

SOMMAIRE DE LA LETTRE ECO N°195

Le Coin des Épargnants

- Brouillard, dans le marc de l'emploi américain

C'est déjà hier

- France : petite panne de la consommation
- Mais quand la voiture va, tout roule...
- Le traité transatlantique prend l'eau de toute part

Le Coin de la Conjoncture

- Etats-Unis, de la consommation, de l'emploi mais pas d'investissement
- Les sept interrogations de la rentrée

Le Coin des Tendances

- Immobilier et démographie, le couple maudit ?

Le Coin du Graphique

- Emploi : la France n'est plus dans la moyenne européenne

L'agenda économique et financier de la semaine

LE COIN DES ÉPARGNANTS

Le tableau financier de la semaine

	Résultats 2 septembre 2016	Évolution sur 5 jours	Résultats 31 décembre 2015
CAC 40	4 542,17	+2,36 %	4 637
Dow Jones	18.491,96	+0,52 %	17 423
Nasdaq	5 249,90	+0,59 %	5107
Daxx Allemand	10 683,82	+0,91 %	10 743
Footsie	6 894,60	+0,83 %	6 242
Euro Stoxx 50	3 079,74	+2,30 %	3 100
Nikkei	16 925,68	+3,45 %	19 033
Taux de l'OAT France à 10 ans (18 heures)	0,192 %	+0,017 pt	0,993 %
Taux du Bund allemand à 10 ans (18 heures)	-0,042 %	+0,028 pt	0,634 %
Taux du Trésor US à 10 ans (18 heures)	1,608 %	+0,012 pt	2,269 %
Cours de l'euro / dollars (18 heures)	1,1152	-0,36 %	1,0854
Cours de l'once d'or en dollars (18 heures)	1 318,680	-0,20 %	1061
Cours du baril de pétrole Brent en dollars (18 heures)	46,740	-5,92 %	37,570

Brouillard dans le marc de l'emploi américain

Au mois d'août dernier, l'économie américaine a créé 151 000 emplois, ce qui est tout à fait correct mais inférieur aux prévisions. Le taux de chômage est resté stable. Les

salaires n'ont augmenté que de 0,1 %, contre 0,2 % attendu et 0,3 % en juillet. Sur un an, la progression est ramenée de 2,7 % à 2,4 %. Néanmoins, en rythme annuel, les dépenses de consommation ont augmenté de 1,6 %. La confiance des consommateurs américains a progressé de plus de 4 points en août en passant de 96,7 à 101,1.

Cette contre-performance relative de l'emploi suffit-elle à reporter de septembre à décembre la hausse des taux directeurs de la FED ? Il est de plus en plus difficile de déchiffrer les propos de la Présidente de la FED, Janet Yellen, ou de son Vice-Président, Stanley Fischer. Ce dernier a indiqué que la banque centrale était proche d'atteindre ses objectifs avec le plein emploi et une inflation de 2 %.

En cette fin de semaine, les investisseurs ont plutôt fait le pari que les taux ne seraient augmentés qu'en décembre et non en septembre ce qui a suffi pour pousser, vendredi les cours des actions à la hausse. Paris est ainsi repassée au-dessus des 4500 points, au plus haut depuis le mois d'avril et à quelques encablures de son niveau du 31 décembre dernier. Il est fort possible qu'une possible augmentation des taux au mois de septembre aurait eu le même effet car les investisseurs et les commentateurs auraient alors affirmé que l'économie américaine se portait bien....

C'EST DÉJÀ HIER

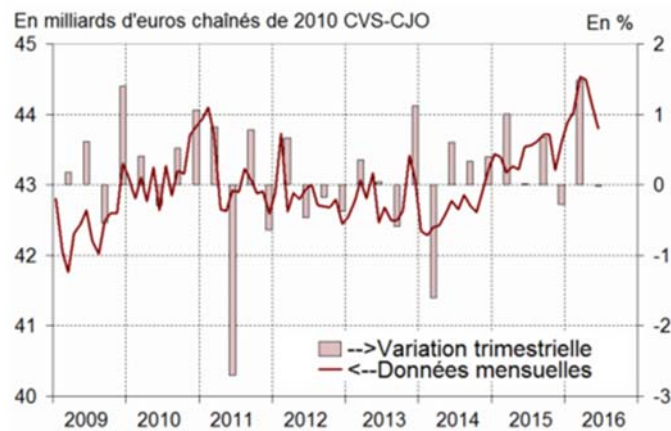
France : petite panne de la consommation

Après un excellent premier trimestre, la consommation, est, en France, en berne depuis quatre mois. Ce retournement de tendance s'explique par une perte de confiance par les craintes liées aux attentats et par la disparition des gains de pouvoir d'achat générés par la baisse du prix du pétrole.

Au mois de juillet, les dépenses de consommation des ménages en biens ont, en effet, diminué de 0,2 % en volume après un recul encore plus marqué en juin. Il s'agit du quatrième mois consécutif de baisse. Ce sont les achats les plus coûteux qui ont été le plus touchés. Les achats en automobiles et en biens d'équipement du logement ont ainsi fortement reculé. Le repli est particulièrement prononcé pour les biens d'équipement du logement (-3,1 %), notamment les téléviseurs. Les achats d'automobiles ont également baissé pour le quatrième mois consécutif de 1,9 % en juillet.

A défaut de consommer, les ménages épargnent. Cette baisse de la consommation doit être mise en parallèle avec le retour depuis 5 mois d'une collecte positive pour le Livret A. Par ailleurs, au mois de juillet, l'assurance-vie a également enregistré une forte collecte.

La consommation totale de biens (source INSEE)



Mais quand la voiture va, tout roule...

Tout espoir n'est pas perdu au niveau de la consommation car, après un mauvais mois de juillet, les immatriculations de véhicules ont repris des couleurs en août. Elles ont progressé de 6,7 % (véhicules neufs hors utilitaires), selon les données du comité des constructeurs français d'automobile (CCFA). Cette croissance doit certes être nuancée car le mois d'août 2016 comportait un jour ouvrable de plus que celui de 2015. À nombre de jours ouvrables comparables, la croissance se limite à 1,9 %.

Au niveau des constructeurs, le groupe Renault poursuit sur sa lancée avec une progression de 13,9 % grâce à la marque Dacia qui a enregistré une progression de ses ventes de 38 %. La marque Renault a néanmoins connu une hausse de 6,6 % de ses immatriculations. En revanche, le Groupe PSA n'a connu qu'une hausse de 0,4 % de ses immatriculations en raison de la contreperformance de Citroën et de DS. Les groupes étrangers ont accru leurs ventes à l'exception de Volkswagen qui est toujours confronté aux suites du scandale des tests truqués des moteurs.

Le traité transatlantique prend l'eau de toute part

Avant la fin de son mandat, le Président des États-Unis, Barack Obama, a peu de chances de gagner son pari de conclure, les négociations engagées entre son pays et l'Union européenne sur le Partenariat transatlantique sur le commerce et l'investissement (PTCI) également connu sous les sigles TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) ou TAFTA (Trans-Atlantic Free Trade Agreement).

Barack Obama aurait aimé achever son deuxième mandat en ayant doté les États-Unis de deux grands traités commerciaux : côté pacifique avec le TPP (Trans-Pacific Partnership) qui a été conclu, au mois de février dernier, par douze pays (États-Unis, Brunei, Chili, Nouvelle-Zélande, Singapour, Australie, Pérou, Vietnam, Malaisie, Mexique, Canada, Japon) ; côté atlantique avec la signature du fameux TAFTA.

Après des mois de négociation, le Président François Hollande a, à travers une annonce devant les ambassadeurs français réunis à Paris à la fin du mois d'août, officiellement demandé l'arrêt des négociations. Cela pourrait être le coup de grâce pour une négociation qui a dû faire face à de nombreux vents contraires depuis ses débuts (opposition de nombreux lobbys, révélation des écoutes des dirigeants européens par les services américains, etc.). La position de la France semble très ferme. Le Président français a, en effet, déclaré que « ce que demande la France, c'est l'arrêt pur, simple et définitif des négociations. Elles ont créé partout des peurs. Elles doivent maintenant se terminer (...) Il faut un coup d'arrêt clair, net, pour reprendre les discussions sur de bonnes bases. Nous verrons si d'autres nous emboîtent le pas ».

La position française ne signifie pas la fin des discussions car c'est la Commission européenne qui est compétente pour négocier les accords commerciaux. Cette dernière peut poursuivre les discussions mais évidemment sur un point de vue politique, l'absence de soutien de la France change la donne. François Hollande, au-delà de sa position ferme, entend surtout donner du temps au temps. Les élections américaines (Présidentielle et Congrès) ainsi que les élections en France et en Allemagne pourraient bien changer la donne.

Pour le moment, la Commission de Bruxelles entend poursuivre la négociation sur la base du mandat qu'elle a reçu de la part des 28 États membres comme l'a rappelé le porte-parole de la Commission européenne, Margaritis Schinas: « nous avons un mandat de négociation qui a été accepté unanimement ». Les Allemands semblent assez résignés et ont pris acte de la position française. Le Ministre de l'Économie allemand, Sigmar Gabriel, a admis l'échec des négociations après le 14^{ème} round de discussions avec les Américains.

Les objectifs et le contenu du projet de traité

L'objectif des négociateurs est d'instituer un partenariat entre deux acteurs majeurs du commerce international, l'Amérique du Nord et l'Union européenne qui assurent plus du quart des exportations mondiales et plus du tiers des importations mondiales.

Les deux zones sont économiquement très imbriquées et ont tout à gagner d'un abaissement des droits et d'une diminution des contraintes réglementaires. 18,1 % des exportations américaines sont réalisées au sein de l'Union européenne ; cette dernière représentant 19% des importations américaines juste après la Chine (21,5 %).

La relation commerciale avec les États-Unis est l'une des plus importantes de l'UE après l'Asie et les pays européens hors Union.

Sur le plan des investissements directs étrangers, les États-Unis investissent massivement au sein l'UE (les investissements américains représentent 39,5 % des flux entrants en 2012 de l'UE). Les Européens font de même aux États-Unis, 31,7 % des flux sortants de l'UE étant destinés aux États-Unis.

L'intensité des échanges entre les deux blocs s'explique notamment par le haut niveau d'échanges intra-firme des filiales américaines et européennes. En 2010, plus de la moitié des filiales américaines sont localisés au sein des États membres de l'UE, tandis que 60 % des actifs tenus par les filiales américaines à l'étranger étaient en Europe. Les filiales européennes, quant à elles, étaient à 75 % implantées aux États-Unis. Le commerce intra-firme représenterait le tiers du commerce transatlantique.

Selon les tenants d'un accord, le surcroît de croissance qu'il pourrait générer a été évalué à 1,1 % du PIB (160 milliards d'euros) à l'horizon 2027 pour l'Union Européenne. Les secteurs européens qui ont le plus à gagner sont l'automobile (de 13 à 95 milliards euros de gains pour les exportations), la chimie (9 à 35 milliards d'euros) et la métallurgie (3 à 17 milliards d'euros). Ce sont les États ayant des volumes d'importations les importants en provenance des États-Unis qui tireront le plus grand profit de ce traité : le Royaume-Uni, l'Irlande, le Portugal, la Grèce et l'Espagne. Le PIB par habitant augmenterait de 9,7 % moyenne au Royaume-Uni, de 7,3 % en Suède, de 6,55 % en Espagne. La France serait un des pays qui profiterait le moins de cet accord (+2,64 % de PIB par habitant en moyenne). Ce faible impact est lié à ses échanges moins développés que ses partenaires avec les États-Unis, ce qui peut expliquer la réticence du Président français.

Le traité aborde tout à la fois les droits de douane, les normes et la résolution des conflits. Il prévoit notamment une simplification dans le processus de validation des normes qui fait craindre, pour certains, la possibilité pour les Américains d'inonder le marché européen en OGM. En revanche, la mise en place de normes communes aboutirait à les imposer aux autres acteurs du commerce international.

En l'état actuel des négociations, les droits de douane seraient supprimés sur 97 % des lignes tarifaires. La question des lignes tarifaires agricoles et les dispositifs de coopération réglementaire n'étaient pas réglés. L'accès des entreprises européennes aux marchés publics américains est également un sujet sensible. Les États-Unis sont, sur ce sujet, plus protectionnistes que les Européens. Le mécanisme de règlement des conflits posait également problème.

Si les négociations avec les États-Unis sont au point mort, celles, avec le Canada sont bien avancées. L'accord de libre-échange entre l'Union Européenne et le Canada devrait être soumis à ratification. Le secrétaire d'État au commerce extérieur français, Matthias Fekl, a déclaré que « ce traité est un bon traité, c'est l'anti-Tafta, sur ce qu'il donne aux PME, à l'ouverture des marchés publics, sur l'arbitrage privé, sur la reconnaissance des appellations... La France soutient cet accord. Nous discuterons de ce sujet à Bratislava (Sommet européen) fin septembre ».

LE COIN DE LA CONJONCTURE

États-Unis, de la consommation, de l'emploi mais pas d'investissement

L'économie américaine est en plein doute. Le rythme de création d'emplois demeure, depuis six ans, à un niveau élevé. Entre mai et août, le nombre de créations a été en moyenne de 182 000 emplois. Même si la hausse est jugée insuffisante, le salaire médian, de juillet 2015 à juillet 2016, a néanmoins progressé de 3,4 %, selon la Federal Reserve Bank d'Atlanta.

Du fait de l'augmentation de la masse salariale, la consommation connaît une vive expansion. Au deuxième trimestre, la consommation par personne a augmenté à un rythme annuel de 5,5 %, ce qui équivaut à sa croissance la plus rapide en une décennie. Mais, dans le même temps, le PIB réel n'a progressé sur un an que de 1,2 %. Les deux coupables sont le commerce extérieur et surtout l'investissement des entreprises qui a diminué pendant trois trimestres consécutifs. Il est maintenant inférieur de 1,3 % à son niveau de 2015, soit la contraction la plus importante enregistrée depuis le début de l'année 2010.

Les États-Unis sont donc confrontés à une énigme : les entreprises embauchent et les consommateurs dépensent mais l'investissement se dérobe tout comme la croissance.

L'explication pétrolière

Les États-Unis ont une économie totalement dépendante du pétrole. La chute des cours a offert un gain de 1 300 dollars de pouvoir d'achat aux ménages mais a provoqué la chute de 50 %, entre 2015 et 2016, des investissements au sein du secteur pétrolier. Initialement, le découplage a été causé par la baisse prolongée des prix du pétrole.

Mais, même en excluant le secteur pétrolier, l'investissement a légèrement diminué dans la première moitié de l'année 2016. Compte tenu de l'importance du secteur pétrolier, sa mauvaise santé a un effet de contagion chez les fournisseurs et chez les investisseurs. Les entreprises financières ont investi environ 21 % de moins au premier trimestre 2016 que l'année précédente. Mais des secteurs n'ayant que très peu de liens avec les pétroliers diminuent également leurs investissements.

Quelles sont les raisons possibles de ce peu d'appétence pour l'investissement ?

Les entreprises américaines sont prudentes du fait de l'absence de visibilité économique et financière. Le ralentissement des pays émergents les incite à revoir à la baisse leurs plans d'investissement. Elles sont par ailleurs pénalisées par l'appréciation du dollar au niveau de leurs exportations.

Les entreprises anticipent un resserrement du crédit. Les banques commencent à être plus exigeantes, ce qui freine par nature l'investissement. Néanmoins, cette explication est à relativiser car les entreprises américaines disposent d'importantes liquidités.

La baisse de la productivité

Le point central du recul de l'investissement pourrait reposer sur la baisse de la productivité. Les entreprises différeraient leurs projets car leur rentabilité ne serait pas satisfaisante au regard des expériences passées. Elles s'attendent en outre à un retournement de cycle. De 2005 à 2015, la production par heure travaillée a augmenté de seulement 1,3 % par an, contre une croissance de 3 % par an entre 1995 et 2005. Au deuxième trimestre de 2016, la productivité a même diminué, de 0,4 %.

La croissance américaine comme celle des autres pays avancés est entravée par la faible progression de la population active. Le Bureau des statistiques du travail prévoit que la population active n'augmentera en moyenne que de 0,5 % par an entre 2014 et 2024 (la progression était de 1,2 % par an entre 1994 et 2004).

Actuellement, aux États-Unis, les entreprises embauchent avant d'investir ; dans le passé, c'était l'inverse. Le nouveau mode de croissance repose sur des emplois à faibles qualifications exigeant peu de capital (emplois de services, de logistique).

Les sept interrogations de la rentrée économique

À la recherche des 3 % de croissance

Le taux de croissance de l'économie mondiale peine à dépasser les 3 %. Il était de 2,8 % au deuxième trimestre. Il faudrait une accélération assez sensible au cours du second semestre. Or, pour le moment, aucun signe tangible ne permet de garantir une telle reprise. La réduction des gains de productivité qui concernait les pays avancés touche désormais les pays émergents. La question est de savoir si un rebond est possible avec l'émergence de nouvelles technologies ou process.

Mais où est passée l'industrie ?

La production industrielle mondiale stagne avec une croissance qui tourne autour de 1 % quand elle dépassait 5 % avant la crise de 2008. La faute aux pays émergents dont le taux de croissance a été divisé par deux mais aussi aux États-Unis dont l'industrie souffre depuis 2014 en raison de la chute des cours du pétrole et de la hausse du dollar. Par ailleurs, cette moindre croissance de l'industrie est le signe d'un changement de modèle. L'enrichissement de la population et son vieillissement favorisent le développement des services au détriment de l'industrie. La tertiarisation s'accompagne d'une baisse des gains de productivité et donc de croissance. Cette règle pourrait-elle être contredite avec la montée en puissance du digital, du big data et des objets connectés ?

Le commerce international en pleine léthargie

Depuis cinq ans, les exportations mondiales stagnent voire diminuent. En valeur mensuelle, les exportations des 54 principaux pays s'établissent au mois de juin dernier à 1192 milliards de dollars contre près de 1400 il y a trois ans. Cette baisse est imputable à la diminution des cours des matières premières et de l'énergie ainsi qu'à la faible croissance des pays avancés. La moindre augmentation de la demande en biens industriels et la forte concurrence expliquent également que le montant, en valeur, des exportations décline. Est-ce une pause ou une évolution des relations économiques internationales après la montée en puissance de la mondialisation dans les années 1990 et 2000 ?

Énergie et matières premières : la remontée différée des prix ?

Le baril de pétrole est censé retrouver, à court terme, les 60 dollars. Pour le moment, il surfe sur la vague des 50 dollars. La forte élasticité de la production rend difficile une augmentation des cours sauf si un accord intervenait entre pays producteurs OPEP et non-OPEP. Si en début d'année, la production mondiale de pétrole brut était passée de 96,5 à 95,5 millions de barils jour, elle a depuis plus que compensé cette baisse et se situe à un niveau historique. Pour mémoire, la production avant la crise de 2008 atteignait 88 millions de barils jour. Le ralentissement des pays émergents et la faible croissance des pays avancés ne poussent pas les cours vers le haut. Du fait du sous-investissement des compagnies pétrolières, il est néanmoins admis qu'une hausse à moyen terme du prix du pétrole est incontournable. Les cours des matières premières restent à un niveau faible même si une augmentation a été constatée entre la fin de l'année 2015 et le premier trimestre 2016. Depuis, une nouvelle décrue est constatée.

L'inflation toujours aux abonnés absentes

Le taux d'inflation de l'économie mondiale était selon le FMI, au mois de juillet, de 2,5 %. Il était de 0,5 % pour les pays développés et de 4,1 % pour les pays en voie de développement. La chute de l'inflation intervenue depuis 2014 est en grande partie imputable à l'évolution des cours des matières premières et de l'énergie. Malgré la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles de la part de plusieurs grandes banques centrales, la hausse des prix demeure mesurée. Une très légère inflexion est constatée au sein des pays avancés depuis le milieu de l'année 2015 mais les prix sont avant tout dépendants du pétrole.

La bourse, l'épargne et les taux : un casse-tête

Les déséquilibres commerciaux et financiers tardent à se résoudre. L'Allemagne continue ainsi à battre des records d'excédents commerciaux et le taux d'épargne, en Chine, demeure toujours très élevé. Par ailleurs, le couple liquidités et aversion aux risques génèrent des soubresauts sur les marchés financiers.

Même si elle est en baisse depuis 2014 en raison de la baisse des places chinoises, la capitalisation boursière mondiale reste à un niveau élevé proche de son record historique. Au mois de juillet, elle atteignait plus de 57 757 milliards de dollars (source : World Federation of Exchanges). Plusieurs bourses dont celle de New-York continuent de battre records sur records. Certains jugent qu'une correction n'est pas impossible surtout en cas de relèvement des taux par la FED. Avec un taux de chômage à 4,8 % mais avec une croissance moyenne et une inflation entre deux eaux, autour de 1,4 %, la question de l'augmentation des taux directeurs par la banque centrale américaine donne toujours lieu à autant de supputations.

Le Brexit en mode arlésienne

Les Britanniques ont décidé de sortir de l'Union européenne mais il n'était pas précisé quand ce départ aurait lieu. Nos voisins d'Outre-manche sont connus pour leur patience et leur pragmatisme. Il n'est donc guère étonnant et cela est dans leur intérêt (et peut être le nôtre) qu'ils prennent leur temps afin de négocier le moins mauvais accord possible avec l'Union européenne.

Quel traitement commercial et financier s'appliquera au Royaume-Uni et quelle réponse auront les Européens du fait du départ d'un membre ? Sur ce dernier point, les divergences entre l'Allemagne et la France ainsi que le calendrier électoral chargé ne favorisent pas la prise d'initiatives ambitieuses.

2017, une année de changement politique

Nouveau Président ou nouvelle Présidente aux États-Unis, élections incertaines en France comme en Allemagne, les considérations nationales primeront au détriment peut-être à moins qu'une crise n'oblige les unes et les autres à intervenir....

LE COIN DES TENDANCES

Immobilier et démographie, le couple maudit ?

En vingt ans, les prix de l'immobilier ont plus que doublé en France, voire triplé sur Paris. Cette valorisation a conduit à une progression sans précédent du patrimoine des ménages français qui, en, 2014, représentait près de 8 années de revenu disponible brut contre 5 années en 1998. Cette augmentation est imputable en grande partie à l'immobilier. Sur 10 221 milliards d'euros de patrimoine, l'immobilier pesait, en 2014, 6 505 milliards d'euros, soit 63 %. La hausse des prix de l'immobilier ne concerne pas que la France ; des pays comme l'Espagne, le Royaume-Uni, les aux États-Unis et bien d'autres ont été confrontés à ce phénomène.

En cette rentrée 2016, la pierre est à la mode. Tous les hebdomadaires d'information lui consacrent des dossiers entiers pour affirmer que c'est le moment d'investir avec des taux d'intérêt historiquement bas. Nombreux sont ceux qui annoncent une augmentation des prix. Au-delà de ces aspects purement conjoncturels qui, par ailleurs, pourraient déboucher sur un sévère réajustement, quels sont les fondamentaux pour l'évolution des prix de l'immobilier ? Des paramètres économiques, financiers, fonciers, juridiques ou fiscaux sont souvent mis en avant. Or, il apparaît assez nettement que l'évolution des prix de l'immobilier sur longue période dépend de celle de la démographie comme le souligne, entre autre, les travaux d'Arnaud Simon et Yasmine Essafi (« Concurrence générationnelle et prix immobiliers »). Ce sont les générations importantes du baby-boom arrivées à maturité qui ont poussé les prix à la hausse.

Une telle analyse reprend des études menées sur les cours boursiers. Des liens ont été statistiquement démontrés entre l'évolution des actions et celle de la population américaine (Abel – 2003, Campbell – 2007, Maddolani – 2005). Patrick Artus (flash économie Natixis du 31 août 2016 n°371) a démontré que la corrélation entre la démographie et les cours des actions était très nette aux États-Unis. Compte tenu du poids des non-résidents comme investisseurs sur le marché français (50 % de capitalisation du CAC 40), il convient non pas de prendre la structure de la population française en référence mais celle des États-Unis pour obtenir une relation tangible.

Ces différents travaux reposent sur la notion de cycle de vie. Au niveau immobilier, par souci patrimonial ou par souci d'indépendance, les individus ont comme objectif, en commençant à travailler, d'acquérir leur résidence principale. C'est entre 30 et 50 ans que les ménages réalisent leur projet immobilier afin de pouvoir être libéré des remboursements au moment de la cessation d'activités. De larges générations de 30/50 contribuent à l'augmentation des prix quand, à l'inverse, des classes creuses entraînent une décréue de ces mêmes prix. En reprenant ce principe, l'étude de Takats (2012) réalisée dans 22 pays avancés souligne que les éléments démographiques sont à l'origine d'une augmentation des prix de l'immobilier de 0,3 % en moyenne par an sur ces quarante dernières années.

Le cycle de vie n'explique pas totalement l'évolution des prix de l'immobilier. Trois séries de facteurs peuvent être distinguées :

- des facteurs d'ordre économique comme la croissance des revenus, les taux d'intérêt, la fiscalité ;
- des facteurs liés à l'offre comme la disponibilité du foncier, le coût de la construction ;
- des facteurs démographiques comme la progression de la population, le nombre de divorces, le nombre de retraités, la mobilité.

Les interactions entre les différents facteurs sont importantes. Les promoteurs immobiliers privilégient les territoires à prix élevés car demandés, ce qui améliore leurs marges. Les lieux à fort potentiel économique et de revenus sont recherchés générant d'importants flux de population et donc des augmentations de prix pour l'immobilier. Si la demande est importante, les constructeurs ne seront pas incités à réduire leurs coûts de construction, voire auront tout intérêt à les monter. De même, une fiscalité incitative conduit bien souvent à une augmentation des prix (Rapport de la Cour des Comptes sur la politique du logement 2015).

La baisse des taux d'intérêt solvabilise la demande et favorise de ce fait l'augmentation des prix. Depuis 2011, le pouvoir d'achat des ménages qui acquièrent un logement s'est amélioré. A Marseille, ils peuvent acheter un appartement ayant une superficie accrue de 18 mètres carrés, à Paris, de 7 mètres carrés. Mais, à Paris, l'avantage tend à s'estomper en raison de l'augmentation des prix surtout pour les petites surfaces. L'effet prix neutralise l'effet taux.

La démographie gouverne-t-elle les prix ?

La France a connu une vive progression de sa population de 1945 jusque dans les années 1970. Elle continue, par ailleurs, à augmenter grâce à un taux de fécondité supérieur à la moyenne européenne. Au 1^{er} janvier 2016, la population française comptait 66,6 millions d'habitants. Elle pourrait atteindre près de 74 millions d'habitants d'ici 2060. Le solde d'accroissement de la population est désormais de moins 250 000 par an quand il dépassait 300 000 durant les 30 glorieuses. Néanmoins, du fait de la baisse du taux de fécondité, la population française vieillit. L'âge moyen de la population est passé de 36,9 à 41 ans de 1991 à 2016 et l'âge médian est passé de 33,7 à 40,2 ans. Tout un symbole, en 2016, les moins de 20 ans sont moins nombreux que les plus de 60 ans. D'ici 2050, le nombre des plus de 60 ans augmentera de plus de 10 millions. Ces derniers représenteront 33 % de la population.

L'arrivée des générations du baby-boom dans la vie professionnelle s'est étalée du milieu des années 60 au milieu des années 90. L'acte d'achat d'un bien immobilier intervenant quand la situation professionnelle se stabilise, c'est-à-dire autour de 30 ans, la demande de logement a été forte de la fin des années 70 au début du 21^{ème} e siècle, période qui correspond à la montée des prix constatée. L'augmentation du nombre de divorce a accentué ce phénomène. En 1950, 34 663 divorces étaient

comptabilisés quand en 2014 ce chiffre s'élevait à 123 537. En 1982, près de 26 millions de personnes étaient mariés, en 2014, 24 millions ; dans le même temps la population française a augmenté de 11 millions de personnes.

Les divorces créent une pression supplémentaire sur les prix. Les anciens époux pour accueillir leurs ont besoin de logements plus grands. Par ailleurs, le nombre de célibataires a nettement progressé depuis une quarantaine d'année. 34 % des Français vivent, en 2014 seuls contre 24 % en 1982. Les familles monoparentales représentent 8 % des ménages contre 5 % en 1982. Ces deux phénomènes conduisent à augmenter le nombre de mètres carrés par personne, ce qui renchérit donc le prix des logements.

Des facteurs extérieurs peuvent ponctuellement rompre la corrélation entre les données démographiques et l'évolution des prix de l'immobilier. Ainsi, ces derniers ont fortement chuté entre 1992 et 1998 en raison de la situation économique et de l'augmentation très rapide des taux. De même, la baisse exceptionnelle des taux en cours semble freiner la décrue des prix immobiliers. La relation entre démographie et l'immobilier doit être établie ville par ville ou par bassin d'emplois. Des zones économiques en difficulté ont connu, ces trente dernières années, une forte émigration ce qui a conduit à une baisse des prix de l'immobilier. Les métropoles à l'inverse ont connu l'arrivée de jeunes actifs qui ont fortement pesé sur les prix. Le littoral a bénéficié de l'arrivée de retraités à fort pouvoir d'achat.

L'arrivée des premières générations du baby-boom à la retraite, en 2006, coïncide avec une inflexion des prix de l'immobilier. Dans des pays plus avancés que la France dans le processus de vieillissement, comme l'Allemagne et le Japon, sur ces vingt dernières années, les prix ont respectivement chuté de 30 et 50 %. Certes, le départ à la retraite peut être synonyme d'achat d'un nouveau logement. Le littoral français bénéficie de l'arrivée des seniors. Cette migration vers le littoral y renchérit le prix des logements mais y accentuera à terme la baisse au sein des agglomérations économiques traditionnelles. Ce phénomène devrait s'intensifier dans les prochaines années. En effet, pour la première fois, le nombre de décès a franchi la barre des 600 000 en France en 2015 ; en 2006, seulement 526 000 décès avaient été enregistrés. En 2060, le cap des 750 000 décès par an devrait être dépassé.

Actuellement, les retraités sont propriétaires à 75 % de leur résidence principale. À Paris, 80 % des appartements seraient détenus par des personnes de plus de 60 ans (El Karoui – 2013). Les retraités ont dans la quasi-totalité des cas remboursé leur emprunt. Peu de retraités s'engagent dans l'achat d'un bien immobilier. L'allongement de l'espérance de vie accroît naturellement cette tendance de concentration des biens immobiliers sur la fraction la plus âgée de la population. Le fait que l'âge moyen des héritiers progresse fortement en est un signe supplémentaire. Le nombre de ventes de logement en liaison avec des successions devrait s'accroître dans les prochaines années. Ce phénomène devrait être sensible à partir de 2020/2026 et occasionner une baisse sensible des prix.

La baisse des prix de l'immobilier est-elle incontournable ?

L'attractivité démographique des métropoles

Les métropoles dont le développement est favorisé par les pouvoirs publics pourraient continuer de connaître une progression de leur population au détriment des villes moyennes. Le marché de l'immobilier serait de plus en plus segmenté. Néanmoins, la stabilisation du nombre d'actifs et le départ des retraités devraient les concerner d'ici quelques années.

L'arrivée d'immigrés ou de non-résidents étrangers pourraient changer la donne ; Le premier point suppose un changement de politique, l'immigration étant aujourd'hui fortement réduite (le solde migratoire a été de 61 000 en 2014 contre 95 000 en 2013 ; le second a un effet très limité, les étrangers achetant un bien immobilier étant peu nombreux. Ils réalisent leurs investissements sur un nombre limité de villes ou de quartiers (Saint-Germain-des-Prés ou l'Île-Saint-Louis à Paris par exemple). Les cœurs historiques pourraient bénéficier de l'afflux touristique. Les logements ne seraient plus occupés par des résidents mais mis en location sur les plateformes Internet. Dans un premier temps, cela pourrait provoquer une augmentation des prix ; dans un second temps, en raison de la mono-activité touristique, les prix pourraient baisser. Les résidents ne seraient pas intéressés de vivre au sein de quartier exclusivement tournés vers le tourisme.

L'effet « revenu » pourrait-il contrecarrer la baisse naturelle des prix ?

Une amélioration des revenus pourrait favoriser une nouvelle croissance des prix de d'une amélioration du pouvoir d'achat des ménages. Or, dans les prochaines années, les ménages devront contribuer au financement de dépenses sociales en augmentation (retraite, maladie et dépendance) ce qui limite d'autant les possibilités d'accroissement de leur pouvoir d'achat.

Une crise immobilière en cas de retournement des taux ?

Comment réagira le marché immobilier quand les taux remonteront ? Tout dépend évidemment de l'ampleur de la remontée, de l'inflation et de la croissance des revenus. Une augmentation brutale des taux non accompagnée par une augmentation des revenus provoquerait une contraction des prix. Entre 1993 et 1997, les prix avaient chuté de 50 % en Ile de France quand les taux avaient dépassé les 10 %.

Effet d'éviction des jeunes générations du marché immobilier et inégalités intergénérationnelles

En raison des prix élevés et des problèmes d'insertion dans la vie professionnelle, les générations post baby-boom n'ont pas pu acquérir aussi facilement que leurs aînés leur résidence principale. Quand ils l'ont fait, ils ont dû emprunter davantage sans bénéficier de l'érosion monétaire provoquée par l'inflation. Aux États-Unis, les moins

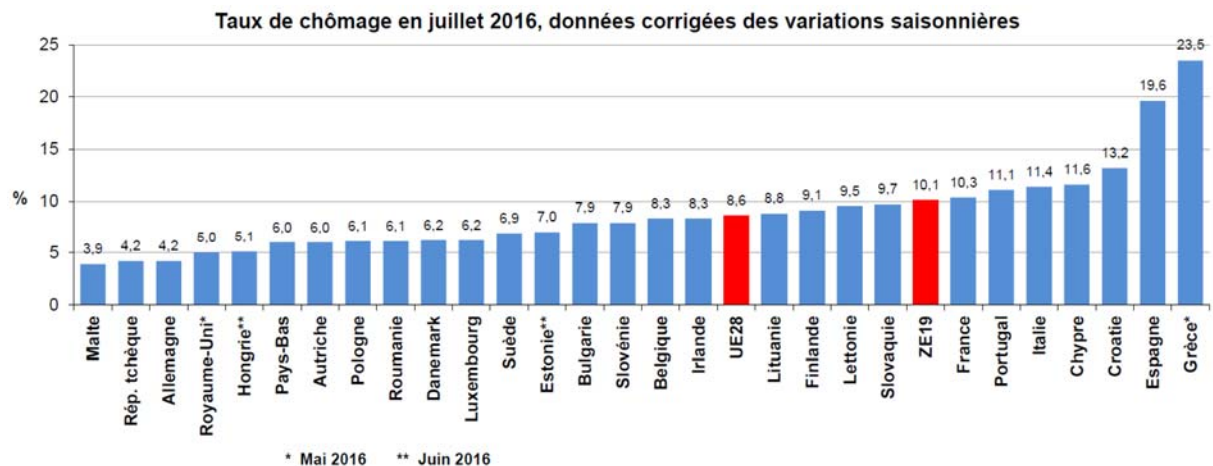
de 45 ans propriétaires d'aujourd'hui sont moins nombreux que les dix générations qui les ont précédées (US Census Bureau). Plusieurs indicateurs témoignent que les générations post-baby-boom sont touchées par l'évolution des prix de l'immobilier. Ainsi, le ratio revenu disponible sur prix immobiliers ou le poids des dépenses logement dans le revenu disponible souligne une inégalité intergénérationnelle.

Les jeunes générations ne profitent guère des mesures en faveur du logement. Outre, l'effet inflationniste des mesures comme les prêts à taux zéro ou les aides personnelles au logement, il est à souligner que les encours de crédits destinés au logement locatif sont équivalents à ceux des primo-accédants. Contraints d'acheter des biens immobiliers au prix fort, ces générations pourraient subir une double peine car avec le vieillissement de la population, leur logement pourrait dans les prochaines années perdre de sa valeur.

En retenant le critère démographique, tout concourt à terme à une baisse des prix de l'immobilier. L'effet taux ne ferait que masquer une tendance qui s'est amorcée depuis 10 ans. C'est logiquement entre 2020 et 2035 que la baisse devrait se manifester avec le plus de force quand toutes les classes d'âge du baby-boom seront à la retraite et quand les premières d'entre-elles seront à l'âge de la dépendance. D'ici là, le vieillissement de la population devrait provoquer un renchérissement des prix des logements sur le littoral et dans les cœurs des villes dotés d'un grand nombre de services. Les villes périphériques, les centres commerciaux éloignés des centres villes devraient souffrir dans les prochaines années.

LE COIN DU GRAPHIQUE

Emploi, la France n'est plus dans la moyenne de la classe européenne



Malgré quelques bons résultats ces dernières semaines, la France fait moins bien dans la réduction du chômage que ses partenaires. Le taux de chômage de la France est désormais installé au-dessus de la moyenne de la zone euro, 10,3 % contre 10,1 %.

Sur un an, le taux de chômage, en juillet 2016, a baissé dans vingt-quatre États membres, est resté stable au Danemark, tandis qu'il a augmenté en Estonie (de 6,1 % à 7,0 % entre juin 2015 et juin 2016), en Autriche (de 5,7 % à 6,0 %) et en Belgique (de 8,1 % à 8,3 %).

Les baisses les plus marquées ont été observées à Chypre (de 15,0 % à 11,6 %), en Croatie (de 16,5 % à 13,2 %) ainsi qu'en Espagne (de 21,9 % à 19,6 %). Au mois de juillet, le taux de chômage aux États-Unis s'est établi à 4,9 %, stable par rapport à juin 2016 et en baisse par rapport au taux de 5,3 % de juillet 2015.

AGENDA ECONOMIQUE DE LA SEMAINE

Dimanche 4 septembre

Sommet du G20 en Chine

Lundi 5 septembre

En **Chine**, suite du **Sommet du G20**.

Au **Japon**, il faudra suivre la **capacité d'autofinancement** du mois de juillet.

L'**indice « PMI » des services** d'août sera publié pour la **Chine, l'Espagne, l'Italie, la France, l'Allemagne, la zone euro et le Royaume-Uni**. L'**indice « PMI composite »** sera rendu public pour la **France, l'Allemagne et la zone euro**. Les indices PMI devraient ressortir stable ou en légère baisse traduisant l'attente des acteurs économiques.

Pour la **zone euro**, il faudra regarder l'**indice « Sentix » de confiance des investisseurs et les résultats des ventes au détail** du mois de juillet.

Mardi 6 septembre

En **Allemagne** seront rendues publiques les **commandes d'usine** du mois de juillet.

Pour la **zone euro**, une version affinée de la **croissance du PIB** du deuxième trimestre sera publiée. Le taux de croissance devrait être confirmé à +0,3 % pour le 2^{ème} trimestre et à 1,6 % en rythme annuel.

Aux **États-Unis**, seront publiés l'**indice PMI des services, l'indice des conditions du marché du travail, l'indice ISM-non manufacturier** pour le mois d'août et l'**indice d'optimisme économique IBD/RTIPP** du mois de septembre.

Mercredi 7 septembre

Au **Japon**, sera communiqué l'**indice économique avancé** du mois de juillet. Sera également publié l'**indice « coïncident »** du mois de juillet.

Pour l'**Allemagne**, il faudra suivre le **résultat de la production industrielle** du mois d'août.

En **France**, seront communiqués les **résultats de la balance commerciale** du mois de juillet.

Au **Royaume-Uni**, il faudra suivre la **production industrielle** du mois de juillet et l'**indice des prix des maisons** du mois d'août.

Aux **États-Unis**, sera rendu **public l'indice Redbook** du 2 septembre.

Aux **Royaume-Uni**, une estimation de la **croissance du 3^{ème} trimestre** sera publiée.

Au **Japon**, une version affinée de la **croissance du 2^{ème} trimestre** sera communiquée. Seront également publiés le **résultat de la balance** et celui du **compte courant** du mois de juillet.

Jeudi 8 septembre

En **Chine**, seront rendus publics **les résultats de la balance commerciale** du mois de juillet.

Au **Japon**, il faudra suivre **les enquêtes « Economy Watchers »** du mois d'août.

En **France**, les résultats de **l'emploi non-agricole** seront communiqués. **La Banque de France** communiquera **sa deuxième évaluation de la croissance du 3^{ème} trimestre**.

L'OCDE publiera ses indicateurs avancés de septembre.

Au **Royaume-Uni**, il faudra regarder **l'évolution du taux de chômage** du mois de juin.

La **Banque centrale européenne** se réunit pour aborder **les questions relatives à la politique monétaire**.

Vendredi 9 septembre

En **Chine**, seront publiés **l'indice des prix à la production et celui des prix à la consommation** du mois d'août.

En **Allemagne**, seront communiqués **le résultat de la balance commerciale** de juillet et **l'indice des prix de gros** du mois d'août.

En **France**, seront connues **la production industrielle et la situation du budget de l'État** pour le mois de juillet.

En **Espagne**, sera publiée **la production industrielle** de juillet.

Au **Royaume-Uni**, il faudra regarder les résultats de la **balance commerciale et la production industrielle** de juillet. Sera communiqué **l'indice des prix** d'août.

Aux **États-Unis**, il faudra suivre **l'indice NFIB de l'optimisme des affaires** du mois d'août et **les stocks de gros** de juillet.

Samedi 10 septembre

Réunion Ecofin à Bruxelles

La Lettre Économique est une publication de Lorello Ecodata

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

Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation.

Sites Internet : www.lorelo.fr

Pour tout contact et correspondance

- Par téléphone : 06 03 84 70 36
- Par email : phcrevel@lorelo.fr
- Adresse : LORELLO ECODATA – 7, rue Falguière – 75015 Paris

Abonnement : à adresser à phcrevel@lorelo.fr

Je m'abonne à La Lettre Eco de Lorello Ecodata pour un an : 52 numéros de la lettre

Un lecteur : 750 euros TTC

De 2 à 10 lecteurs : 1 300 euros TTC

Au-delà de 10 lecteurs contacter le service abonnement

Pour garantir une mise en place rapide de votre abonnement, nous vous demandons de bien vouloir compléter l'ensemble des informations demandées.

Adresse de facturation

Nom -----

Prénom -----

Fonction: -----

Organisme: -----

Adresse: -----

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

Pays

Tél.: -----

E-mail:-----

Mode de paiement

Chèque bancaire à l'ordre de : LORELLO ECODATA

Virement bancaire

SARL LORELLO ECODATA

IBAN : FR76 3000 4014 9700 0101 8683 627 / BIC : BNPAFRPPNIC