

### L'édito de la semaine

- ✓ Nous n'en avons pas fini avec l'inflation !
- ✓ Comment sortir de l'emprise du vieillissement démographique ?

### Le Coin de l'épargne

- ✓ Marchés, une semaine aux signaux contradictoires
- ✓ Dixième relèvement consécutif des taux d'intérêt aux États-Unis
- ✓ Septième relèvement consécutif pour la BCE
- ✓ Le tableau des marchés financiers de la semaine
- ✓ Rétrogradation de la note de la dette publique de la France, quelles conséquences ?
- ✓ Apple à la conquête de l'épargne des ménages
- ✓ L'or au plus haut avec les achats des banques centrales
- ✓ Le taux du Livret A : une affaire d'État

### Le Coin de l'économie

- ✓ Services publics en France, un problème d'organisation ou de moyens ?
- ✓ Un krach immobilier est-il possible ?
- ✓ États-Unis et zone euro, pas égaux face aux crises

### D'hier à aujourd'hui

- ✓ Le parc automobile français en pleine mutation
- ✓ Inflation en zone euro, stop ou encore ?
- ✓ L'emploi toujours en mode positif
- ✓ L'emploi, en France, fait de la résistance
- ✓ Economie française, l'inflation dicte sa loi

### Le Coin des tendances

- ✓ Les gestionnaires d'actifs face à la nouvelle donne des marchés
- ✓ Israël, un anniversaire et des doutes

### Le Coin des graphiques

- ✓ Progression des ménages avec un seul actif
- ✓ Des pertes de pouvoir d'achat plus importantes pour les cadres que pour les ouvriers

### Le Coin de l'agenda économique

### Le Coin des statistiques



### **Nous n'en avons pas fini avec l'inflation !**

Au fil des mois, la décrue de l'inflation est devenue une belle arlésienne. Annoncée pour le second semestre 2022, son arrivée ne cesse d'être reportée de trimestre en trimestre. Depuis les années 1980, soit l'équivalent de deux générations, nous avons oublié la difficulté à mettre un terme à une vague de hausse des prix. La précédente, issue des deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979, avait duré de nombreuses années et n'avait été éteinte que par la mise en œuvre d'un dur processus de désinflation. La hausse des prix des années 2020 est le produit de l'épidémie de covid, responsable de la désorganisation des circuits de production, et de la guerre en Ukraine à l'origine de la hausse des cours de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles. En France, l'inflation se situe pour le 11<sup>e</sup> mois consécutif sur un plateau autour de 6 %. Depuis janvier 2021, les prix ont augmenté de 12 %. Ceux de l'énergie ont progressé de 41 % et ceux de l'alimentation de 20 %. Malgré les mesures de compensation sans précédent prises par l'État, ces hausses provoquent des pertes de pouvoir d'achat non négligeables pour un grand nombre de Français. Elles contribuent à l'accroissement des tensions sociales et au grippage des relations économiques. Le gouvernement est confronté à un dilemme : freiner les salaires pour éviter un deuxième tour inflationniste tout en évitant une cristallisation des mécontentements. Plus l'inflation perdurera, plus sera difficile le maintien d'une relative rigueur salariale. Or l'onde de choc tarde à se dissiper en raison de sa nature plurielle combinant facteurs conjoncturels et structurels. Les prix de l'énergie qui depuis la fin de l'année dernière se sont stabilisés devraient néanmoins rester élevés dans les prochaines années. La transition énergétique nécessite la réalisation d'investissements importants et coûteux. Du fait de leur caractère aléatoire, les énergies renouvelables imposent le développement de centrales électriques de secours et de capacités de stockage. Pour de nombreux secteurs économiques, en particulier ceux des transports, du bâtiment ou de la sidérurgie, la décarbonation est une source de surcoûts qui seront répercutés sur les consommateurs finaux. Les producteurs d'énergies fossiles devraient agir pour maintenir à un haut niveau leur cours afin de préserver leurs recettes et préparer la fin de ces dernières. Les pays de l'OPEP n'ont ainsi pas répondu favorablement aux demandes des Occidentaux d'accroître leur production après le déclenchement de la guerre en Ukraine ; bien au contraire, ils l'ont réduite. Les prix des produits alimentaires qui constituent le principal facteur d'inflation en ce début d'année 2023, sont portés par les multiples pénuries et l'augmentation des coûts de production mais aussi par les modifications réglementaires relatives aux relations entre producteurs et distributeurs. Le réchauffement climatique en compliquant l'accès à l'eau pourrait d'autant plus induire des hausses de prix que la demande mondiale en produits alimentaires est amenée à progresser dans les prochaines années en lien avec l'augmentation du niveau de vie au sein des pays émergents. Le vieillissement de la population est également un phénomène hautement inflationniste. Il se traduit par une contraction de la population active et une augmentation du nombre de retraités. Les pénuries de main-d'œuvre ne peuvent que se multiplier et favoriser la hausse des salaires. Ces pénuries concerneront en premier lieu les services domestiques dont les retraités sont d'importants



consommateurs. La compensation des effets inflationnistes du vieillissement passe par l'obtention de gains de productivité et par l'immigration. Or, les gains de productivité sont de plus en plus faibles. La tertiarisation de l'économie peut expliquer, en partie, cette évolution. Un rapport au progrès de plus en plus dégradé, pourrait également être à l'origine du déclin de la productivité en Occident. Le recours à l'immigration suscite quant à lui des résistances dans certains pays dont certains sont particulièrement concernés par le vieillissement de la population, à l'exemple de l'Italie ou du Japon.

La tentation souverainiste est un facteur d'inflation. La mondialisation a été un puissant outil de baisse des prix dans les années 1990 et 2000. La progression des salaires dans les pays émergents et la volonté des États occidentaux de relocaliser certaines activités sur leurs territoires engendrera des hausses de prix qui seront supportées par les consommateurs.

Au-delà des multiples facteurs conjoncturels et structurels précités, l'inflation pour s'épanouir et prospérer suppose l'existence de liquidités abondantes. Or celles-ci ont connu une croissance exponentielle depuis la crise financière de 2008/2009. La base monétaire a été multipliée par six aux États-Unis et par quatre en zone euro de 2007 à 2022, faisant planer le risque d'une véritable spirale inflationniste. En maintenant des déficits publics élevés, les États alimentent la hausse des prix que les banques centrales tentent de juguler en élevant leurs taux directeurs et en réduisant leur bilan. Cette opposition entre politique monétaire et politique budgétaire ralentit le processus de désinflation.

L'époque est à une inflation plus élevée. Impromptue et nouvelle, cette situation est propice à des solutions dirigistes contreproductives tant pour la lutte contre l'inflation que pour la croissance. Les pouvoirs publics seront incités à intervenir dans les mécanismes de constitution des prix. Comme la France l'a prouvé entre 1945 et 1983, une fois enclenché, il est très difficile de se défaire de cet interventionnisme. En faussant les règles du marché, il risque de générer de nombreux effets de rente. La lutte contre l'inflation passe par une réduction des liquidités en circulation et par une plus grande concurrence, concurrence qui a tendance à s'étioler par la constitution d'oligopoles dans de nombreux secteurs et, en particulier, dans celui de l'information et de la communication.

Philippe Crevel



### Marchés, une semaine aux signaux contradictoires

L'inflation continue à augmenter en Europe. L'emploi américain reste positif tout comme celui de la France. Les banques centrales américaine et européenne relèvent leurs taux directeurs mais le processus de hausses semble se rapprocher de son terme. Dans ce contexte chahuté, le Cac 40 a clôturé ce vendredi 5 mai sur un gain de 1,26 % à 7 432,93 points, mais en petite baisse sur l'ensemble de la semaine. Les indices des grandes places financières ont perdu également un peu de terrain.

L'économie américaine a créé 253 000 postes dans le secteur non agricole au mois d'avril, soit nettement plus que les 185 000 attendus. Les soldes des mois de mars et de février ont été révisés en baisse, de respectivement de 236 000 postes à 165 000 et de 311 000 à 248 000. Le taux de chômage a diminué de 0,1 point à 3,4 %, là où le marché tablait sur une hausse à 3,6 %, tandis que la hausse du salaire horaire moyen a accéléré à 4,4 %, contre une stabilisation à 4,2 % estimée.

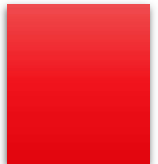
Les taux des obligations souveraines ont été peu affectés par les relèvements des taux directeurs qui avaient été largement anticipés. Les investisseurs ont été sensibles à l'idée que les banques centrales allaient bientôt arrêter de resserrer la politique monétaire.

Le prix du pétrole a continué de reculer cette semaine pour s'établir à 75 dollars le baril. Cette baisse intervient malgré la réduction d'un million de barils supplémentaires décidée par l'OPEP+. Le ralentissement de l'économie mondiale explique cet accès de faiblesse. Le rebond économique chinois serait moins fort qu'escompté. Par ailleurs, le pétrole russe arriverait à déjouer les embargos et se retrouverait sur le marché notamment en passant par la Turquie.

### Dixième relèvement consécutif des taux d'intérêt aux États-Unis

Mercredi 3 mai 2023, la FED a décidé de relever ses taux directeurs pour la dixième fois consécutive depuis le début de l'année 2022. Ce processus de relèvement est le plus rapide enregistré depuis quarante ans. La hausse d'un quart de point est néanmoins modérée. Après cette décision du comité de politique monétaire, la fourchette de taux s'établit désormais entre 5 % et 5,25 %.

Les marchés n'ont pas été surpris par l'annonce de la banque centrale américaine FED qui avait été largement anticipée. En revanche, les investisseurs espéraient que la banque centrale sonne la fin du cycle haussier avec une possible décreue des taux à partir de l'automne. En la matière, la FED est restée prudente. Son communiqué officiel de mai ne mentionne pas de nouvelles hausses pour les prochaines réunions à la différence du précédent communiqué. Le comité de politique monétaire a précisé qu'il prendra en compte « *les restrictions cumulées de la politique monétaire, le retard avec lequel la politique monétaire affecte l'activité économique et l'inflation, et les développements économiques et financiers* » avant de prendre une éventuelle décision de relèvement. En revanche, Jerome Powell a exclu l'hypothèse d'une baisse des taux cette année. Il a déclaré que « *nous pensons que l'inflation va diminuer, mais pas si vite* ». Dans son communiqué, la Fed



indique également qu'elle « *serait prête à ajuster sa position de politique monétaire de façon appropriée si des risques émergeaient qui pourraient empêcher l'atteinte de ses objectifs* ». Ces objectifs sont « *un taux d'emploi maximal et une inflation qui progresse de 2 % sur le long terme* ». Jerome Powell a toutefois souligné qu'en dépit d'une hausse de 5 points des taux directeurs depuis mars 2022, « *le chômage est aussi bas qu'avant* », et « *au plus bas depuis 15 ans* ». Le Président de la FED pense qu'il est « *possible de refroidir le marché du travail sans grosse augmentation du chômage* » tout en soulignant que l'histoire économique a plutôt montré l'inverse.

Parmi les « développements » que la Fed intégrera dans son analyse, figurent la situation des banques et l'évolution de l'accès au crédit qui est en baisse depuis le mois de mars pour les entreprises.

Les prochaines semaines aux États-Unis seront marquées par le problème du relèvement du plafond de la dette publique avec un risque de défaut de paiement en cas de persistance du désaccord politique entre Républicains et Démocrates. La date butoir est fixée au 1<sup>er</sup> juin.

### **Septième relèvement consécutif pour la BCE**

Jeudi 4 mai 2023, la BCE a relevé ses taux directeurs. La hausse a été de 25 points de base après avoir déjà connu six hausses consécutives entre 0,50 et 0,75 point depuis juillet. Les taux directeurs de la BCE se situent désormais dans une fourchette comprise entre 3,25 et 4 %, au plus haut depuis octobre 2008.

La BCE a rappelé que son objectif de réduction de l'inflation était intangible. « *Les décisions futures du Conseil des gouverneurs garantiront que les taux directeurs seront ramenés à des niveaux suffisamment restrictifs pour permettre un retour rapide de l'inflation à l'objectif à moyen terme de 2 % et seront maintenus à ces niveaux aussi longtemps que nécessaire* », précise le communiqué de la Banque centrale européenne.

Le relèvement avait été anticipé comme aux États-Unis. L'inflation est, en effet, toujours élevée et a même enregistré une légère progression en avril, passant de 6,9 à 7 % sur 12 mois. En revanche, l'inflation sous-jacente - qui exclut les prix très volatils de l'alimentation et de l'énergie, et qui, de fait, est privilégiée par la BCE - a légèrement reculé le mois dernier, passant de 5,7 à 5,6 %. Le choix d'une hausse de 25 points de base a néanmoins surpris un certain nombre d'analystes comme ceux de JP Morgan et de Bank of America qui tablaient sur un relèvement de 50 points de base, comme lors des réunions précédentes. La BCE a certainement pris en compte la dernière enquête publiée mardi sur la distribution du crédit en zone euro au premier trimestre, qui souligne un ralentissement notable du financement de l'économie par les banques. Le relèvement à minima des taux directeurs peut également s'expliquer par le fait qu'en parallèle la BCE a décidé d'arrêter entièrement ses réinvestissements au titre de son principal programme d'achat obligataire, l'Asset purchase programme (APP) à compter du mois de juillet. Depuis deux mois, elle avait commencé à réduire ses achats d'obligations en s'abstenant de réinvestir - pour 15 milliards d'euros par mois - les montants issus du remboursement des obligations inscrites à son bilan. Une forte hausse des taux directeurs aurait pu fragiliser les banques au moment où la BCE réduit les liquidités sur le marché en dégonflant son bilan. Elle a aussi accéléré les remboursements des TLTRO (targeted



longer-term refinancing operations), des prêts ciblés de long terme accordés aux banques à des conditions avantageuses lors de la crise sanitaire. Près de 500 milliards d'euros de ces financements arrivent à échéance en juin. La hausse du début de mois de mai décidée par la BCE ne devrait pas être la dernière. Les marchés parient sur un relèvement de 0,5 point des taux directeurs d'ici la fin de l'été en une ou deux fois.

### Le tableau des marchés de la semaine

	Résultats 5 mai 2023	Évolution sur une semaine	Résultats 30 déc. 2022	Résultats 31 déc. 2021
<b>CAC 40</b>	7 432,93	-0,78 %	6 471,31	7 153,03
<b>Dow Jones</b>	33 674,38	-1,24 %	33 147,25	36 338,30
<b>S&amp;P 500</b>	4 136,25	-0,60 %	3 839,50	4766,18
<b>Nasdaq</b>	12 235,41	+0,21 %	10 466,48	15 644,97
<b>Dax Xetra (Allemagne)</b>	15 961,02	-0,06 %	13 923,59	15 884,86
<b>Footsie (Royaume-Uni)</b>	7 778,38	-1,15 %	7 451,74	7 384,54
<b>Euro Stoxx 50</b>	4 340,43	-0,47 %	3 792,28	4 298,41
<b>Nikkei 225 (Japon)</b>	29 157,95	+2,46 %	26 094,50	28 791,71
<b>Shanghai Composite</b>	3 334,50	+0,34 %	3 089,26	3 639,78
<b>Taux OAT France à 10 ans</b>	+2,869 %	-0,017 pt	+3,106 %	+0,193 %
<b>Taux Bund allemand à 10 ans</b>	+2,282 %	-0,032 pt	+2,564 %	-0,181 %
<b>Taux Trésor US à 10 ans</b>	+3,452 %	+0,015 pt	+3,884 %	+1,505 %
<b>Cours de l'euro/dollar</b>	1,1025	-0,96 %	1,0697	1,1378
<b>Cours de l'once d'or en dollars</b>	2 015.80	+1,11 %	1 815,38	1 825,350
<b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars</b>	75,12	-5,77 %	84,08	78,140





## Rétrogradation de la note de la dette publique de la France, quelles conséquences ?

Le 28 avril dernier, l'agence Fitch a abaissé la note de la dette publique française de AA à AA-. Les deux autres grandes agences, Moody's et Standard & Poor's pourraient également réviser à la baisse leur note concernant la France.

Ces notes reflètent les capacités d'emprunt des États. Pour les fixer, les agences prennent en compte la situation économique, financière et politique des États. Ces notes influent dans une certaine mesure sur le niveau des taux d'intérêt proposés par les investisseurs sur le marché obligataire et sur la liquidité de ce marché. Elles concernent directement les emprunts publics mais entraînent également des conséquences sur les emprunts souscrits par les autres acteurs économiques qui sont censés ne pas pouvoir être mieux notés que l'État dont ils dépendent. L'effet à court terme sur les taux est faible mais, à moyen terme, cela signifie une hausse pour tous les prêts avec, à la clef, un écart plus important avec les États les mieux notés. Pour les pouvoirs publics, c'est un surcoût pour le service de la dette qui absorbe déjà plus de 50 milliards d'euros par an. Pour les autres emprunteurs, c'est également une augmentation des coûts à prévoir.

La France a perdu son triple A, la meilleure note, entre 2012 et 2013. Au 28 avril 2023, elle est AA1 pour Moody's, AA pour Standard & Poor's et donc AA- pour Fitch. Sont notés triple A par les trois agences, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas, Danemark, l'Australie, la Norvège, la Suède et Singapour.

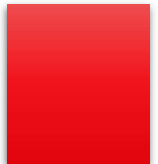
Pour justifier la baisse de la note de la France, l'agence Fitch a notamment souligné « l'impasse politique et les mouvements sociaux » qui limiteraient les capacités de réforme du gouvernement. L'agence n'imagine pas une réduction rapide du déficit public. Ce dernier s'est élevé à 4,7 % du PIB en 2022, soit plus de deux points au-dessus de la moyenne des pays classés AA (2,3 % du PIB). Cette dégradation était, par ailleurs, assez logique compte tenu du niveau atteint par la dette publique française, plus de 111 % du PIB, niveau qui était le plus élevé au sein des États classés AA. Fitch ne prévoit pas d'amélioration en la matière. En 2027, l'agence s'attend à une dette publique de 114,3 % du PIB, soit 17 points au-dessus de son niveau pré-pandémie. Autre point d'inquiétude, Fitch considère que la croissance annuelle moyenne du PIB ne sera que de 1,1 % de 2023 à 2027, quand Bercy parie sur un taux se situant entre 1,7 et 1,8 %. La disparition des gains de productivité et la faible croissance du taux d'emploi font craindre une baisse de la croissance potentielle de la France.

Le prochain rendez-vous pour la notation de la France sera le 2 juin prochain avec la décision de S&P (aujourd'hui notée AA avec perspective négative).

## Apple à la conquête de l'épargne des ménages

Aux États-Unis, le lancement du livret d'épargne d'Apple a rencontré un vif succès avec une collecte de près d'un milliard de dollars en quatre ours.

Le 17 avril dernier, Apple a lancé aux États-Unis, son compte épargne « Savings », destiné aux utilisateurs de sa carte de paiement Apple Card. Ce compte épargne est géré en collaboration avec la banque américaine Goldman Sachs, déjà en charge des comptes



dédiés à l'Apple Card, moyen de paiement lancé en 2019. Le succès de ce compte d'épargne provient de sa simplicité et de sa rémunération (4,15 %). L'offre s'intègre dans l'écosystème d'Apple conçu pour fidéliser les clients de la marque. En une semaine 240 000 comptes ont été ouverts. Le versement moyen a été de 4 000 dollars.

Apple réfléchit à la diffusion de ce produit au-delà des États-Unis. Cela suppose de trouver des partenaires financiers prêts à jouer le jeu et capables de rémunérer à des taux élevés de l'épargne liquide.

### **L'or au plus haut avec les achats des banques centrales**

Ces derniers jours, l'once d'or s'échangeait à plus de 2 000 dollars l'once quand son cours ne dépassait pas 1 300 dollars en 2018. En période d'inflation et d'incertitudes, l'or reste une valeur refuge. La volonté de certains pays de réduire leur exposition au dollar explique également la progression de son cours.

Par sa rareté, sa densité, son éclat et sa pérennité, l'or a toujours occupé une place à part dans les échanges. Il y a plus de 6 000 ans, les Égyptiens exploitaient déjà l'or du Nil. Les premières mines ont été ouvertes il y a plus de 5 000 ans. L'utilisation de l'or comme monnaie intervient six siècles avant notre ère, entre 561 et 546 av. J.-C. (dates de début et de fin de règne du roi Crésus sur la Lydie, pays d'Asie Mineure). Il tenait ses richesses du Pactole, la rivière qui cachait une multitude de paillettes d'or. Depuis cette époque, l'or est un symbole de richesse et de puissance. Le métal précieux est également une source de fantasmes. Par sa rareté, l'or permettait une régulation assez facile par les autorités. Sa résistance et sa densité sont deux caractéristiques clés qui lui ont permis de jouer le rôle d'étalon et de réserve.

177 200 tonnes d'or auraient été extraites depuis les origines. Ce volume se répartit entre la bijouterie (85 900 tonnes), l'épargne (35 500 tonnes), les réserves des banques centrales ainsi que des autres institutions officielles comme le FMI (30 500 tonnes) et les applications industrielles (21 600 tonnes). Les réserves des gisements encore à exploiter sont évaluées à 54 000 tonnes d'or (source : World Gold Council).

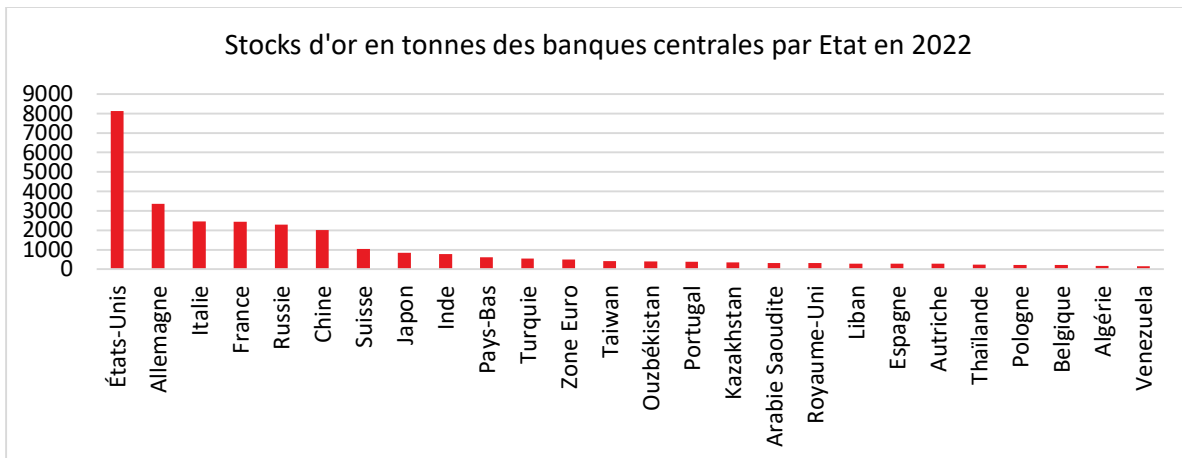
Malgré la fin de la convertibilité du dollar en or, le 15 août 1971, et les Accords de la Jamaïque des 7 et 8 janvier 1976 qui ont supprimé officiellement son rôle d'étalon, l'or demeure un des éléments de réserve des grandes banques centrales. Il est un marqueur de puissance. Les États émergents ont, à ce titre, acquis de l'or ces dernières années afin de se mettre au niveau de leur nouveau statut économique et financier. Les réserves de change atteignent 12 000 milliards de dollars. Le stock d'or des banques centrales représente de son côté 1 850 milliards de dollars.

Depuis trois ans, le métal précieux bénéficie de la succession des crises en jouant son rôle de traditionnelle valeur refuge. La hausse de son cours est avant tout la conséquence des achats opérés par certaines banques centrales. Ainsi, en janvier, selon le FMI, elles ont acquis, en valeurs nettes, 31 tonnes d'or. Depuis un an, les achats mensuels varient entre 20 et 60 tonnes, ce qui est élevé au regard de la tendance observée avant la crise sanitaire. Les banques centrales mondiales ont ainsi acheté 1 136 tonnes d'or en 2022. Ce chiffre, qui représente la plus grande quantité achetée par les banques centrales en 55 ans, est supérieur de 152 % aux 450 tonnes qu'elles ont





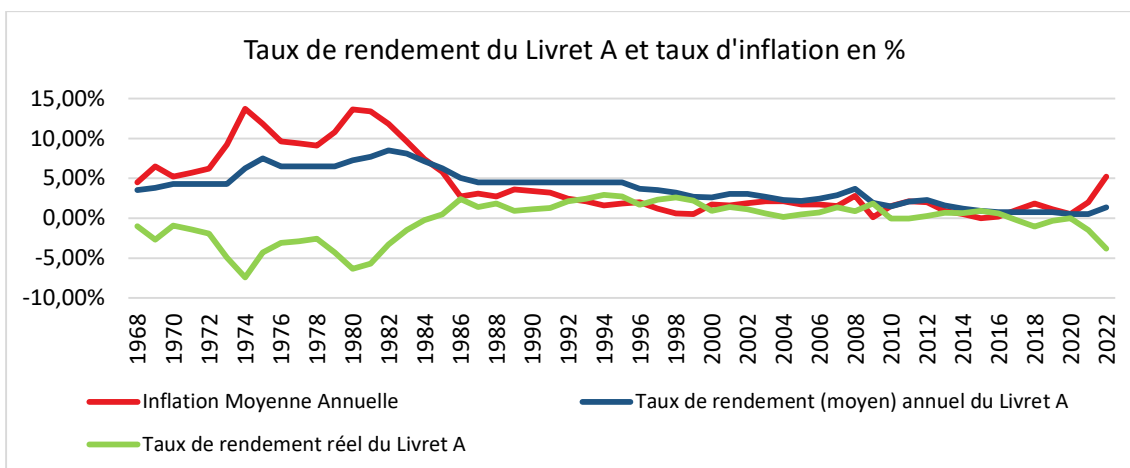
achetées en 2021. Les pays émergents continuent à être les principaux acheteurs. Ils placent ainsi une partie de leurs réserves de change en or afin de crédibiliser leur politique monétaire et d'être moins dépendant du dollar qui est la première monnaie de réserve au monde (60 %). Le plus gros acheteur déclaré en 2022 a été la Turquie dont la banque centrale possède 565 tonnes d'or. La Banque populaire de Chine (BPoC) reste très présente sur ce marché, son stock d'or dépassant 2 025 tonnes. La Banque nationale du Kazakhstan est également active et possède un stock de 356 tonnes.



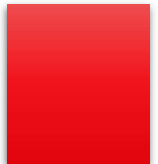
Cercle de l'Épargne – données FMI

### Le taux du Livret A : une affaire d'État

La fixation du taux du Livret A est une affaire d'État donnant lieu à d'importants débats sans fin. Avec la résurgence de l'inflation, cette question a gagné en acuité. L'épargne du Livret A doit-elle être protégée de la hausse des prix ou pas et dans quelles limites ? À France Info, mercredi 3 mai 2023, le Ministre de l'Économie a indiqué que « ma première responsabilité, c'est de protéger l'épargne des Français, surtout dans cette période de crise, c'est extrêmement important ». Avec une inflation annuelle de 6 %, le taux réel du Livret A est négatif de trois points. Il faut remonter aux débuts des années 1980 pour retrouver une telle situation.



Cercle de l'Épargne - INSEE



Depuis 2004, la fixation du taux du Livret A est établie en fonction d'une formule dont l'instauration visait à protéger les épargnants des effets de l'inflation. L'objectif était, par ailleurs, de déconnecter la fixation de ce taux de considérations d'ordre politique. Les conditions de fixation de ce taux ont été, à plusieurs reprises, modifiées, sans pour autant supprimer l'aspect éminemment politique de la décision. À plusieurs reprises depuis 2004, les gouvernements ont dérogé aux règles de fixation.

La formule en vigueur a été définie par l'arrêté du 21 janvier 2021 relatif aux taux d'intérêt des produits d'épargne réglementée. L'arrêté précise ainsi que le taux des livrets A, des livrets d'épargne institués au profit des travailleurs manuels, et des livrets de développement durable et solidaire sont égaux, après arrondi au dixième de point le plus proche ou à défaut au dixième de point supérieur, au chiffre le plus élevé entre les a et b ci-dessous :

a) La moyenne arithmétique entre :

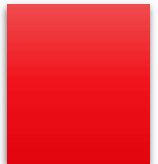
- la moyenne semestrielle des taux à court terme en euros (€STR) tels que définis par l'orientation modifiée (UE) 2019/1265 de la Banque centrale européenne du 10 juillet 2019 sur le taux à court terme en euros (€STR) ;
- l'inflation en France mesurée par la moyenne semestrielle de la variation sur les douze derniers mois connus de l'indice INSEE mensuel des prix à la consommation, hors tabac, de l'ensemble des ménages (série : 001763852) ;

b) 0,5 %.

La Banque de France calcule ces taux chaque année les 15 janvier et 15 juillet. Elle transmet le résultat du calcul dans les quatre jours ouvrés au directeur général du Trésor. Lorsque le résultat du calcul conduit à modifier les taux, le directeur général du Trésor fait procéder à la publication des nouveaux taux au Journal officiel de la République française.

Le ministre de l'Économie dispose d'une marge d'appréciation dans la fixation du taux quand, à l'occasion de son calcul, la Banque de France estime que des circonstances exceptionnelles justifient une dérogation au nom, notamment, de la préservation du pouvoir d'achat des épargnants. Dans ce cas, le Gouverneur transmet l'avis et les propositions de taux de la Banque de France au ministre chargé de l'économie. Les taux sont maintenus à leur niveau antérieur et le ministre chargé de l'économie examine l'opportunité de les modifier. Au mois de janvier, la Banque de France a permis ainsi au ministère de l'Économie de ne pas appliquer la formule. Celle-ci aurait conduit à revaloriser le taux du Livret A à 3,2 %.

L'arrêté du 21 janvier permet également des modifications exceptionnelles en dehors des deux rendez-vous classiques du 1<sup>er</sup> février et du 1<sup>er</sup> août. Au 15 avril et au 15 octobre de chaque année, si la Banque de France estime que la variation de l'inflation ou des marchés monétaires le justifie, le gouverneur de la Banque de France peut proposer au ministre chargé de l'économie de réviser les taux au 1<sup>er</sup> mai ou au 1<sup>er</sup> novembre. À cette fin, il transmet un courrier au ministre chargé de l'économie, dans les quatre jours ouvrés suivant le 15 avril ou le 15 octobre.



## **Quel taux du Livret A le 1<sup>er</sup> août 2023 et pour quelles conséquences ?**

Avec, sur ces six derniers mois, une inflation moyenne qui devrait se situer autour de 6 % et un taux ester qui devrait avoisiner les 2,5 à 3 %, le taux du Livret devrait se situer autour de 4,3/4,5 % le 1<sup>er</sup> août prochain. Comme au mois de janvier, la Banque de France devrait laisser la responsabilité au gouvernement de fixer le taux.

Une augmentation du taux du Livret A a des conséquences financières, économiques et fiscales. Tous les acteurs économiques sont concernés par cette revalorisation.

### **Pour les ménages**

Une augmentation d'un point du Livret A permettrait une moindre perte de pouvoir d'achat de l'épargne même si, dans les faits, il est difficile de mettre sur le même plan épargne et l'indice des prix à la consommation. Il faudrait comparer avant tout le rendement du Livret A avec les autres rendements des placements financiers ou immobiliers. Un passage à 4 % voire plus mettrait le rendement réel du Livret A autour de -2 % contre -3 % actuellement.

Le gain pour les épargnants du Livret A et du LDDS serait sur une année de 5,4 milliards d'euros. Pour un Livret A moyen, le gain d'un point de plus serait de 58 euros (encours moyen de 5 800 euros).

Un taux de 4 % devrait inciter les ménages à épargner davantage comme cela est déjà constaté depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2022. Le taux d'épargne reste supérieur à son niveau d'avant crise sanitaire, 16,7 % au lieu de 15 %. Depuis le mois de septembre, les ménages réduisent leurs liquidités qui dormaient sur leurs comptes courants. L'encours de ces derniers est passé de 542 à 509 milliards d'euros de septembre 2022 à février 2023 (source Banque de France).

Le relèvement de 2 à 3 % du Livret A a provoqué une forte collecte durant tout le premier trimestre (20 milliards d'euros). Le Livret A ainsi enregistré son meilleur premier trimestre depuis la banalisation de la commercialisation en 2009.

### **Pour les établissements financiers**

Les ressources du Livret A sont centralisées à 60 % par la Caisse des dépôts et consignations et conservées donc à 40 % par les banques.

L'emploi de ces ressources doit permettre de financer la rémunération du Livret A à laquelle s'ajoutent les frais de gestion. La Caisse des dépôts facture ainsi des frais de collecte autour de 0,3 % au profit des banques.

Les ressources du Livret A et du LDDS servent à financer les bailleurs sociaux, les collectivités locales et des PME. Pour assurer la liquidité du Livret A, la moitié des ressources est affectée au fonds d'Épargne qui acquière des titres publics (titres monétaires et OAT). Avec un coût global de ressource autour de 4,3 %, les établissements financiers ont peu d'emplois sûrs offrant ce rendement.



Un taux du Livret A élevé peut cannibaliser les autres placements. Des placements à plus long terme comme les fonds euros sont moins bien rémunérés, ce qui n'est pas logique. Un placement long est supposé plus à risque qu'un placement court ce qui suppose une meilleure rémunération. Par rapport aux autres produits de court terme comme les livrets bancaires, le taux du Livret A pourrait rapporter plus de deux fois plus. Il serait également nettement plus rémunérateur que le rendement des fonds euros de l'assurance vie.

Depuis le mois de septembre, les épargnants réduisent leurs liquidités non rémunérées sur leurs comptes courants au profit du Livret A et du LDDS, ce qui génère un coût pour les banques.

### **Pour le logement social et les collectivités locales**

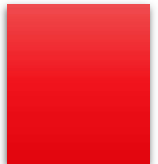
Les établissements financiers pourraient être contraints de relever les taux d'emprunts pour les acteurs éligibles. Ces derniers pourraient être tentés de rechercher d'autres moyens de financer ou de renoncer à leurs projets d'investissement. L'autre solution pour les établissements financiers serait de réduire leurs marges.

### **Pour l'État**

Le Livret A comme le LDDS ont un coût pour les pouvoirs publics du fait de la double exonération, fiscalité et prélèvements sociaux. Avec un taux de 4 %, le manque à gagner atteint 6,42 milliards d'euros, contre 4,8 milliards d'euros à 3 %. Ce manque à gagner est à relativiser car il n'est pas prouvé que les ménages auraient placé la totalité des sommes sur un placement fiscalisé.

La revalorisation du taux du Livret A pourrait également réduire les dividendes versés à l'État par la Caisse des dépôts et consignations. Ces dividendes s'étaient élevés à 2,5 milliards d'euros en 2021. À la marge, les banques pourraient acquitter moins d'impôt sur les sociétés.

La fixation du taux du Livret A est un sujet éminemment politique qui dépasse l'importance de ce produit dont l'encours est bien plus faible que celui de l'assurance vie. En instituant une formule, les gouvernements espéraient pouvoir échapper aux polémiques sur le taux du Livret A. Or, il n'en est rien. Compte tenu du caractère changeant de la conjoncture, les pouvoirs publics sont amenés à arbitrer entre des objectifs contradictoires. La préférence donnée à la consommation et donc à la croissance peut justifier un faible taux de Livret A. En période d'inflation, les ménages ont tendance à réduire leur consommation – comme cela est constaté par l'INSEE depuis plusieurs mois – tout en essayant de maintenir voire de renforcer leur épargne de précaution. Le développement du logement social que le gouvernement souhaite également encourager exige un taux le plus bas possible pour le Livret A. Si demain, EDF est autorisée à se financer à partir des ressources du Livret A pour réaliser son programme de construction de centrales nucléaires, il en sera de même.



Après l'adoption de la réforme des retraites, le gouvernement est invité à réaliser quelques concessions en faveur des ménages. La revalorisation du taux du Livret A pourrait faire partie de celles-ci. Ce dernier, comme l'a indiqué Bruno Le Maire, sera donc revalorisé le 1er août prochain mais certainement moins que ce que la simple application de la formule permettrait. Un taux autour de 3,5 % est sans nul doute probable.

## LE COIN DE L'ÉCONOMIE

### Services publics en France, un problème d'organisation ou de moyens ?

Depuis plusieurs années, la question du manque de ressources est avancée pour expliquer la dégradation des services publics en France (santé, éducation, transports, etc.). Les difficultés des services publics en France sont-elles provoquées par un déficit de moyens financiers ou par des problèmes d'organisation ?

#### Le service de santé, une faible efficience

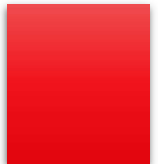
La crise sanitaire a souligné les problèmes auxquels est confronté le système de santé français. Ces problèmes sont multiples et anciens. Les déserts médicaux se développent sur fond d'insuffisance du nombre de praticiens disponibles. La saturation des services d'urgence provient de la disparition des médecins de garde. Les hôpitaux accumulent tout à la fois sous-investissement et déficits. La logique comptable qui aurait été retenue par les pouvoirs publics avec l'instauration de la tarification à l'activité a été jugée, en partie, responsable de la désorganisation des hôpitaux.

Par rapport à ses partenaires, la France, tout en dépensant plus que ses partenaires, a moins de médecins et de lits. Les dépenses publiques de santé représentaient, selon Eurostat, 9,2 % du PIB, en 2022, en France, contre 8,5 % en Allemagne ou aux Pays-Bas et 7,8 % du PIB en Finlande.

La France comptait, selon l'OCDE, 5,7 lits pour 1 000 habitants, contre 7,1 en Autriche et 7,8 en Allemagne. Les Pays-Bas n'en comptaient, en revanche, que 2,9 et la Finlande 2,8. La France a, à partir des années 2000, pris le parti de développer l'ambulatoire en réduisant le nombre de lits.

En 2021, le nombre de médecins pour 1 000 habitants était, toujours selon l'OCDE, de 3,4 en France, contre 5,5 en Autriche, 5 en Allemagne, 3,8 aux Pays-Bas et 3,7 en Finlande. La France se caractérise par ailleurs par la faible rémunération des professionnels de santé. En moyenne, la rémunération du personnel infirmier en hôpitaux était, en 2020, selon l'OCDE, de 35 531 euros, contre 60 051 euros en Allemagne. Pour les médecins spécialistes, la rémunération est également deux fois plus élevée Outre-Rhin.

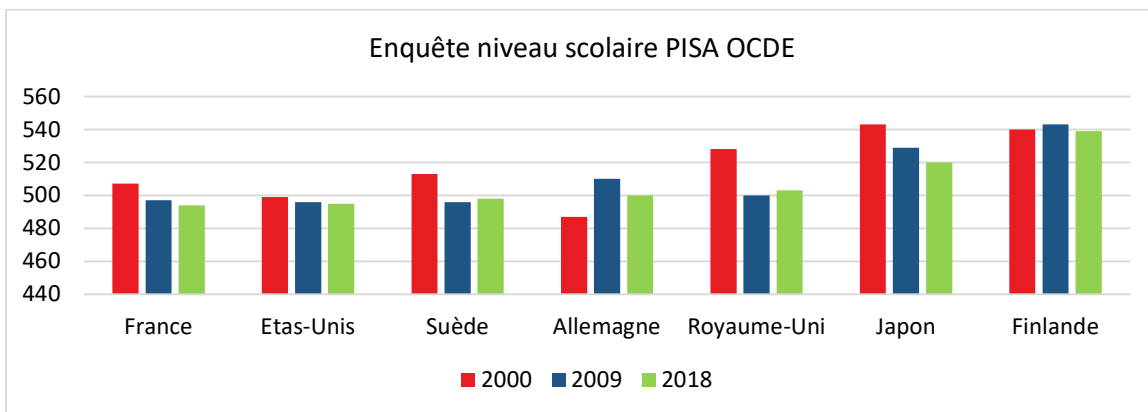
La France souffre en matière de santé d'une faible efficience de la dépense publique. Les problèmes sont connus de longue date. Les relations entre la médecine de ville et les hôpitaux sont insuffisantes. Les médecins généralistes devraient être rattachés à des établissements de santé et bénéficier d'un accès plus aisé à des outils de



diagnostics. La généralisation des cabinets médicaux pluridisciplinaires est lente à se concrétiser. Faute de moyens, les médecins de ville ne peuvent pas recruter des assistants pouvant les épauler. Les relations sociales entre les différentes catégories de personnel au sein des hôpitaux demeurent complexes et sources de dysfonctionnements. La productivité y est faible. L'attractivité des professions de santé tend à décliner en raison des rémunérations faibles et de la lourdeur du travail. La prévention et le dépistage sont faibles en France en comparaison des pratiques en Europe. Seulement 25 % des Français y ont accès à la prévention quand ce taux dépasse 50 % en moyenne en Europe. Ce faible score français est obtenu malgré des dépenses en la matière qui sont comparables à celles des autres pays européens (autour de 0,7 point de PIB).

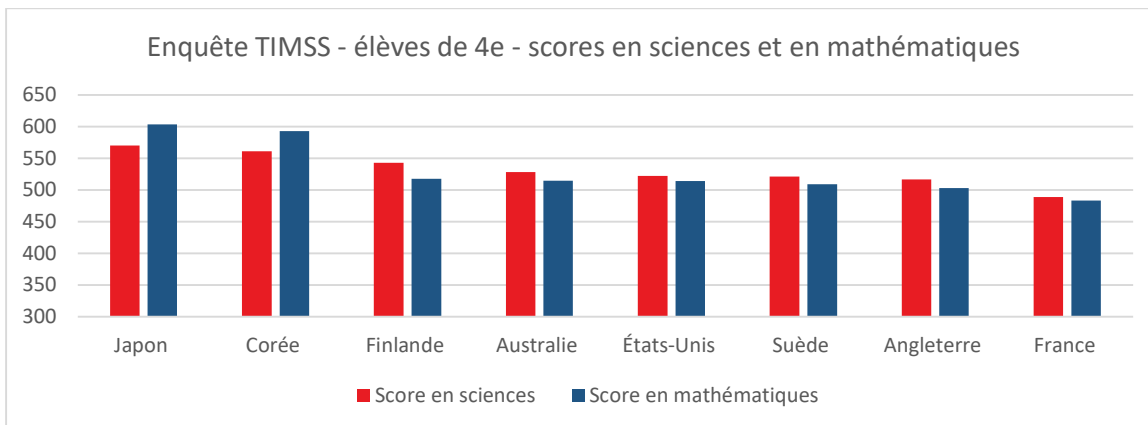
### Le service de l'éducation, une baisse de niveau et de motivation

Les dépenses publiques d'éducation représentaient, en 2021, selon l'OCDE, 5,3 % du PIB, contre 4,5 % en Allemagne et 5 % aux Pays-Bas. En Europe, seule la Finlande dépense plus que la France pour l'éducation. Or, depuis plus de vingt ans, la France décline dans les classements concernant le niveau des élèves.



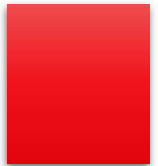
Cercle de l'Épargne – données OCDE

La France occupe les derniers rangs de l'OCDE pour les mathématiques et les sciences.



Cercle de l'Épargne – données TIMSS – IEA - ISC



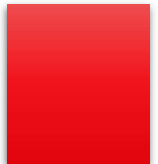


La France se caractérise par le nombre élevé de jeunes qui ne sont ni en emploi, ni en formation (NEETS). La proportion des 15 à 29 ans dans cette situation était, selon l'OCDE, en 2022, de 15,5 % en France, contre 10 % en Allemagne et 7,8 % aux Pays-Bas. Le taux de chômage des moins de 25 ans en 2022 s'élevait à 16 % en France, contre 5 % en Allemagne et 6 % aux Pays-Bas.

Le système éducatif français est plus rigide, plus centralisé que celui de ses partenaires européens. Les techniques d'éducation demeurent traditionnelles, magistrales et peu axées sur l'esprit d'initiative des élèves. L'arrivée des technologies de l'information et de la communication y est tardive. De nombreux établissements scolaires sont vétustes. Le salaire moyen des enseignants est, en France, bien plus faible que celui enregistré dans les autres pays européens. Un enseignant du primaire gagnait, en 2021, selon l'OCDE, 38 000 euros en France, contre 64 000 en Allemagne, 55 000 aux Pays-Bas ou 54 000 euros en Finlande. Les faibles rémunérations conduisent à une faible attractivité du secteur de l'éducation. La formation du personnel enseignant est relativement faible ce qui n'est pas sans conséquence sur le niveau des élèves. Une décentralisation accrue du système éducatif avec une meilleure allocation des ressources serait sans nul doute nécessaire. Les moyens alloués devraient être mieux proportionnés aux situations locales. Des établissements accueillant des jeunes d'origines diverses doivent bénéficier d'un soutien logistique plus élevé que ceux dont les origines des élèves sont plus homogènes.

### **Un service public de l'emploi perfectible**

La France a connu un chômage de masse plus longtemps que la moyenne de ses partenaires. La décrue y a été plus lente et moins forte. En 2022, le taux de chômage était de 7,2 % de la population active, contre moins de 5 % en Allemagne, aux Pays-Bas ou en Autriche. Le taux de chômage de longue durée était de 2 % en France, contre 1 % en Autriche, de 0,8 % en Allemagne et de 0,5 % aux Pays-Bas. En matière d'indemnisation du chômage, la France enregistre un niveau de dépenses supérieur aux autres pays européens. Pour les dépenses actives en faveur du marché du travail (formation, aides à la réinsertion, etc.), la France est dans la moyenne européenne. En dépenses passives, la France consacrait, en 2022, selon l'OCDE, 3,2 % du PIB, contre 1,4 % en Allemagne. Les dépenses actives s'élevaient à 0,75 % du PIB, en 2022, comme l'Autriche. Elles étaient de 0,6 % du PIB en Allemagne et de 0,8 % en Finlande. L'essor de l'alternance et de l'apprentissage, depuis 2018, est réel en France. Un million de contrats ont été signé en 2022, contre 300 000 en 2017. Malgré le Plan d'investissement dans les compétences qui a pour objectif de former deux millions de personnes en cinq ans, les problèmes d'accompagnement des demandeurs d'emploi demeurent. En 2022, seulement 670 000 d'entre eux ont bénéficié d'une formation sur un total supérieur à 2,2 millions de chômeurs (au sens du Bureau international du travail). L'insuffisance de l'évaluation des politiques du marché du travail.



La France réorganise en permanence son système d'aide à l'emploi. Pôle Emploi était né de la fusion des Assedic et de l'ANPE. Le 1<sup>er</sup> janvier 2024, Pôle emploi devient France travail. Au-delà du changement de nom, France travail doit contribuer à l'objectif de plein emploi. Ce nouveau réseau s'appuiera sur trois opérateurs :

- France travail (ex-Pôle emploi) ;
- France travail jeunes (missions locales) ;
- France travail handicap (Cap emploi).

Le système public de l'emploi est et restera complexe du fait de la dispersion des compétences entre acteurs nationaux et locaux. Les demandeurs d'emploi les plus fragiles sont mal suivis. Les prestations sont peu conditionnées à des suivies de formation ou à des actions volontaires de réinsertion professionnelle.

La France, dont les dépenses publiques absorbent 58 % du PIB, ne manque pas de moyens par rapport à ses partenaires. La faible efficacité de ses services publics est à mettre au compte de problèmes d'organisation et d'une mauvaise allocation des ressources. Les professionnels de la santé comme ceux de l'éducation sont notoirement mal payés, ce qui génère une forte amertume et un désengagement. La lourdeur des procédures administratives réduit l'initiative et la diffusion des innovations que ce soit en matière de santé ou d'éducation.

### **États-Unis et zone euro, pas égaux face aux crises**

En provoquant une hausse des cours de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles, la guerre en Ukraine conduit à un transfert de revenus au profit des pays exportateurs de ces produits. Elle influe donc sur le partage des revenus que ce soit pour les États, les ménages ou les entreprises. Tous les pays occidentaux ne sont pas dans la même situation.

Depuis 2018, les États-Unis dégagent un excédent extérieur pour l'énergie qui s'est amplifié depuis le début de la guerre en Ukraine. La hausse des prix de l'énergie ne provoque donc pas aux États-Unis de transfert au profit du reste du monde. Au contraire, ils bénéficient d'un apport de revenus. Il n'en demeure pas moins que, depuis 2021, les ménages américains subissent une perte de pouvoir d'achat due dans un premier temps à la hausse du chômage, puis dans un second temps à celle des prix. Les salaires n'ont augmenté que de 5 % en 2022 quand l'inflation a dépassé les 8 %. En revanche, avec l'augmentation du taux d'emploi, le revenu disponible brut s'est amélioré en 2022 sans retrouver la progression qu'il connaissait avant la crise sanitaire. De 2010 à 2021, les entreprises américaines ont bénéficié d'une hausse de leur taux de marge bénéficiaire. Cette évolution est imputable à une déformation du partage des revenus au détriment des salariés, aux aides publiques en forte progression depuis 2020 et à la forte hausse des profits des sociétés pétrolières et gazières. Ces derniers ont dépassé 250 milliards de dollars en 2022 contre une centaine durant la période 2011/2017.

L'État américain a-t-il accru le déficit public en augmentant ses dépenses sans relever à due concurrence les impôts ? Après être passé de 3 % du PIB à 14 % du PIB de 2019 à 2020, il est depuis revenu autour de 4 % du PIB. Les politiques de soutien de l'industrie, de la transition énergétique et les dépenses militaires expliquent le niveau



élevé de ce déficit. Le partage des revenus s'effectue donc essentiellement au détriment des ménages et de l'État aux États-Unis.

Depuis le début de la guerre en Ukraine, la zone euro subit un important prélèvement lié à l'augmentation du prix des importations d'énergie. Sa balance commerciale qui était structurellement excédentaire devient déficitaire. Un transfert de plusieurs points de PIB est ainsi réalisé au profit des pays exportateurs de pétrole et de gaz naturel.

Les entreprises européennes sont touchées par la hausse de leurs coûts. Leur taux de marge bénéficiaire ne retrouve qu'à la fin de l'année 2022 son niveau de 2019. Le niveau de la production reste pour de nombreux États inférieur à celui d'avant la crise sanitaire. C'est le cas, en particulier, pour la France. Les ménages de la zone euro subissent une contraction de leur pouvoir d'achat évaluée autour de 2 %. Les salaires augmentent moins vite que les prix, à un niveau comparable à celui des États-Unis, soit respectivement 4 et 8 %. Depuis 2020, les États compensent tout ou partie des effets de la crise sanitaire puis de la guerre en Ukraine en soutenant les ménages et les entreprises. Le déficit public est ainsi passé de 0,5 % à 7 % du PIB de 2019 à 2020 avant de revenir à 4 %.

En zone euro, les États sont les plus affectés par la succession des crises. Les ménages subissent des pertes d'achat en partie compensées. Les entreprises sont également épaulées et arrivent à retrouver des taux de marges acceptables à la fin de 2022.

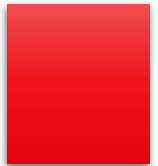
Les États-Unis sont dans une situation bien plus confortable que la zone euro grâce à leur indépendance énergétique et à la force du dollar. Les entreprises américaines investissent un à deux points de PIB de plus que celles de la zone euro, en particulier dans le domaine de la transition énergétique et du digital. La zone euro enregistre un déficit commercial avec une production industrielle pénalisée par l'augmentation des coûts. Le premier producteur de véhicules, l'Allemagne, est confronté à la concurrence des constructeurs chinois et américains qui ont opté pour la motorisation électrique.

### **Un krach immobilier est-il possible ?**

Toute remontée des taux, surtout quand elle est rapide et forte, est susceptible de provoquer une baisse sensible de l'immobilier et d'amener à une crise bancaire en raison d'un nombre important de défauts sur les crédits.

Aux États-Unis, de 2020 à 2023, les taux des prêts immobiliers à 10 ans ont doublé passant de 3 à plus de 6 %. Au sein de la zone euro, les taux aux ménages à 10 ans atteignent en 2023, plus de 3 % en moyenne, contre 1,6 % en 2020. Ils ont ainsi retrouvé leur niveau de 2012 à la nuance près que, à cette époque, l'inflation était bien plus faible.

La remontée des taux a provoqué une baisse des prix de l'immobilier résidentiel et commercial aux États-Unis d'environ 5 % en 2022. Le prix des logements avait connu une hausse sans précédent ces vingt dernières années. Il a été multiplié par quatre entre 1996 et 2022. Les locaux commerciaux ont enregistré une multiplication par 3,5 de leur prix. En zone euro, la baisse des prix a commencé plus tardivement, à la fin de



l'année 2022. Elle est plus sensible pour les locaux commerciaux que pour les logements, respectivement. En ce début d'année 2023, elle est minime par rapport à la progression de ces vingt dernières années (multiplication par 2,5 pour les logements et par deux pour les locaux commerciaux).

Pour le moment, la hausse des taux d'intérêt n'a pas provoqué d'augmentation sensible du taux de défaut des ménages sur les crédits immobiliers. Ce taux est de 4 % aux États-Unis, contre plus de 10 % lors de la crise des subprimes. Dans ce pays, par ailleurs, l'encours des crédits immobiliers résidentiels représente 50 % du PIB en 2023, contre plus de 70 % en 2008. En Europe, le taux de défaut est au plus bas, soit moins de 1 % avec un encours de crédits qui est, en revanche, en hausse : 40 % du PIB en 2023, contre 32 % en 2008. Pour les crédits pour la construction ou l'acquisition de locaux commerciaux, le taux de défaut est un peu plus élevé en zone euro, autour de 4 % contre moins de 1 % aux États-Unis.

La situation est aujourd'hui relativement sous contrôle de part et d'autre de l'Atlantique. La poursuite du mouvement de baisse des prix de l'immobilier pourrait néanmoins avoir quelques conséquences. Aux États-Unis, les prix pourraient baisser de 20 % pour le résidentiel et de 24 % pour le commercial. En zone euro, les baisses respectives se situeraient autour de 5 et 8 %. Cette diminution pourrait provoquer une augmentation du taux de défaut, en particulier aux États-Unis où le marché est plus hypothécaire qu'en Europe. Le recul de l'endettement immobilier, ces quinze dernières années dans ce pays limite néanmoins le risque. Les pertes pour les banques pourraient atteindre près de 1,5 point de PIB.

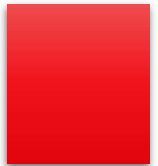
Compte tenu des besoins en logements et de la raréfaction du foncier, la chute des cours de l'immobilier résidentiel est pour le moment contenue. Le maintien de taux d'intérêt réels négatifs y concourt également. La situation pourrait être un peu plus complexe pour les locaux commerciaux et les bureaux compte tenu du développement de l'e-commerce et du télétravail.

### **Comment sortir de l'emprise du vieillissement démographique ?**

Tous les pays de l'OCDE sont confrontés au vieillissement de leur population. Celui-ci réduit potentiellement le nombre d'actifs et entraîne des transferts financiers en faveur des inactifs. Pour compenser ses effets, les États se doivent d'améliorer le taux d'emploi et leur productivité afin de maintenir aussi haut que possible leur croissance potentielle. Ils peuvent également jouer sur l'immigration pour accroître le nombre d'actifs.

Dans tous les pays occidentaux, le taux de fécondité est orienté à la baisse. En France, il est passé de 2 à 1,8 en vingt ans. En Italie et en Espagne, il était, de 1,2 en 2022. Il s'élevait à 1,7 aux États-Unis, 1,6 au Royaume-Uni, 1,5 en Allemagne, à 1,4 au Canada, 1,3 au Japon et à 0,8 en Corée du Sud.

La population active âgée de 15 à 64 ans baisse au Japon, en Corée du Sud, en Italie, en Espagne et en Allemagne. Elle est étale en France et au Royaume-Uni. Elle continue à augmenter aux États-Unis.



La proportion de personnes de plus de 65 ans dans la population totale est en forte augmentation. Entre 1990 et 2040, elle passera de :

- 15 à 36 % en Italie ;
- 12 à 36 % au Japon ;
- 4 à 33 % en Corée du Sud ;
- 15 à 32 % en Espagne ;
- 16 à 30 % en Allemagne ;
- 14 à 28 % en France ;
- 16 à 24 % au Royaume-Uni ;
- 12 à 23,5 % aux États-Unis ;
- 12 à 24 % au Canada.

Le ratio actifs/inactifs se dégrade dans tous les pays se rapprochant d'un pour un au sein des pays européens, au Japon comme aux États-Unis.

Pour éviter que le vieillissement démographique ne provoque l'effondrement de la croissance et une baisse sensible du niveau de vie, trois moyens existent : la hausse du taux d'emploi, les gains de productivité, l'immigration.

Les taux d'emploi sont élevés dans plusieurs États membres de l'OCDE. Le taux d'emploi était, selon l'OCDE, en 2022 de 78 % en Allemagne ou Japon, de 75 % au Royaume-Uni ou au Canada et de 72 % aux États-Unis. Il était plus faible en France (68 %), en Espagne (65 %) et en Italie (60 %). Dans ces derniers pays, des marges existent pour accroître le nombre de personnes au travail.

Les gains de productivité ont disparu dans plusieurs grands pays de l'OCDE. C'est le cas en France ou en Espagne où la productivité est en baisse depuis 2020. Les gains de productivité demeurent relativement élevés aux États-Unis : la productivité par tête y a augmenté, en 2022, de 2 % par an lissé sur quatre ans. Au Royaume-Uni comme en Corée du Sud, la croissance de la productivité est de 0,5 % par an. Un regain de la productivité est attendu avec un recours croissant à la robotisation et à la digitalisation.

Le nombre de robots pour 100 emplois manufacturiers était de 3,5 en Allemagne, de 3 aux États-Unis, de 2 au Canada, en France et en Italie. Ce ratio est de 8 en Corée et de 4 au Japon. D'indéniables progrès en la matière peuvent être réalisés dans plusieurs pays de l'OCDE dont la France.

Depuis de nombreuses années, le Canada, l'Allemagne, l'Espagne, les États-Unis, le Royaume-Uni recourent à l'immigration pour compenser le vieillissement démographique. Pour des raisons culturelles ou politiques, d'autres pays (Italie, France, Corée, Japon), ce recours est faible. L'immigration nette représentait 0,5 %, en 2022, de la population totale au Canada ou au Royaume-Uni, 0,4 % en Allemagne tout comme en Espagne et 0,3 % aux États-Unis. Ce ratio est inférieur à 0,2 % en France et en Italie. Au Japon et en Corée du Sud, il ne dépasse pas 0,1 %.

Pour compenser les effets du vieillissement, des marges de manœuvre existent mais supposent des efforts d'investissement afin d'améliorer la productivité ou des



changements en matière d'immigration. Les pays qui disposent le plus de marges de manœuvre sont la France, l'Italie, l'Espagne ou les États-Unis. Ceux qui sont les plus contraints sont l'Allemagne, la Corée du Sud ou le Japon. Ces derniers pays ne peuvent compter que sur des gains de productivité ou l'immigration.

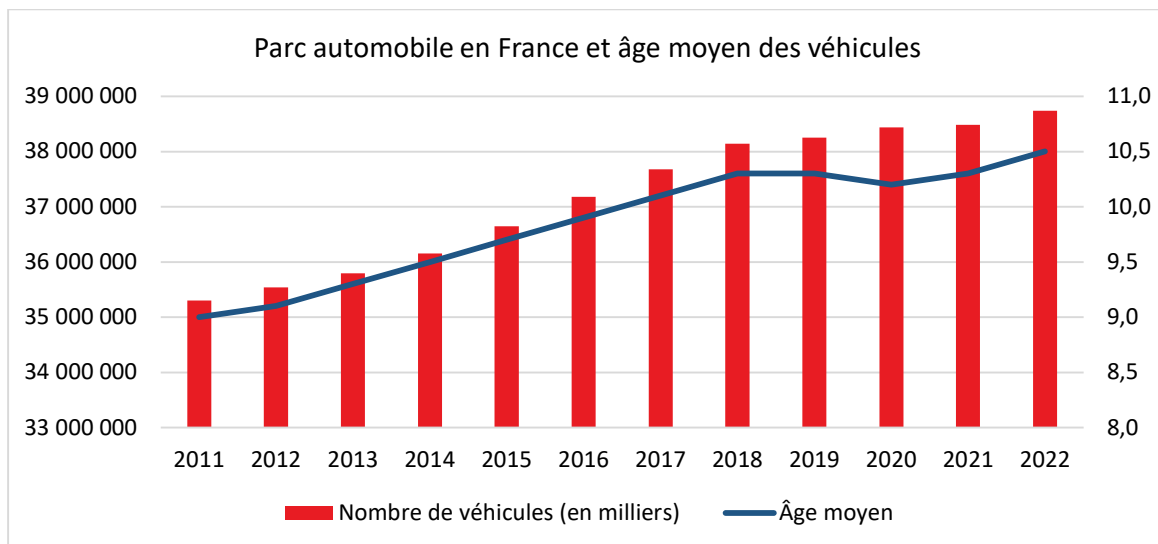
## D'HIER À AUJOURD'HUI

### Le parc automobile français en pleine mutation

83 % des ménages français disposent aujourd'hui d'une ou plusieurs voitures. Ce taux était de moins de 20 % en 1960 et de 65 % en 1990. Depuis les années 2010, le taux de possession est relativement stable. Plus du tiers des ménages ont au moins deux voitures.

Le marché français est devenu au fil des années un marché de renouvellement. Avec leur meilleure solidité, mais également en raison de leurs coûts croissants, des incertitudes sur la réglementation et des problèmes de pouvoir d'achat, les Français conservent plus longtemps leurs voitures. Ils recourent également de plus en plus aux voitures d'occasion. En 2022, 5,2 millions de ventes d'occasion ont été enregistrées contre 1,5 million de ventes de véhicules neufs.

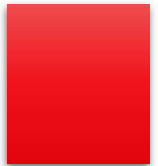
Au 1<sup>er</sup> janvier 2022, le parc roulant de voitures s'élève à 38,7 millions, contre 38,5 millions un an plus tôt. L'âge moyen des voitures en circulation est de 10,5 ans au 1<sup>er</sup> janvier 2022 contre 9 ans en 2011. Dans les années 1980, l'âge moyen était de 6 ans. En Europe, le parc de voitures vieillit, l'âge moyen était de 12 ans en 2022.



Cercle de l'Épargne – données : SDES, Rsvero,

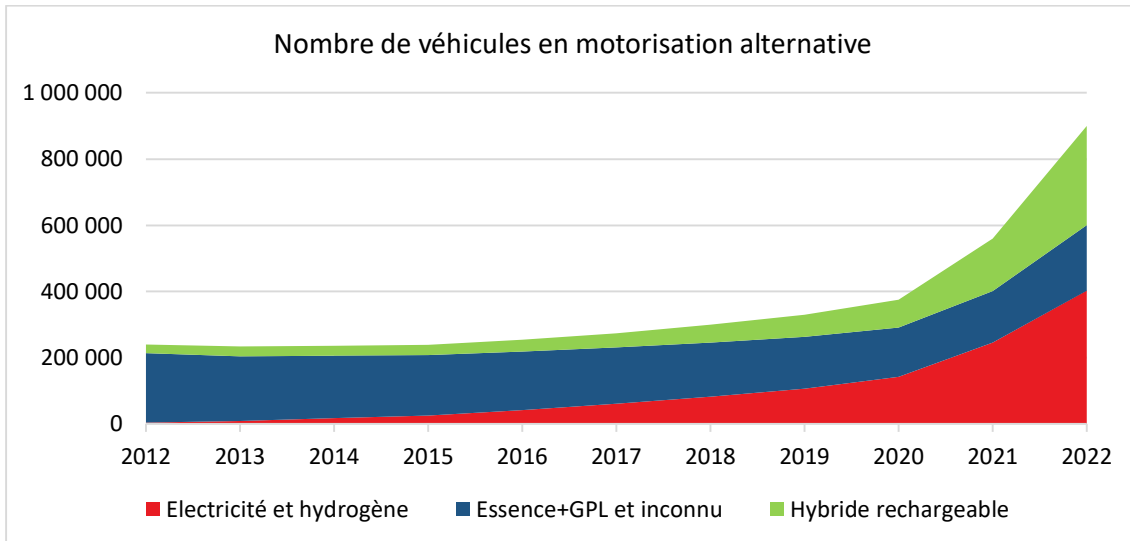
95 % du parc roulant, en France est constitué de voitures à énergie thermique essence ou diesel. Les voitures diesel restent majoritaires (55,2 % du parc) mais leur part décroît depuis 2016 (-8,6 points). En 2022, Les véhicules hybrides non rechargeables représentaient 2,5 % du parc automobile français (87 % en motorisation hybride





essence). Les motorisations électriques, hydrogènes, hybrides rechargeables et bicarburation essence-GPL représentaient 2,3 % du parc au 1<sup>er</sup> janvier 2022.

En 2022, 12,9 % des immatriculations ont concerné des véhicules électriques. Elles ont représenté la première motorisation alternative aux carburations exclusivement essence ou diesel, devant la motorisation hybride rechargeable. Celle-ci a progressé de 8,0 % en 2022. La motorisation bicarburation essence-GPL, qui était la principale motorisation alternative aux moteurs thermiques en 2012, est désormais devancée par les motorisations électriques et hybrides rechargeables.



Cercle de l'Épargne – données : SDES, Rsvero,

### Un rebond confirmé des ventes en avril

En 2022, le marché de l'automobile, était entré dans un profond marasme après le rebond de 2021. Les incertitudes économiques et réglementaires dissuadèrent les Français à acheter des véhicules neufs qui de toute façon étaient rares en raison des problèmes d'approvisionnement que rencontraient les constructeurs. Depuis quelques semaines, le marché connaît une nette amélioration. Selon les chiffres publiés par la Plateforme automobile (PFA), les immatriculations de voitures particulières neuves ont augmenté de 21,9 % en avril par rapport au même mois de l'année précédente. Sur les 4 premiers mois de l'année, les constructeurs automobiles ont enregistré 553 396 nouvelles immatriculations, soit une hausse de 16,7 %. Les ventes n'ont pas néanmoins retrouvé leur niveau d'avant crise.

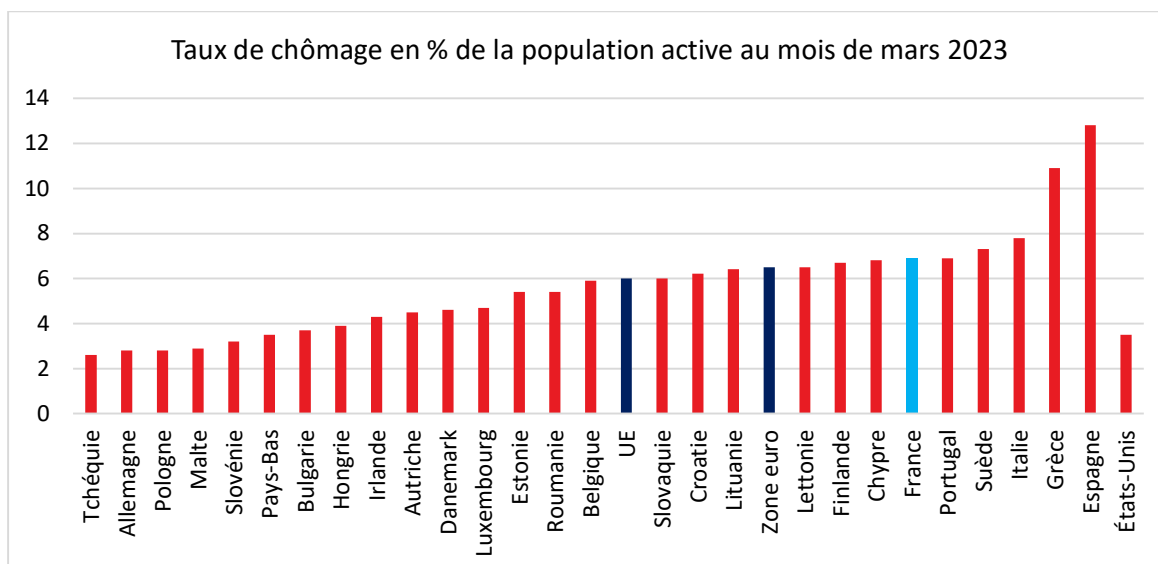
En avril, les véhicules électriques ont représenté 13 % des ventes en avril et 15 % sur les 4 premiers mois de l'année. En comptant les véhicules hybrides, la hausse est de 21 % sur le mois d'avril.



## L'emploi toujours en mode positif

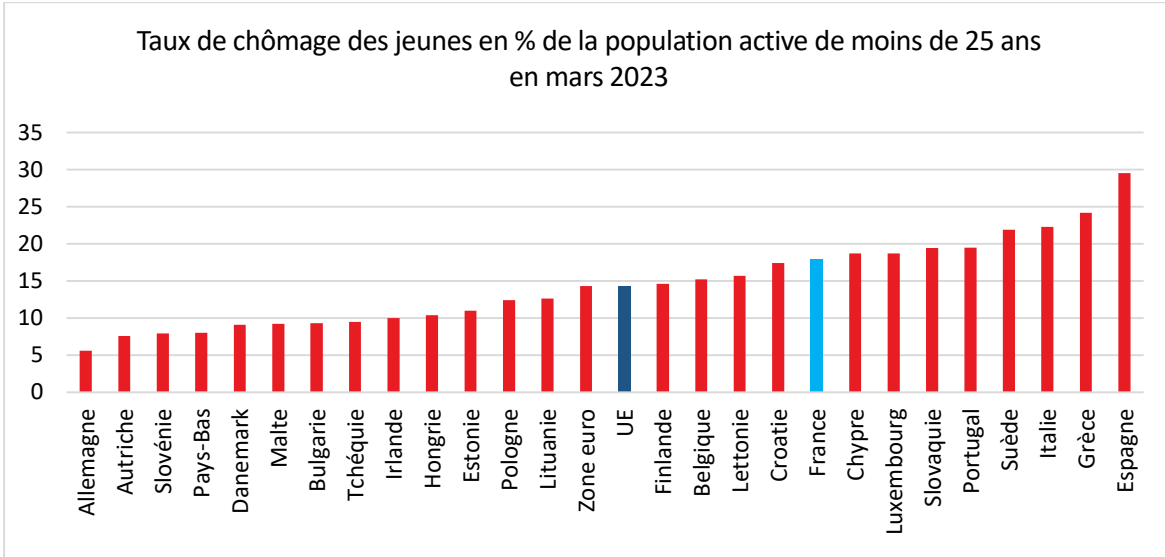
En mars, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro était, selon Eurostat, de 6,5 %, en baisse par rapport au taux de 6,6 % enregistré en février et par rapport au taux de 6,8 % enregistré en mars 2022. Le taux de chômage de l'Union européenne était de 6,0 % en mars, stable par rapport au taux enregistré en février, et en baisse par rapport au taux de 6,2 % enregistré en mars 2022

Eurostat estime qu'en mars 2023, 12,960 millions personnes étaient au chômage dans l'Union, dont 11,010 millions dans la zone euro. Par rapport à février 2023, le chômage a diminué de 155 000 dans l'Union et de 121 000 dans la zone euro. La République tchèque a le taux de chômage le plus faible d'Europe (2,6 %). Il est le plus élevé en Espagne (12,8 %). La France avec un taux de 6,9 % reste au-dessus du taux moyen de la zone euro.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

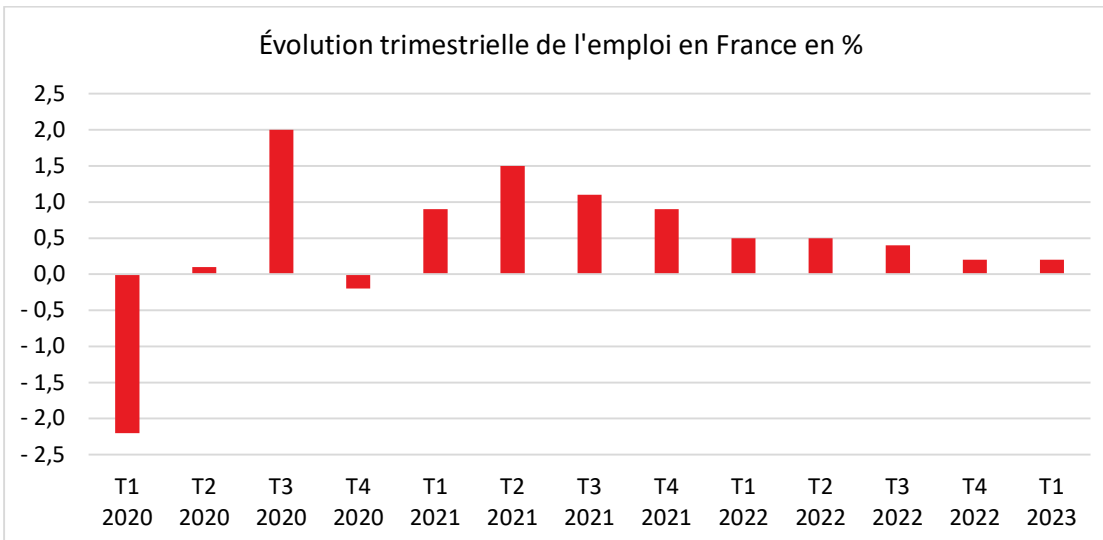
En mars 2023, 2,763 millions de jeunes (de moins de 25 ans) étaient au chômage dans l'Union dont 2,264 millions dans la zone euro. En mars 2023, le taux de chômage des jeunes s'est établi à 14,3 % dans l'Union et dans la zone euro, en baisse par rapport aux taux respectifs de 14,5 % et 14,4 % enregistrés au mois précédent. Le taux de chômage des jeunes en France reste supérieur à la moyenne européenne (17,9 %).



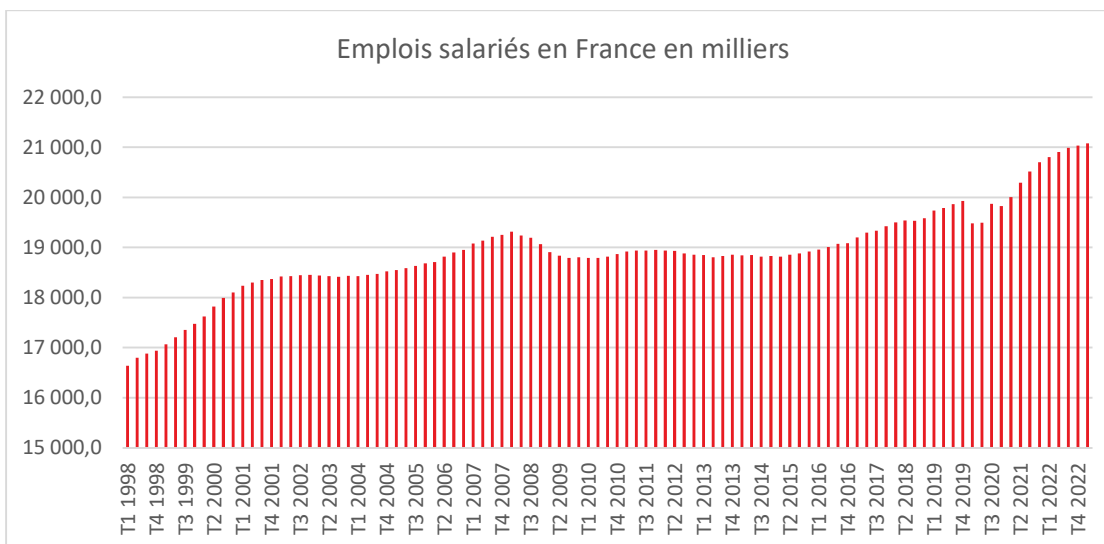
Cercle de l'Épargne – données Eurostat

### L'emploi en France fait de la résistance

Au premier trimestre 2023, l'emploi salarié privé a continué d'augmenter malgré la faible croissance. La progression de l'emploi a été 0,2 %, comme au trimestre précédent. Entre fin décembre 2022 et fin mars 2023, 42 000 créations nettes d'emplois ont été ainsi enregistrées après +44 400 emplois au trimestre précédent. Il s'agit du neuvième trimestre consécutif de hausse de l'emploi salarié privé. En un an, il a augmenté de 1,3 % (soit +271 100 emplois). Par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire, le nombre d'emplois a progressé de 1,2 million.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



Cercle de l'Épargne – données INSEE

### L'emploi intérimaire en fort recul

Au premier trimestre 2023, l'emploi intérimaire se replie nettement. La baisse atteint 2,6 % (soit -21 400 emplois). Ce recul compense intégralement la hausse des deux trimestres précédents. L'emploi intérimaire est inférieur de 2,4 % à son niveau du premier trimestre 2022 mais supérieur de 1,9 % à son niveau d'avant la crise sanitaire. L'évolution de ces derniers mois s'explique autant par le ralentissement de la croissance que par la volonté des employeurs de sécuriser leurs effectifs en convertissant des emplois en intérim en des emplois à durée indéterminée.

### Les services créateurs de nombreux emplois

L'emploi salarié privé industriel (hors intérim) est stable au premier trimestre 2023, après une hausse de +0,2 % au trimestre précédent. Il est supérieur de 1,0 % (soit +31 500 emplois) à son niveau d'un an auparavant. Après avoir rattrapé son niveau d'avant-crise au quatrième trimestre 2021, il le dépasse désormais de 1,5 % (soit 48 100 emplois nets créés depuis fin 2019).

Dans la construction, l'emploi salarié privé (hors intérim) baisse au premier trimestre 2023 de 0,2 % (soit -3 200 emplois). Il s'agit du premier trimestre de baisse dans ce secteur depuis le quatrième trimestre 2016. La diminution du nombre de construction de logements et la persistance de certaines pénuries de biens intermédiaires expliquent cette dégradation de la situation de l'emploi dans le bâtiment. L'emploi salarié privé dans la construction dépasse toutefois de 0,2 % son niveau du premier trimestre 2022 (+3 600 emplois) et de 7,6 % son niveau de fin 2019 (+111 600 emplois).

Dans le tertiaire marchand hors intérim, les créations d'emploi salarié privé augmentent au premier trimestre 2023, +0,5 % après +0,1 % (soit +57 400 après +17 700 emplois). Ce résultat dépasse son niveau d'un an auparavant (+1,9 % soit +232 700 emplois) et celui d'avant-crise (+7,2 % par rapport à fin 2019 soit +831 200 emplois).



L'emploi salarié privé (hors intérim) du tertiaire non marchand accélère également au premier trimestre 2023 : +0,4 % (soit +9 900 emplois), après une stabilité au quatrième trimestre 2022 (0,0 %, soit +1 300 emplois). Il dépasse son niveau du premier trimestre 2022 de 0,9 % (soit +24 800 emplois) et celui de fin 2019 de 4,9 % (soit +128 000 emplois).

Les créations d'emploi pourraient se restreindre au cours du deuxième trimestre avec la confirmation de la persistance de la stagnation économique. Le point rassurant est la capacité de l'économie à créer des emplois avec une faible croissance ; le point inquiétant, c'est que ces créations traduisent une baisse de la productivité ce qui entrave le retour de la croissance.

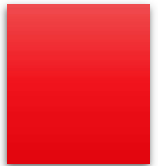
### **Inflation en zone euro, stop ou encore ?**

Le taux d'inflation annuel de la zone euro a été estimé à 7,0 % en avril, contre 6,9 % en mars selon Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne.

S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, l'alimentation, alcool & tabac ont enregistré, en rythme annuel, une hausse de 13,6 %, comparé à 15,5 % en mars, suivi des biens industriels hors énergie, 6,2 %, comparé à 6,6 % en mars), des services, 5,2 %, comparé à 5,1 % en mars et de l'énergie, 2,5 %, comparé à -0,9 % en mars.

Parmi les 20 pays partageant la monnaie unique, le Luxembourg (2,7 %) et la Belgique (3,3 %) connaissent le taux d'inflation le plus faible. L'inflation, en hausse en France, à 6,9 % en avril, est néanmoins plus contenue qu'en Allemagne (7,6 %) et en Italie (8,8 %). La France fait en revanche moins bien que l'Espagne (3,8 %). Les taux les plus élevés sont toujours enregistrés dans les pays baltes : Estonie (13,2 %), Lituanie (13,3 %) et Lettonie (15 %).

Le résultat du mois d'avril marque la fin d'une série de cinq baisses mensuelles consécutives. Il est supérieur aux prévisions des analystes qui tablaient sur un taux de 6,9 %. En revanche, l'inflation sous-jacente qui exclut l'énergie, l'alimentation, l'alcool et le tabac, est pour la première fois depuis le mois de janvier 2022, en repli. Elle est passée de 5,7 à 5,6 %. En excluant seulement l'énergie et les produits alimentaires non transformés, l'indice d'inflation est passé de 7,5 % à 7,3 %. Ce recul conforte l'idée que le cycle de resserrement monétaire arriverait bientôt à son terme. Malgré tout, les économistes du FMI prônent toujours la poursuite du durcissement de cette politique. Par ailleurs, la BCE doit tenir compte des performances divergentes au sein de la zone euro. Les Pays Baltes enregistrent toujours les taux les plus élevés à deux chiffres.



## Économie française, l'inflation dicte sa loi

En ce début d'année, l'économie française est fragilisée par la persistance de l'inflation. L'INSEE estime que celle-ci pourrait enfin se ralentir à compter du mois de juin. La croissance de son côté resterait modérée au deuxième trimestre, autour de +0,2 %, soit le même taux qu'au premier trimestre. L'acquis de croissance pour 2023 s'élèverait à +0,5 % à mi-année.

L'inflation en France se situe depuis près d'un an sur un plateau autour de 6 %, mais l'indice des prix a progressé de 12 % depuis janvier 2021. Les prix de l'énergie ont augmenté de 41 % entre janvier 2021 et avril 2023, ceux de l'alimentation de 20 %, ceux des produits manufacturés de 8 % et ceux des services de 7 %. L'inflation a été portée à ses débuts par l'énergie et cela avant même la guerre en Ukraine. La forte croissance post covid a expliqué cette progression avant de céder la place aux effets des embargos croisés. Depuis plusieurs mois, l'alimentation a pris le relais de l'énergie dont les prix se sont stabilisés voire ont diminué comme pour le gaz et l'électricité. Les prix des produits alimentaires sont responsables de 40 % de l'inflation en avril quand ces produits ne représentent que de 16 % du panier moyen de consommation. Les entreprises répercutent ces dernières semaines la hausse des coûts que ce soit dans l'industrie ou dans les services.

L'INSEE perçoit « *des signes avant-coureurs d'une détente de certains prix* ». L'institut statistique pressent, de ce fait, un ralentissement dans les prochains mois de l'inflation. Cette appréciation n'est pas totalement corroborée par son analyse par secteur d'activité. L'INSEE note, en effet, que les prix des produits alimentaires continueraient à progresser à un rythme soutenu (entre 15 et 16 % sur un an). Le glissement annuel des prix des biens manufacturés demeurerait en-dessous de 5 % sur un an d'ici la mi-2023. Les prix des services continueraient à accélérer avec un glissement annuel prévu à +3,5 % en juin, la revalorisation du SMIC au 1<sup>er</sup> mai. Par effet de base, l'énergie devrait contribuer à la baisse de l'inflation dans les prochains mois. L'INSEE parie sur un baril à 75 dollars. Compte tenu des hypothèses retenues par l'institut statistique, l'inflation reviendrait à 5,4 % en juin.

L'inflation mine la consommation quand le relèvement des taux d'intérêt pèse sur l'investissement. La consommation des ménages est au même niveau qu'au dernier trimestre 2019, niveau dépassé entre la mi-2021 et la mi-2022. Cette période était marquée par un phénomène de rattrapage. La consommation alimentaire a nettement reculé en volume : -9 % sur un an en mars. Ce recul correspond tout à la fois à une diminution du volume d'achats qu'à des changements de gamme.

L'INSEE souligne que la confiance des ménages dans la situation économique reste dégradée en avril, malgré un léger regain. Au deuxième trimestre 2023, la consommation serait toujours étale. La consommation de biens, notamment la consommation alimentaire, continuerait de se replier, tandis que celle de services progresserait de nouveau légèrement avec le retour de la période estivale. Les dépenses en énergie poursuivraient leur rebond.





L'INSEE n'attend pas d'amélioration sur le terrain de l'investissement des entreprises qui devrait ralentir en raison de la montée des taux d'intérêt. Celui des ménages diminuerait de nouveau, en lien avec la baisse de la construction de logements neufs et des transactions immobilières. Le commerce extérieur pourrait en revanche soutenir légèrement la croissance au printemps, comme ce fut le cas au premier trimestre.

Dans l'industrie manufacturière, les difficultés d'approvisionnement continuent de refluer, même si elles demeurent plus élevées qu'avant la crise sanitaire. Les inquiétudes vis-à-vis de la demande augmentent. Les stocks de produits finis sont d'ailleurs jugés plus importants en avril qu'en mars. La production manufacturière qui n'a pas retrouvé son niveau de 2019 pourrait se contracter à nouveau au deuxième trimestre, malgré une relative bonne tenue de la fabrication de matériels de transport.

Dans la construction, l'activité économique poursuivrait son recul au printemps, L'activité serait atone dans le commerce tandis qu'elle progresserait légèrement dans les services, soutenue, entre autres, par un rebond dans les services de transport.

Depuis l'été 2022, la croissance trimestrielle du PIB est relativement modeste, de l'ordre de +0,1 % en moyenne. Elle témoigne d'une certaine résilience mais reste inférieure à son niveau potentiel. La France devrait ainsi éviter la récession.



### Les gestionnaires d'actifs face à la nouvelle donne des marchés

Une décennie de faibles taux d'intérêt a provoqué une augmentation sans précédent des prix de l'immobilier et des valeurs « actions » cotées et non cotées. Aux États-Unis, les fonds de pensions et les gestionnaires d'actifs ont investi massivement dans le private equity, dans les actions et dans les infrastructures à la recherche de rendements afin de compenser les pertes subies durant la crise financière de 2007/2009. Les trois plus grandes sociétés américaines d'investissement cotées en bourse – Apollo, Blackstone et KKR – gèrent ensemble plus de 2 000 milliards de dollars d'actifs, contre 187 milliards de dollars en 2008.

Le relèvement des taux d'intérêt avec un risque de récession en perspective, pourrait fragiliser le capital-investissement. L'achat, la gestion et la vente d'entreprises lourdement endettées et donc tributaires des taux d'intérêt sont plus difficiles aujourd'hui que durant les années 2010. Les rendements escomptés sont orientés à la baisse. Ces derniers commencent à être concurrencés par ceux des placements de taux. Les gestionnaires de capital-investissement bénéficiaient lors de la dernière décennie de la hausse des valorisations pour réaliser de bonnes opérations. Par ailleurs, le coût réduit de la dette ne pesait pas sur les rendements. Désormais, les gains dépendent de la bonne gestion des entreprises.

Les gestionnaires d'actifs ne restent pas désarmés face à cette nouvelle donne financière. Ils ont réduit leurs engagements en matière de capital-risque au profit de la participation à des fonds obligataires ou à des fonds d'infrastructures. Au cours du premier trimestre 2023, Blackstone a orienté une grande partie des apports d'investisseurs vers sa branche crédit et assurance. Ces apports sont supérieurs à ceux dont bénéficient le capital-risque. Apollo et KKR ont fait de même. Les gestionnaires d'actifs tendent par ailleurs à remplacer sur certains marchés de prêts les banques qui tendent à réduire leur exposition aux risques. Ils sont ainsi présents sur le marché du financement des opérations de rachat. Ils participent à des plans de refinancement d'établissements financiers surendettés ou en manque de liquidités.

Le marché du capital-investissement ne devrait pas être longtemps déprimé. Les fonds souverains, en particulier ceux des pays du Golfe, disposent de liquidités importantes en recherche d'emploi. L'acquisition d'entreprises est de plus en plus privilégiée par ces pays. Ce marché pourrait être en revanche de moins en moins transparent du fait de l'intervention croisée d'investisseurs étatiques et de gestionnaires actifs remplissant des fonctions de plus en plus bancaires. La nécessité d'une surveillance accrue de ce segment financier pourrait s'imposer dans les prochaines années pour éviter qu'un défaut de paiement crée un effet domino.



## **Les 75 ans d'Israël : des doutes et des défis**

En 2023, Israël a fêté son 75<sup>e</sup> anniversaire, ce qui peut apparaître comme un exploit pour un État dont les principaux voisins n'ont de cesse, depuis des années, de vouloir sa disparition. Cet exploit est d'autant plus remarquable qu'en 1948, cet État ne disposait que de peu d'atouts.

### **La startup nation**

Doté de peu de ressources énergétiques et de matières premières, Israël a fait le pari du développement par les technologies. La vitalité de sa recherche lui a permis de se hisser parmi les États les plus innovants. Sa grande richesse a été, durant ces soixante-quinze années, son capital humain en formant de nombreux jeunes. Les besoins de l'armée ont également joué un rôle dans l'essor du secteur de la haute technologie.

Face aux problèmes d'accès à l'eau, l'État a créé un réseau de dessalement. 50 % de l'eau consommé en Israël est issue des usines de dessalement. Cette eau a permis le développement d'une culture de fruits et de légumes qui est exportatrice.

### **Un îlot démocratique**

Malgré la succession de guerres et de crises, Israël est restée une démocratie dans une région qui en compte peu. La guerre du Yom Kippour de 1973 qui a failli se solder par une défaite, l'invasion ratée du Liban en 1982, l'assassinat du Premier ministre Yitzhak Rabin en 1995, l'incapacité à conclure la paix avec les Palestiniens, n'ont pas empêché le maintien d'une économie de marché dynamique reposant sur des valeurs libérales au sens politique du terme. La société israélienne a longtemps mis en avant des valeurs libérales qui ont attiré de nombreux jeunes actifs et notamment des chercheurs en provenance d'Europe ou des États-Unis.

Israël a réussi ces trente dernières années à sortir de son isolement géographique et à tisser des liens avec certains de ses voisins comme la Jordanie et les Émirats Arabes Unis. La menace iranienne a provoqué des mouvements diplomatiques dont Israël sort gagnante et exporte de plus en plus au Proche et Moyen-Orient, ce qui était impensable il y a quarante ans. Le pays a également renforcé ses relations économiques avec l'Allemagne, les pays d'Europe de l'Est et, avant la guerre en Ukraine, la Russie. Elle a essayé, à ce titre, de jouer le rôle d'intermédiaire dans les premières semaines de la guerre en Ukraine.

### **Une réussite économique indéniable**

En 1980, le PIB par habitant d'Israël était d'environ la moitié de celui de l'Allemagne ; maintenant, il est de 12 % supérieur. Un Israélien a un niveau de vie supérieur de 30 % à celui d'un Français. Israël est devenue au fil des décennies une puissance économique. Elle est onze fois plus riche que l'Égypte. Elle compte plus de startups technologiques que le reste du Moyen-Orient et plus de prix Nobel que la Chine. Elle a su intégrer un grand nombre d'immigrés. Après la chute de l'URSS, elle a ainsi géré l'arrivée d'un million de migrants juifs. En 1991, l'État israélien avait réussi à acheminer vers son territoire près de 15 000 juifs d'Éthiopie.



## Des défis majeurs à surmonter

- *Une population segmentée*

Israël n'échappe pas à la segmentation de sa population, menace qui concerne toutes les démocraties. Dans un État appelé à faire face à des attaques militaires récurrentes, cette segmentation est bien plus dangereuse que dans les autres pays. Cette segmentation politique et religieuse s'inscrit dans une période de forte augmentation de la population qui devrait passer de 10 à 20 millions d'ici à 2065. Cette progression devrait s'accompagner d'une montée en puissance des juifs ultra-orthodoxes. Ces derniers représentaient 11 % de la population totale d'Israël en 2015. En 2040, ce chiffre devrait atteindre 20 %, puis 32 % en 2065. Le pourcentage d'Arabes dans la population israélienne devrait rester constant autour de 20 %. Le barycentre de la vie politique devrait être plus à droite que dans le passé. Les valeurs libérales qui ont façonné Israël de sa création jusque dans les années 2000 sont de plus en plus fragilisées. Les jeunes informaticiens épris du modèle américain pourraient être tentés de rejoindre la Californie ou la Floride, ce qui nuirait à la croissance.

- *Le problème palestinien, un problème israélien*

Le problème palestinien a durant des décennies été un sujet international pour lequel se mobilisaient les grandes puissances. De problème international, il s'est transformé en problème interne à Israël. Jusqu'aux années 2000, les Palestiniens dont le nombre est actuellement de trois millions en Cisjordanie dont deux millions dans la bande de Gaza, bénéficiaient du soutien inconditionnel des pays arabes du Moyen Orient. Ils avaient des relais au sein des pays occidentaux. Les présidents américains jouaient le rôle de médiateur. Après les Accords d'Oslo de 1993, négocié sous l'égide de Bill Clinton, le durcissement des positions, l'assassinat de Rabin en 1995 et le décès d'Arafat en 2004 mirent fin aux espoirs de normalisation. Progressivement, les pays arabes se sont détournés de la cause palestinienne, la menace iranienne étant jugée plus préoccupante.

Avec la moindre acuité internationale du problème palestinien, Israël est sortie de son isolement diplomatique au niveau régional en signant en 1994 un accord de paix avec la Jordanie (accords de Wadi Araba) qui fait suite à celui avec l'Égypte de 1979. Cet accord reconnaît les droits et les frontières des deux pays, sachant que la population jordanienne est à 20 % palestinienne. En 2020, les Émirats Arabes Unis, Bahreïn et Israël ont également signé des accords de paix (Accords d'Abraham). Si la cause palestinienne a moins d'échos au niveau international, elle reste un problème pour Israël d'autant plus que l'influence de l'Iran dans la bande de Gaza est de plus en plus importante. Le lancement régulier de roquettes sur plusieurs villes israéliennes rappelle l'existence de ce problème qui est tout autant politique qu'économique. Le PIB par habitant en Cisjordanie est inférieur de 94 % à celui d'Israël. La radicalisation de part et d'autre empêche tout rapprochement des positions. L'Autorité palestinienne a perdu en légitimité et n'arrive pas à organiser les élections législatives. En Israël, les coalitions sont de plus en plus déportées à droite et sont otages des partis religieux qui refusent tout compromis. Au sein de la société israélienne, deux lignes s'opposent, l'acceptation d'un développement économique mutuel ou un isolement total. La paupérisation



croissante des Palestiniens et le délabrement des structures publiques au sein de leur deux territoires favorisent les mouvements extrémistes financés essentiellement par l'Iran.

- *L'éloignement américain*

Le troisième défi pour Israël est l'éloignement progressif de son principal allié depuis 1948, les États-Unis. Ces derniers furent le premier pays à reconnaître Israël et à lui apporter son soutien. Ils fournissent deux tiers des armes utilisées par Israël. Pour autant, les États-Unis sont de moins en moins impliqués dans la zone eu Proche et du Moyen-Orient. L'Asie et, en particulier la Chine, est devenue leur principal sujet de préoccupation. Redevenus indépendants sur le plan énergétique, les États-Unis ont moins d'intérêts à défendre au Moyen-Orient. La structure de la population américaine explique également un regard distancié vis-à-vis d'Israël. Elle est plus hispanique que dans le passé. Elle a moins en mémoire la Shoah et les premières années de l'État d'Israël. L'image de ce dernier aux États-Unis s'est dégradée. Un quart des juifs de ce pays estiment que cet état pratique l'apartheid. Donald Trump avait néanmoins fait un geste en reconnaissant Jérusalem comme capitale de l'État hébreu mais, au-delà de cet effet d'annonce, les relations étaient malgré tout compliquées.

- *le défi institutionnel*

Le dernier défi est institutionnel. Israël est une véritable démocratie mais ne dispose pas de Constitution. Tant que les forces politiques partageaient de nombreuses valeurs, cette absence n'était pas un problème. Avec la radicalisation des positions, la donne change. La volonté du Premier Ministre Netanyahu de réformer la Cours suprême a démontré tout à la fois les tentations populistes et les divisions au sein du pays. Le Premier ministre souhaitait modifier le processus de nomination des juges et introduire une clause dérogatoire permettant au Parlement d'annuler à la majorité simple certaines décisions de la Cour suprême. Des manifestations importantes ont contraint le gouvernement de suspendre la discussion de ce projet de loi. Au-delà de son contenu, la nécessité de fixer le cadre constitutionnel d'exercice du pouvoir avec une séparation des pouvoirs apparaît nécessaire.

Israël, depuis 1948, a réussi de concilier développement économique et respect des règles démocratiques tout en étant en état en guerre quasi permanent. Cette réussite n'en demeure pas moins fragile comme en témoignent les tensions actuelles. Le pays doit tout à la fois faire preuve de maturité tout en conservant l'esprit des pionniers. La menace de l'Iran qui contrôle une partie du Liban et des territoires palestiniens oblige Israël tout à la fois de disposer du soutien des Etats-Unis et de ses voisins. Avec la montée en puissance économique et financière de l'Arabie Saoudite, des Emirats Arabes Unis ou du Qatar, le pays doit conserver sa force d'innovation en formant et en attirant de nombreux chercheurs.

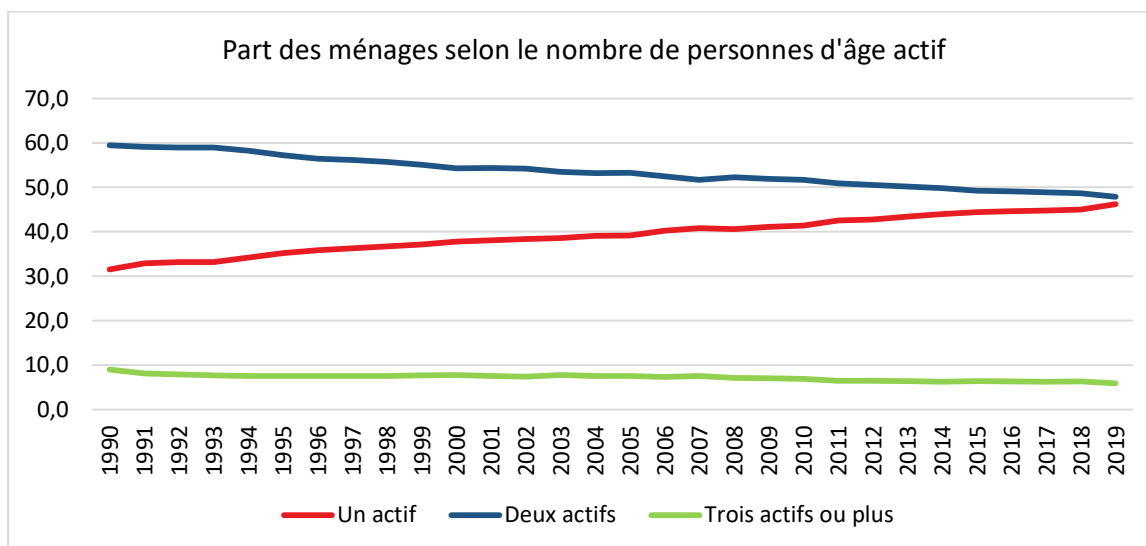


## LE COIN DES GRAPHIQUES

### Progression des ménages avec un seul actif

Des années 1950 aux années 1990, les ménages ont eu tendance à compter plusieurs actifs. Cette évolution était imputable à la progression du taux d'activité féminine qui est passée de 69 à plus de 85 % de 1985 à 2020. Par ailleurs, il n'était pas rare que les enfants, au début de leur entrée dans la vie professionnelle, demeurent rattachés aux ménages de leurs parents. Le développement des familles monoparentales, l'essor des divorces et les difficultés d'insertion des jeunes ont mis un terme à cette évolution.

Les ménages constitués d'un seul actif augmentent depuis trente ans. Ces ménages sont plus exposés aux risques de chômage que les autres. La crise de 2008 marque une rupture. La proportion des ménages où tous les actifs sont en emploi cesse d'augmenter, pour se stabiliser à 71 % en moyenne. Par ailleurs, celle des ménages où aucun actif ne travaille progresse. Les ménages composés d'un seul actif sont plus souvent sans emploi (24 % en 2019, contre 5 % des ménages de deux actifs). Entre 2008 et 2016, la part de ces ménages sans emploi a augmenté de près de 5 points.

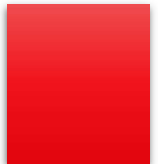


Cercle de l'Épargne – données DARES

### Des pertes de pouvoir d'achat plus importantes pour les cadres que pour les ouvriers

L'indice du salaire horaire de base des ouvriers et des employés (SHBOE) progresse de 1,9 % au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2023 dans les entreprises de 10 salariés ou plus du secteur privé hors agriculture, particuliers employeurs et activités extraterritoriales.

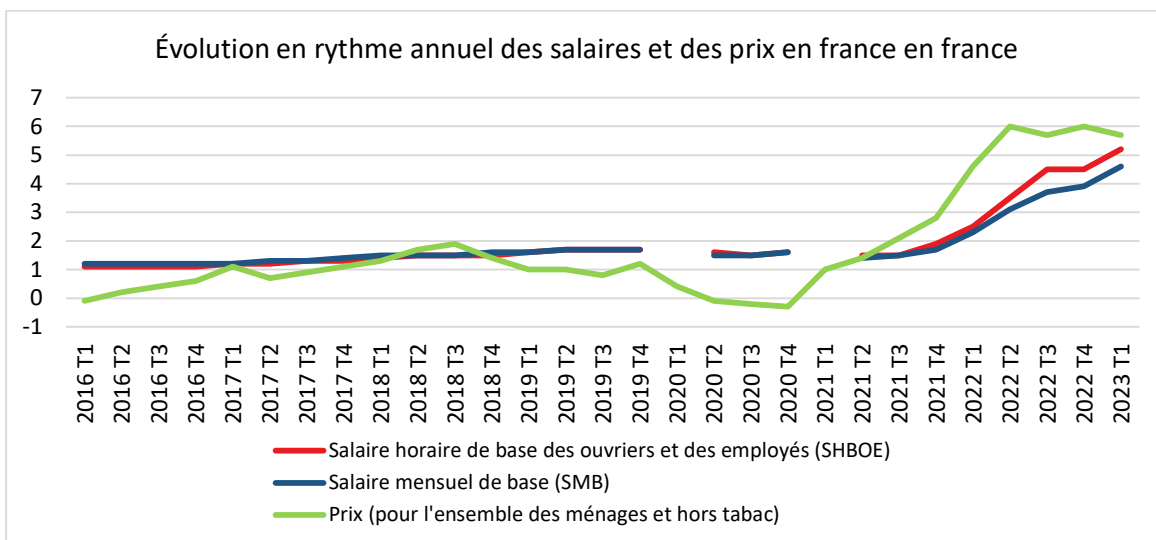
Cet indice augmente de 2,2 % dans l'industrie, de 1,8 % dans le tertiaire, et de 1,6 % dans la construction. Sur un an, le SHBOE augmente de 5,2 % fin mars 2023 après +4,5 % fin décembre 2022. L'indice du salaire mensuel de base (SMB) de l'ensemble des salariés progresse de 1,8 % au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2023. Sur un an, il augmente de 4,6 % après +3,9 % le trimestre précédent.



Ces évolutions doivent être mises en regard de l'inflation : les prix à la consommation (pour l'ensemble des ménages et hors tabac) augmentent de 5,7 % entre fin mars 2022 et fin mars 2023. Sur un an et en euros constants, le SHBOE diminue donc de 0,5 % et le SMB de 1,1 %.

Par secteur d'activité, le SMB croît de 2,1 % dans l'industrie, de 1,8 % dans le tertiaire, et de 1,7 % dans la construction au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2023. Sur un an, il augmente de 4,7 % pour l'industrie et le tertiaire, et de 3,7 % pour la construction. En euros constants et sur la même période, il diminue respectivement de 1,0 %, 1,0 % et 2,0 % pour chacun de ces secteurs (industrie, tertiaire et construction).

Par catégorie socioprofessionnelle, le SMB progresse plus vite, au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2023, pour les ouvriers (+2,1 %) et pour les professions intermédiaires (+1,9 %). La progression est plus faible pour les employés (+1,7 %) et pour les cadres (+1,6 %). Sur un an, il augmente de 5,5 % pour les ouvriers, de 4,2 % pour les professions intermédiaires, de 4,9 % pour les employés, et de 3,6 % pour les cadres. En euros constants et sur la même période, il baisse respectivement de 0,2 %, 1,5 %, 0,8 % et 2,1 % pour chacune de ces catégories (ouvriers, professions intermédiaires, employés et cadres).



Cercle de l'Épargne – données DARES





## LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

### Lundi 8 mai

Au **Japon**, l'**indice PMI des services** d'avril sera disponible.

En **Allemagne**, les résultats de la **production industrielle** en mars seront publiés.

Pour l'**Union européenne**, l'**indice Sentix confiance des investisseurs** de mai sera communiqué par la Commission.

Aux **États-Unis**, les données à fin mars des **stocks** et des **ventes de grossistes** seront rendues publiques. Il sera également possible de consulter l'**indice des tendances de l'emploi - Conference Board** d'avril.

En **Chine**, le niveau des **réserves de change en USD** à fin avril sera publié.

### Mardi 9 mai

En **France**, les résultats à fin mars du **commerce extérieur** - Importations et exportations de biens – et de la **balance des paiements** seront rendus publics. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution en mars des **réserves officielles de change**.

Au **Royaume-Uni**, les données des **ventes au détail BRC** et l'**indice des prix immobiliers Halifax** d'avril seront communiquées.

Au **Japon**, le **revenu salarial global des employés**, la **rémunération des heures supplémentaires** et les **dépenses des ménages** de mars feront l'objet d'une publication.

En **Chine**, les résultats des **exportations**, des **importations** et de la **balance commerciale** d'avril devraient être publiés.

Aux **États-Unis**, l'**indice NFIB de l'optimisme des entreprises** d'avril sera diffusé.

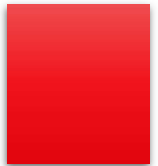
### Mercredi 10 mai

Au **Japon**, l'**indicateur coïncidant** et l'**indicateur avancé** de mars seront communiqués. Le niveau des **réserves de change en USD** à fin avril sera publié.

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

En **Allemagne**, les résultats définitifs de l'**inflation** d'avril seront rendus publics.

Une première estimation de l'**inflation** attendue aux **États-Unis** en avril sera publiée. Il sera également possible de consulter les données relatives aux **revenus réels**, l'**indice IPC Fed de Cleveland** et la **balance du budget fédéral** en avril. L'indicateur **PSCI Thomson IPSOS** de mai sera diffusé.



## Jeudi 11 mai

Au **Royaume-Uni**, l'**indice des prix immobiliers RICS** d'avril sera rendu public. Les statistiques de la **production du secteur de la construction** en mars seront disponibles. Une **décision de la Banque centrale d'Angleterre sur les taux d'intérêt** est attendue.

Au **Japon**, la **balance des paiements courants** à fin mars et les **prêts bancaires** en avril feront l'objet d'une communication. Il sera également possible de consulter l'**indice Observateurs de l'économie - conditions actuelles** d'avril. Les montants des **achats japonais de titres étrangers**, des **investissements étrangers en actions japonaises** et des **réserves de change en USD** seront rendus publics.

En **Chine**, l'**indice des prix à la consommation** et l'indicateur des **prix à la production** d'avril seront diffusés.

L'indicateur **PSCI Thomson IPSOS** de mai sera communiqué pour le **Royaume-Uni**, **l'Allemagne**, **l'Italie**, la **France**, et **l'Union européenne**.

Le **rapport mensuel de l'OPEP** sera présenté.

**Aux États-Unis**, l'indicateur **IPP prix à la production** d'avril sera disponible.

## Vendredi 12 mai

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

En **France**, l'**index bâtiment, travaux publics et divers de la construction** et l'**indice des prix dans la grande distribution** seront publiés.

L'indicateur **PSCI Thomson IPSOS** de mai sera publié pour le **Japon** et la **Chine**.

En **Allemagne**, le **niveau des comptes courants** à fin mars sera rendu public.

Au **Royaume-Uni**, la publication des résultats de la **croissance** mensuelle, en mars sur l'ensemble du premier trimestre est attendue. Il sera également possible de suivre l'évolution de la **balance commerciale**, de la **production industrielle**, de la **production manufacturière** et de la **production dans le secteur de la construction** en mars. Les données de **l'investissement des entreprises** sur le premier trimestre seront disponibles.

**Aux États-Unis**, l'**indice des prix à l'importation** et l'**indice des prix à l'exportation d'avril** seront rendus publics. **Les indices Michigan** de mai seront également disponibles. Il sera enfin possible de consulter **le rapport WASDE**.



## Lundi 15 mai

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

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

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

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

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

## Mardi 16 mai

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

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

En **France**, l'INSEE relayera les chiffres du premier trimestre 2023 du ministère de la Transition écologique et de la Cohésion des territoires relatifs à la **commercialisation de logements neufs** (ventes aux particuliers et ventes aux institutionnels).

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

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

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

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



### Mercredi 17 mai

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

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

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

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

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

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

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

### Jeudi 18 mai

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

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

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

### Vendredi 19 mai

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

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

Au **Japon**, il sera possible de suivre l'évolution des indicateurs **PMI manufacturier et services** en mai et les résultats définitifs de **l'inflation** d'avril.

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



## LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2022	2 637	3 854	1 908	1 306	13 284
PIB par tête en 2021 En euros	38 494	45 919	32 091	27 313	38 449
Croissance du PIB 2022	+2,6 %	+1,9 %	+3,9 %	+5,5 %	+3,2 %
premier trimestre 2023	+0,2 %	+0,0 %	+0,5 %	+0,5 %	+0,1 %
Inflation En % - avril 2023	6,9	7,6	8,8	3,8	7,0
Taux de chômage En % - mars 2023	6,9	2,8	7,8	12,8	6,5
Durée annuelle du Travail (2021)	1458,7	1341,4	1663,4	1641,1	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2022)* en %	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
Dépenses publiques En % du PIB 2022	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
Solde public En % du PIB 2022	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
Dette publique En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
Balance des paiements courants En % du PIB – dec.2022	-2,0	+3,8	-0,8	+0,8	-0,7
Échanges de biens En % du PIB – dec.2022	-6,2	+2,0	-1,7	-5,1	-2,5
Parts de marché à l'exportation En % 2022	2,6	6,7	2,6	1,5	23,3
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut 2022	16,3	19,6	8,8	5,8	13,3

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



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

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

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

### CONTACT

#### Lorello Eco Data

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

### ABONNEMENT

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

#### Conditions tarifaires

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

#### Mode de paiement

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

#### Adresse de facturation

Nom -----  
Prénom -----  
Fonction : -----  
Organisme : -----  
Adresse : -----  
-----  
Code Postal : -----Ville : -----  
Tél. : -----  
E-mail :-----