceux qui ont continué à travailler, environ la moitié a continué comme avant tandis que pour l'autre moitié, leur situation professionnelle a évolué (changement d'emploi, travail à temps partiel, etc.).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

La proportion la plus élevée de personnes ayant continué à travailler a été enregistrée dans les pays baltes, en Estonie (54,9 %), en Lettonie (44,2 %) et en Lituanie (43,7 %), tandis que la proportion la plus faible a été enregistrée en Roumanie (1,7 %), en Grèce (4,2 %) et en Espagne (4,9 %). La France avec un ratio de 9,8 % se situe au-dessous de la moyenne européenne. Les principales raisons pour lesquelles les gens continuent à travailler après avoir perçu une pension de vieillesse étaient le plaisir de travailler et le désir d'être productifs (déclaré par 36,3 % des personnes). Viennent ensuite les raisons financières (28,6 %). Le désir de maintenir l'intégration sociale (11,2 %) et l'attractivité financière du travail (9,1 %) sont également évoqués comme raisons de continuer à travailler. Une proportion plus faible, soit 3,5 %, a continué à travailler parce que son partenaire avait toujours un emploi. Le Danemark (61,0 %), les Pays-Bas (59,6 %) et l'Italie (51,7 %) comptaient la plus forte proportion de personnes qui continuaient à travailler parce qu'elles aimaient cela. En revanche, la plus faible proportion de personnes invoquant cette raison se trouve en Espagne (17,9 %), à Chypre (19,1 %) et en Slovaquie (20,4 %). En revanche, la nécessité financière était la principale raison de continuer à travailler à Chypre (68,6%), en Roumanie (54,3 %) et en Bulgarie (53,6 %), tandis que c'est en Suède (9,4 %), en Tchéquie (12,4 %) et au Luxembourg (14,4 %) que cette motivation est la moins citée.

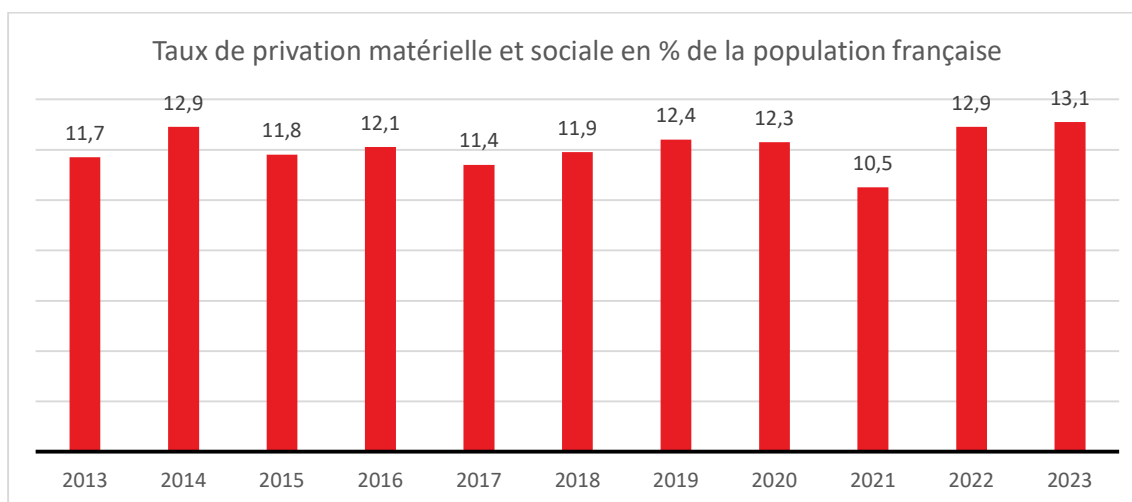


Privations matérielles et sociales en France

Début 2023, selon l'INSEE, 13,6 % de la population française est en situation de privation matérielle et sociale. Ce taux s'est stabilisé à un niveau relativement élevé, un point au-dessus de la moyenne de la dernière décennie.

Dans un contexte de forte augmentation des prix, notamment de l'énergie et de l'alimentation, une personne sur dix vit dans un ménage n'ayant pas les moyens financiers de chauffer correctement son logement, et une même proportion n'a pas les moyens de manger un repas contenant des protéines tous les deux jours. Ces privations sont devenues plus fréquentes que l'année précédente, contrairement aux impayés de loyers qui ont diminué.

Les familles monoparentales, les familles nombreuses ainsi que les ouvriers sont les plus exposés au risque de privation. En outre, plus la situation financière de la famille était difficile à l'adolescence, plus le risque de privation matérielle et sociale à l'âge adulte est élevé. À l'inverse, les territoires ruraux abritent une plus faible proportion de personnes en situation de privation que les territoires urbains, mais l'écart s'atténue.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

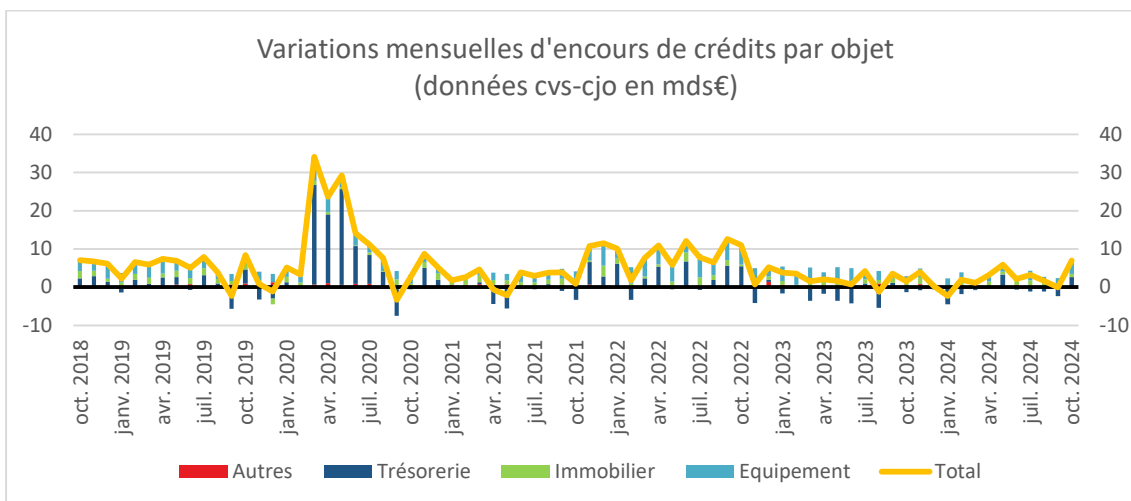
Augmentation de l'endettement des entreprises

L'encours des financements des sociétés non financières en France a atteint, selon la Banque de France, au mois d'octobre, 2078,4 milliards d'euros dont 1369,7 milliards au titre des crédits bancaires et 708,7 milliards au titre du financement de marché.

En octobre, la croissance sur un an des financements accordés aux sociétés non financières (SNF) s'établit à +1,8 % comme le mois précédent. Le ralentissement du financement par titres de dette (+1,2 % après +1,9 % en septembre) est compensé par l'accélération du financement par crédit bancaire (+2,1 % après +1,7 %). Ce dernier est soutenu par les crédits à l'investissement (+3,2 % après +3,0 %) tandis que l'encours des crédits de trésorerie se contracte à nouveau sur un an (-2,9 % après -3,7 %).

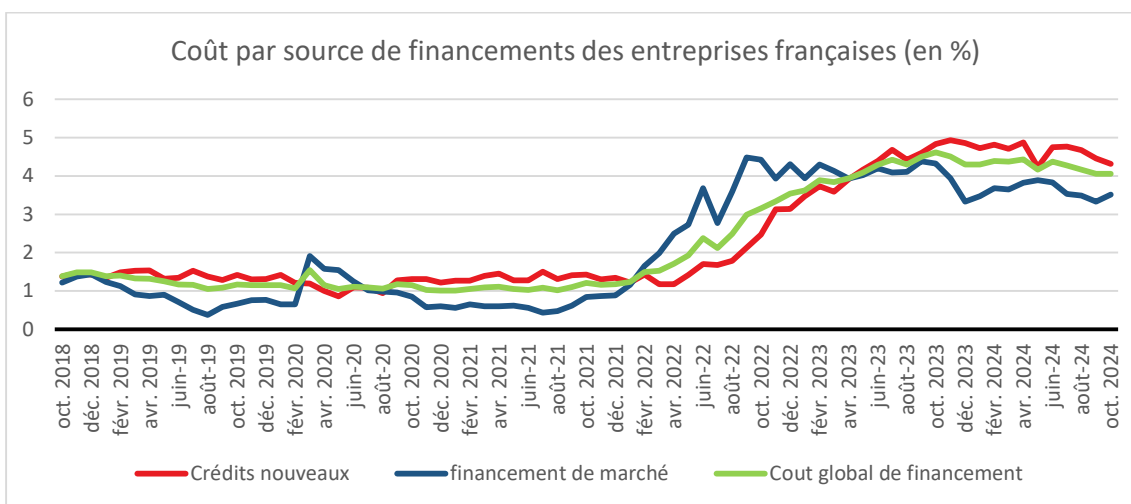


En octobre 2024, le rythme de croissance des encours de crédits reste stable pour les PME (+1,1%). En revanche, il ralentit pour les ETI (+1,2% après +1,4%) et s'accroît pour les grandes entreprises (+0,7% après +0,3%).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Le coût des nouveaux financements aux SNF est stable en octobre (4,06 %), la poursuite du recul du taux moyen des nouveaux crédits bancaires (4,34 %, après 4,43 % en septembre) compensant la hausse du coût des nouvelles émissions de titres de dette (3,52 %, après 3,33 %). Le coût moyen du crédit continue sa baisse pour les ETI et grandes entreprises, il reste stable pour les PME.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 16 décembre

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, l'**indice du coût de la main d'œuvre** et les données relatives aux **emplois vacants** durant le troisième trimestre seront communiqués. Les statistiques mensuelles à fin octobre des **enregistrements d'entreprises et faillites** dans les deux zones seront disponibles. Un article complété de données chiffrées sur la **production et consommation de produits chimiques** en 2023 et de premières estimations des **comptes économiques de l'agriculture** dans l'Union seront par ailleurs diffusés. Il sera, enfin, possible de suivre les chiffres des **demandes d'asile** en septembre ainsi que ceux de la **surmortalité** en octobre.

Au **Japon**, l'**indice d'activité de l'industrie tertiaire** et les statistiques relatives aux **commandes de machines** en octobre seront disponibles.

En **Chine**, les indicateurs de novembre de la **production industrielle**, l'**investissement immobilisation**, l'**évolution des prix de l'immobilier** et des **ventes au détail** seront diffusés. Le taux de chômage de novembre sera par ailleurs rendu public.

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

Au **Royaume-Uni**, l'**indice des prix immobiliers Rightmove** de décembre sera disponible.

Au **Japon**, l'**indicateur PMI manufacturier** de décembre sera diffusé.

Pour les États membres de l'**Union européenne** et les **États-Unis**, les **indicateurs PMI** de décembre seront disponibles.

En **Italie**, les résultats définitifs de l'**inflation** en novembre seront disponibles.

Aux **États-Unis**, la publication de l'**indice manufacturier Empire State FED de New York** de décembre est attendue.

Mardi 17 décembre

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, Eurostat publiera les chiffres du **commerce international de biens** en octobre. Des données tirées de l'**enquête 2024 consacrée à l'utilisation des TIC dans les ménages et par personne** dans les deux zones seront disponibles.

Au **Royaume-Uni**, les données mensuelles du **chômage** et de l'**évolution du salaire moyen** en octobre seront rendues publiques.

En **Italie**, le montant de la **balance commerciale** à fin octobre sera communiqué.



En **Allemagne**, les **indicateurs conjoncturels IFO et ZEW** de décembre seront diffusés.

Aux **États-Unis**, les statistiques de novembre des **ventes au détail**, de la **production industrielle**, de la **production manufacturière** ainsi que le **taux d'utilisation des capacités** seront publiées. Les chiffres des **stocks des entreprises** en octobre et l'**indice NAHB du marché immobilier** de décembre.

Mercredi 18 décembre

Pour la **zone euro** et ses États membres, l'office européen de la statistique communiquera les résultats définitifs de l'**inflation** en novembre. Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, seront diffusés les résultats de la **production dans le secteur de la construction** en octobre. Des données sur les **demandes d'asile** en septembre d'une part et sur les **décisions de première instance en matière d'asile** ainsi que les **ressortissants non européens sommés de quitter l'UE et renvoyés** au cours du troisième trimestre d'autre part seront accessibles. Se tiendra, en fin, ce jour le **Sommet UE-Balkans occidentaux**.

Au **Japon**, les résultats de la **balance commerciale** en novembre seront rendus publics.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de consulter les résultats définitifs de l'**inflation** en novembre. Toujours pour le mois de novembre, l'**indice des prix à la production** et l'**indice des prix de détail** seront feront l'objet d'une publication.

Aux **États-Unis**, les statistiques mensuelles de novembre des **permis de construire** et des **mises en chantier** seront diffusées. Il sera par ailleurs possible de consulter le montant de la **balance des paiements courants** au troisième trimestre. Une réunion de la Fed est programmée. Une **décision de la FED sur les taux d'intérêt** est attendue.

Jeudi 19 décembre

En **France**, l'INSEE diffusera les résultats des **enquêtes conjoncturelles sectorielles** et du **climat des affaires** en décembre.

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, les données relatives à la **balance des paiements** en octobre seront diffusées. Une première estimation des **indices des prix agricoles** en 2024 ainsi que des articles consacrés à la **répartition et inégalité des revenus** et à la **part des énergies renouvelables** en 2023 dans l'Union européenne seront attendus. La BCE communiquera de son côté les **statistiques sur les fonds d'investissement** de la **zone euro** en octobre. Une **réunion du Conseil européen** est programmée.

Au **Japon** et au **Royaume**, les banques centrales ont planifié des **réunion consacrée à la politique monétaire**. Dans un cas comme dans l'autre, il conviendra de prendre connaissance de la décision prise **sur les taux d'intérêt** est attendue.



Pour l'**Union européenne** et le **Royaume-Uni**, les chiffres à fin novembre des **immatriculations de voitures** seront diffusés.

En **Allemagne**, l'indicateur confiance des consommateurs Gfk de décembre sera disponible.

Aux **États-Unis**, les résultats détaillés de la **croissance** au troisième trimestre, les chiffres des **achats étrangers de T-bonds et des flux nets de capitaux** en octobre l'**indicateur avancé US** et les statistiques des **ventes de logements existants** en novembre seront diffusés. Il sera également possible de consulter les **indices composite et manufacturier de la Fed de Kansas City** ainsi que les **indicateurs conjoncturel de la Fed de Philadelphie** pour le mois de décembre seront publiés.

Vendredi 20 décembre

En **France**, il sera possible de consulter, pour le mois d'octobre, les données relatives au **volume des ventes dans le commerce et l'indice de production dans les services**. Les chiffres des **créations d'entreprises** et les **indices de prix de production et d'importation de l'industrie** en novembre ainsi que les résultats de la **dette trimestrielle de Maastricht des administrations publiques** au troisième trimestre seront également disponibles.

Une **réunion de l'Eurogroupe** est programmée. Pour la **zone euro**, la BCE publiera les **indicateurs mensuels sur les titres de la dette publique** de novembre.

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

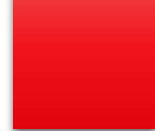
En **Chine**, le **taux préférentiel de Prêt de la PBoC** de décembre sera communiqué.

Au **Royaume-Uni**, les statistiques mensuelles des **ventes au détail**, le montant de l'**emprunt net du secteur public** ainsi que celui des **exigences de trésorerie nette du secteur public** seront publiés.

En **Allemagne**, l'indicateur **prix à la production** de novembre sera diffusé.

En **Italie** la diffusion des indicateurs **confiance des entreprises et confiance des consommateurs** de décembre est attendue. Il sera par ailleurs possible de consulter les chiffres des **ventes industrielles** en octobre et l'indice **Prix à la production** de novembre.

Aux **États-Unis** les **indices des prix PCE et PCE core** de novembre ainsi que les résultats des **dépenses et de la consommation personnelle des ménages** seront publiés. Il sera par ailleurs possible de prendre connaissance de l'**indice PCE de la Fed de Dallas** de novembre et des **indicateurs conjoncturels Michigan** de décembre sur la situation économique actuelle, l'anticipation d'inflation, les attentes des consommateurs.



Lundi 23 décembre

Au **Royaume-Uni** et en **Espagne**, les organismes nationaux de la statistique communiqueront, pour leur pays, les résultats détaillés de la **croissance** au troisième trimestre

En **Italie**, il sera possible de prendre connaissance du montant de la **balance commerciale** à fin novembre.

Aux **États-Unis**, l'**indice d'activité nationale de la Fed de Chicago** de novembre, et l'**indicateur confiance des consommateurs - Conference Board** de décembre seront diffusés.

Mardi 24 décembre

Clôture prématurée des bourses ou bourses fermées en raison de la célébration de Noël.

Aux **États-Unis**, les statistiques des **commandes de biens durables et le nombre de ventes de logements neufs** de novembre seront disponibles. Il sera également possible de prendre connaissance des **indicateurs conjoncturels** de décembre de la **Fed de Richmond**.

Mercredi 25 décembre

Bourses fermées - Noël

Jeudi 26 décembre

Au **Japon**, les chiffres des **commandes de construction** et des **mises en chantier** en novembre seront rendus publics.

Vendredi 27 décembre

Au **Japon**, il sera possible de prendre connaissance des résultats provisoires de l'inflation en décembre. Par ailleurs le **taux de chômage, les chiffres de l'emploi de la production industrielle** et des **ventes au détail** de novembre seront diffusés.

En **Chine**, l'indicateur **Profit Industriel YTD** de novembre sera publié.

En **Espagne**, les statistiques des **ventes au détail** en novembre seront diffusées.

Aux **États-Unis**, le montant de la **balance commerciale des biens** et les chiffres des **stocks de détail** en novembre 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 %
Troisième trimestre 2024	+0,4 %	+0,1 %	+0,0 %	+0,8 %	0,4 %
Inflation En % - novembre 2024	1,7	2,4	1,6	2,4	2,3
Taux de chômage En % - octobre 2024	7,6	3,4	5,8	11,2	6,3
Durée annuelle du Travail (2023)	1513,3	1344,5	1741,2	1632,3	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2023)* en %	34,5	34,7	37,8	30,4	33,9
Dépenses publiques En % du PIB 2023	56,5	48,2	53,1	46,8	49,4
Solde public En % du PIB 2023	-5,5	-2,5	-7,4	-3,6	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2023	110,6	63,6	137,3	107,7	88,6
Balance des paiements courants En % du PIB – août-24	-0,5	+6,4	+1,0	+3,1	+2,8
Échanges de biens En % du PIB – août-24	-2,8	+6,0	+2,5	-2,5	+1,2
Parts de marché à l'exportation En % 2023	2,7	7,1	2,8	1,8	24,7
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut juin - 24	17,6	20,0	12,9	13,1	15,6
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (13/12/2024)	3,037	2,257	3,393	2,926	-

*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 :-----