

## Édito

- Déficits publics, l'histoire sans fin ?

## Épargne et Patrimoine

- Un premier trimestre de rêve pour les marchés actions
- Les Américains qui rient, les Allemands qui pleurent
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Le cacao, l'autre or noir !

## Économie

- Zone euro, comment échapper au cercle vicieux de la baisse de la productivité ?
- Déficits publics en France, l'équation est-elle impossible ?
- La productivité face à la tertiarisation des économies
- La Banque centrale américaine abaissera-t-elle réellement ses taux en 2024 ?
- La politique monétaire : toujours accommodante ?

## Conjoncture

- Inflation, la baisse continue
- Petite amélioration du moral des ménages en mars
- Les finances publiques, le retour
- La France face au repli de la productivité

## Horizons

- Le Japon entre inflation et déflation
- Le Japon ciblé par son allié américain
- La génération Z, génération malheureuse ?

## Graphiques

- Moins de 300 000 logements mis en chantier sur douze mois
- L'Union européenne et son solde migratoire

## Agenda économique et financier

## Statistiques



### Déficits publics, l'histoire sans fin ?

En 2023, le déficit public a, en France, atteint 5,5 % du PIB. Il représente un tiers des dépenses ou la moitié de recettes de l'État. La situation actuelle des finances publiques de la France n'est pas en soi exceptionnelle. Elle est d'une déroutante normalité. Depuis la Seconde Guerre mondiale, les comptes publics n'ont, en effet, été à l'équilibre ou en excédent qu'à douze reprises. Valéry Giscard d'Estaing reste le dernier Ministre de l'Économie et Président de la République à avoir à son actif des excédents. Depuis cinquante ans, de crise en crise, le montant du déficit public augmente entraînant. Dans son sillage, le poids de la dette publique est passée de 21 à 110 % de 1980 à 2023.

La tradition d'impécuniosité de la France est légendaire, de la Fronde à aujourd'hui, en passant par Révolution. Celle-ci trouve, sans nul doute, ses origines dans la fragilité consubstantielle de l'exécutif, en permanence contesté que ce soit par les Princes au début du règne de Louis XIV ou par les Gilets jaunes durant le premier mandat d'Emmanuel Macron. Les crises économiques et sociales débouchent bien souvent sur des crises politiques voire institutionnelles. Afin d'éviter celles-ci, les pouvoirs publics usent et abusent des cordons de la bourse. L'État a, en France, créé la Nation. Cette place particulière l'a conduit à capter une part importante des richesses. Lors de la Révolution française, il a mis à bas les corps intermédiaires, devenant ainsi le *deus ex machina* du système économique et social. Le proverbe « l'intendance suivra » est devenu la deuxième devise du pays après « *liberté, égalité, fraternité* ».

L'émotion provoquée par l'annonce de déficits abyssaux ne dure jamais très longtemps. Les Français sont certes prompts à accuser leurs dirigeants de mauvaise gestion mais ils ne souhaitent ni entendre parler de rigueur, ni d'efforts pour les combler. Dans une partie de la population, la dérive des comptes publics n'est, même pas, en soi, considérée comme un réel problème. Pour justifier cette relative indifférence, les Français ne manquent pas de souligner que le déficit a dépassé sans encombre la barre des 3 % du PIB et la dette celles des 60 % puis des 100 % du PIB sans qu'aucune catastrophe ne se produise. Pourquoi, faudrait-il alors s'inquiéter de son niveau actuel ? Ces seuils seraient à leurs yeux sans fondement. Selon une rumeur tenace, le critère des 3 % de déficit public aurait été fixé par François Mitterrand sur un coin de table lors d'une négociation avec les responsables allemands. Dans les faits, ce taux correspondait, à l'époque, compte tenu du niveau de la croissance et des taux d'intérêt, au niveau maximal de déficit n'entraînant pas l'enclenchement d'une spirale d'endettement.

Force est de constater que depuis plusieurs années, avec « le quoi qu'il en coûte », la politique monétaire accommodante et ses taux d'intérêt négatifs, les repères financiers ont été brouillés. Certaines voix ont appelé les États à ne pas hésiter à s'endetter à outrance oubliant que les taux bas ne le seraient pas indéfiniment et qu'une dette quelle qu'elle soit, se doit d'être remboursée ; ce qui suppose qu'elle génère un surcroît de richesses. L'argent est une ressource rare et a de ce fait un prix. Il est tout à la fois le produit du travail passé et de celui de demain. Or, les États s'endettent de plus en plus pour financer le quotidien et non pas l'avenir. Le recul de la productivité et la stagnation de la population mettent en danger la croissance. En tendance, cette dernière ne s'élève plus qu'à 1 % en France. Sans accroissement de l'activité, le remboursement des



emprunts pèsera de plus en plus sur l'économie, au risque de l'asphyxier. La Grèce en a fait l'amère expérience en 2010. La poursuite de la glissade de la productivité expose la France à une sanction des investisseurs. Ses partenaires sont également susceptibles, un jour ou l'autre, de perdre patience et d'abandonner leur relative mansuétude en estimant qu'elle met en danger la crédibilité de l'euro.

Face à la dérive des comptes publics, la tentation de la fuite en avant est grande. Les besoins se multiplient que ce soit pour les retraites, la santé, la dépendance, l'éducation, la défense ou pour la transition écologique. L'ensemble de ces factures se chiffre en centaines de milliards d'euros pouvant, à terme, amener le niveau des dépenses publiques au-delà de 60 % du PIB. Nul n'est prêt à accepter la réalisation d'économies. Pour satisfaire cette soif de dépenses publiques, le recours aux prélèvements est la solution la plus communément avancée même si, en la matière, la France est au sein de l'Union européenne le pays qui exige déjà le plus de ses citoyens. Pour effacer le déficit, il serait nécessaire de multiplier par plus de deux le poids de l'impôt sur le revenu ou d'augmenter de 66 % les recettes de la TVA. La restauration de feu l'ISF, avec un gain de quelques milliards d'euros, une vertu symbolique. Certains estiment qu'avec les fortunes des milliardaires, les déficits seraient réduits à néant. Ce raccourci oublie que les premières sont des stocks dont la valeur dépend souvent de la valorisation en bourse d'un outil professionnel quand les seconds sont des flux. Une taxation du premier diminuerait la compétitivité globale du pays et ne résoudrait aucunement le problème sur la durée.

Les déficits ne sont pas une fatalité comme l'a prouvé le Portugal qui a dégagé, en 2023, un excédent budgétaire de 1,2 % du PIB après avoir été au bord de la banqueroute dans les années 2010. L'amélioration de sa situation budgétaire repose sur une croissance dynamique, 2,3 % l'année dernière. L'Espagne de son côté a enregistré un déficit de 3,7 % en 2023, soit 0,2 point de moins que prévu grâce également à la bonne tenue de sa croissance. D'autres pays comme la Nouvelle-Zélande ou le Canada ont réussi, dans le passé, à juguler leurs déficits tout en maintenant un système d'État providence avancé. Ils ont pour assainir leurs finances publiques, combiner économies et réformes de structures afin d'améliorer leur croissance potentielle. L'Allemagne avait fait de même en 2003 après la réunification qui avait déséquilibré ses comptes publics. L'endettement n'est pas sans limite surtout quand la course aux capitaux se fait de plus en plus âpre. Le temps de l'épargne abondante arrive certainement à son terme avec une population mondiale vieillissante et une transition écologique de plus en plus coûteuse. Les prochaines années pourraient être placées sous le signe du retour de la vertu budgétaire.



### Un premier trimestre de rêve pour les marchés actions

Le premier trimestre boursier s'est achevé le jeudi 28 mars, Vendredi Saint oblige, avec un bilan exceptionnel. Le CAC 40 a gagné 9 % en un trimestre confirmant la progression de la fin de l'année dernière. Pour le seul mois de mars, il enregistre une hausse de plus de 3 %. L'indice parisien a durant ce dernier mois battu plusieurs records. En séance, il a ainsi dépassé, jeudi 28 mars, 8 253 points. L'indice allemand le Daxx, s'est apprécié, de son côté, de plus de 10 % sur trois mois. Le Footsie britannique a connu une croissance plus faible au premier trimestre d'un peu plus de 3 %, mais la hausse dépasse 4 % sur le mois de mars. L'indice japonais a enregistré une augmentation de 20 % en trois mois lui permettant de battre des records vieux de 1989. Wall Street a connu son meilleur premier trimestre depuis cinq ans. Le Dow Jones atteint presque 40 000 points pour la première fois de son histoire. Quant au S&P 500, à son plus haut historique, il a déjà augmenté de 10 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

Les indices actions ont été dopés par les anticipations de baisse des taux directeurs des banques centrales censées intervenir d'ici la fin du premier semestre. Les bons résultats des entreprises ont également porté la valeur des cours. L'intelligence artificielle bénéficie toujours de l'engouement des investisseurs. Le montant élevé des liquidités contribue enfin à l'envolée des actifs que ce soient les actions, le bitcoin ou l'or.

### Les Américains qui rient, les Allemands qui pleurent

L'économie américaine a habitué, depuis une dizaine d'années, les économistes de se jouer de leurs prévisions, en particulier quand celles-ci annoncent un ralentissement de la croissance. En 2023, elle a terminé l'année sur un rythme endiablé. La croissance de la première économie mondiale s'est établie, au dernier trimestre, à 3,4 % en rythme annualisé sur la période, contre 3,2 % estimé précédemment. Les dépenses de consommation, qui contribuent aux deux tiers du PIB, ont augmenté à un rythme de 3,3 %, ce qui est également plus élevé que ce qui avait été annoncé initialement.

L'année 2024 s'annonce également meilleure que prévu. Après une croissance en 2023 de 2,5 % ; un ralentissement était prévu pour cette année. Or, au vu des premiers résultats et des indicateurs avancés, les instituts de conjoncture ont, en ce mois de mars, révisé à la hausse le taux de croissance à 2,1 %, contre 1,4 % initialement prévu. Le consensus parie même sur une croissance de plus de 2,2 %. Selon le consensus Bloomberg, les dépenses des ménages américains ont dû progresser de 0,5 % en mars, après +0,2 % en février. Les revenus auraient augmenté de 0,4 % contre +1 % en février. Sur un an, les prix devraient avoir encore progressé de 2,5 % après +2,4 % en février. Ces derniers mois, l'activité butait sur les pénuries de main-d'œuvre mais le taux de participation au marché du travail semble s'améliorer permettant d'accompagner le mouvement de créations d'emploi qui reste dynamique (265 000 créations nettes par mois en moyenne de décembre à février). La consommation des ménages est toujours appelée à soutenir l'activité. Elle serait en augmentation de 2,2 % en 2024, sachant qu'elle représente les deux tiers du PIB. Les taux d'intérêt devraient rester durablement élevés, à 4,6 % à la fin de l'année et à 3,9 % fin 2025, selon les projections médianes de la Fed. L'économie américaine semble s'être adaptée à ces taux plus élevés. Par



ailleurs, leur baisse progressive est amenée à provoquer un rebond de la croissance en fin d'année avec une reprise de l'investissement dans les entreprises et dans l'immobilier.

Sur le Vieux continent, la situation est tout autre ; en particulier pour la première puissance économique de la zone euro, l'Allemagne. Les principaux instituts de conjoncture allemands ont abaissé leur prévision de croissance économique du pays pour 2024. Le produit intérieur brut augmenterait seulement de 0,1 %. Ces instituts prévoyaient encore cet automne une croissance de 1,3 %. L'atonie de la consommation des ménages tire la croissance vers le bas. De son côté, le gouvernement allemand prévoit une croissance de 0,2 % cette année. Le débat en Allemagne porte sur la nécessité ou non de relancer l'économie et de réaliser des réformes structurelles.



## Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 29 mars 2024	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 30 déc. 2022
<b>CAC 40</b>	8 205.81	+0,66 %	7 543,18	6 471,31
<b>Dow Jones</b>	39 807.37	+0,84 %	37 689,54	33 147,25
<b>S&amp;P 500</b>	5 254.35	+0,39 %	4 769,83	3839,50
<b>Nasdaq Composite</b>	16 379.46	-0,30 %	15 011,35	10 466,48
<b>Dax Xetra (Allemagne)</b>	18 504.51	+1,60 %	16 751,64	13 923,59
<b>Footsie 100 (Royaume-Uni)</b>	7 952,62	+0,27%	7 733,24	7 451,74
<b>Eurostoxx 50</b>	5 083.42	+1,04 %	4 518,28	3792,28
<b>Nikkei 225 (Japon)</b>	40 369,44	-1,76 %	33 464,17	26 094,50
<b>Shanghai Composite</b>	3 041,17	-1,23 %	2 974,93	3 089,26
<b>OAT France à 10 ans</b>	+2,801 %	+0,008 pt	+2,558 %	+3,106 %
<b>Taux Bund allemand à 10 ans</b>	+2,292 %	-0,029 pt	+2,023%	+2,564 %
<b>Taux Trésor US à 10 ans</b>	+4,210 %	-0,002 pt	+3,866 %	+3,884 %
<b>Cours de l'euro/dollar</b>	1.0788	-0,29 %	1,1060	1,0697
<b>Cours de l'once d'or en dollars</b>	2 232.90	+3,12 %	2 066,67	1 815,38
<b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars</b>	87.50	+2,12 %	77,13	84,08

Cercle de l'Épargne



## Le cacao, l'autre or noir !

Le cours du cacao a franchi la barre des 10 000 dollars la tonne au mois de mars 2024 quand il ne dépassait pas 4 000 euros la tonne un an auparavant. Dans les années 2010, la tonne de cacao a longtemps évolué entre 2 000 et 3 000 dollars. L'envolée des cours s'explique par les mauvaises récoltes dans les deux principaux pays producteurs, la Côte d'Ivoire et le Ghana, qui représentent respectivement 40 % et 15 % de l'offre mondiale. Les plantations ont subi de mauvaises conditions météorologiques et une prolifération de maladies en lien avec El Nino. La demande excédant l'offre, les prix augmentent rapidement.

L'augmentation des cours conduit de nouveaux producteurs à s'intéresser à ce marché. Les pays d'Amérique latine sont de plus en plus présents. Leur poids dans la production mondiale est passé de 13 à 21 % de 2000 à 2023. Leur production durant cette période a progressé de 130 %. Les producteurs d'Amérique latine disposent de deux atouts : contrairement à la Côte d'Ivoire et au Ghana, où les planteurs vendent leurs récoltes au prix bord champ, fixé par les autorités, les agriculteurs sud-américains vendent leurs fèves au prix spot du marché. Ils bénéficient ainsi directement de la hausse des cours. Les planteurs d'Amérique latine ont des rendements plus élevés grâce à une variété hybride (CCN51) de cacao développée dans les années 1960. Cette variété, utilisée dès les années 1980, résiste par ailleurs mieux aux maladies. Les États-Unis incitent les pays d'Amérique latine à favoriser la culture de fèves de cacao dans le cadre de la lutte contre la coca. En Afrique, de nouveaux pays s'intéressent également au cacao comme le Nigeria, la République démocratique du Congo ou l'Ouganda. Le problème du cacao est qu'il obéit à un cycle long. Les cacaoyers traditionnels ne donnent des cabosses qu'au bout de trois à cinq ans et atteignent leurs pleines capacités de rendement sept à huit ans plus tard. L'évolution rapide des cours dissuade les producteurs à investir dans la culture de nouveaux plants. Néanmoins, la généralisation de la variété équatorienne permet de réduire les délais. Le Nigeria entend doubler sa production en dix ans qui atteindrait alors plus de 750 000 tonnes.



### Zone euro, comment échapper au cercle vicieux de la baisse de la productivité ?

L'économie de la zone euro est encastrée en raison du recul de la productivité du travail et de l'absence de marges de manœuvre budgétaires. Avec une population active en déclin, la croissance potentielle s'effrite d'année en année. Les capacités de rebond de l'activité sont conditionnées à une reprise de l'investissement et à une amélioration de la formation de la population active.

La productivité du travail dans la zone a, depuis 2018, décline d'environ 3 %. En quinze ans, celle-ci n'a augmenté que de 5 % soit bien moins qu'aux États-Unis. Si la productivité du travail avait continué à progresser comme de 2010 à 2017, le produit intérieur brut en volume serait, au 4<sup>e</sup> trimestre 2023, supérieur de 8 points à celui qui a été observé. Le PIB de 2010 à 2023 a progressé de 17 points, soit deux fois moins qu'aux États-Unis. Cette moindre croissance réduit le montant des recettes publiques et augmente les dépenses sociales. L'application du pacte de stabilité budgétaire prévoyant un déficit public inférieur à 3 % du PIB et une dette publique inférieure à 60 % du PIB devient de la sorte de plus en plus délicate. Les États de la zone euro réduisent leurs dépenses publiques d'investissement qui sont passées de 3,4 à 3,1 % du PIB de 2010 à 2023. Les dépenses d'éducation s'érodent également. Elles sont passées de 5,5 % à 5,3 % du PIB de 2002 à 2023. Cette attrition de ces deux catégories de dépenses ne facilite pas la reprise des gains de productivité. L'enclenchement d'une spirale négative menace ainsi l'Europe, la diminution de la productivité alimentant le déficit et ainsi de suite.

Pour sortir du cercle vicieux, les États de la zone euro se doivent de privilégier les dépenses structurantes, investissement, éducation, recherche au détriment des autres dépenses afin de permettre une amélioration de la croissance et des recettes. Pour y parvenir, les gouvernements ont la possibilité soit de réduire les dépenses sociales ce qui est par nature impopulaire, soit d'augmenter les prélèvements, ce qui l'est tout autant ou d'accepter un niveau plus élevé de déficit, ce qui n'est pas sans limite. Des États comme la France préconisent que l'Union européenne s'endette comme elle l'a pratiqué lors de la crise sanitaire. Les États d'Europe du Nord et l'Allemagne sont pour le moment fortement opposés à cette solution. Le débat ne manquera pas de prendre du relief durant la campagne des élections européennes du mois de juin.

### Déficits publics en France, l'équation est-elle impossible ?

Le déficit public a atteint, en France, 5,5 % du PIB en 2023, bien au-dessus de l'objectif de 4,9 % initialement retenu. Le ralentissement de la croissance explique en partie cette dérive. Le retour du déficit public à moins de 3 % du PIB d'ici 2027 est rendu plus difficile et nécessitera une réelle politique d'austérité qu'aucun gouvernement n'a réellement engagée depuis une trentaine d'années.

La croissance moyenne du PIB prévue sur la période 2024-2027 par le gouvernement français était initialement (à la fin de 2023) de 1,6 % par an. Or, en ramenant le taux de croissance de 1,4 à 1 % pour 2024, la croissance moyenne sur quatre ans n'est plus que de 1,5 % par an. Elle pourrait même être moindre, sachant que pour 2024 de nombreux instituts économiques prévoient une croissance inférieure à 1 %. Plusieurs



facteurs contribuent à la baisse de la croissance potentielle de la France: insuffisance de l'investissement en nouvelles technologies et des dépenses de Recherche-Développement, attitudes négatives vis-à-vis du travail, recul de la durée du travail, vieillissement de la population active, faiblesse des compétences, etc.

La croissance potentielle d'un pays dépend de sa productivité, de l'évolution de sa population active ainsi que de celle de son taux d'emploi. Or, la productivité par tête a diminué de plus de 5 % de 2018 à 2023. La population de 15 à 64 ans diminue depuis 2022. Si le taux d'emploi a fortement augmenté passant de 64 à plus de 68 % de 2010 à 2023, il est resté près de 10 points inférieur au niveau constaté au sein des États d'Europe du Nord. Dans ces conditions, selon l'économiste de Natixis Patrick Artus, le taux de croissance potentielle du pays ne dépasse pas 0,8 %. Le déficit public serait, toute chose étant égale par ailleurs, non pas de 2,7 % en 2027 mais de 4,3 %.

Pour respecter les objectifs adressés à la Commission de Bruxelles, le gouvernement serait amené à réaliser au minimum 10 milliards d'euros d'économies en 2024 et 20 milliards d'euros en 2025. La diminution des dépenses publiques aura un effet économique en réduisant la croissance de 0,8 point de PIB par an, soit en cumulé 3,2 points. Le déficit public serait, par ces moindres dépenses, aggravé de 1,6 point. Le risque est la stagnation de la croissance entre 2024 et 2027 avec des tensions sociales à la clef. Ce scénario a été expérimenté par l'Italie dans les années 2010. Pour y échapper, le gouvernement espère une baisse du taux d'épargne et une reprise de l'économie mondiale. La question d'une augmentation du volume de travail et de l'investissement se pose. Sur le premier point, aucun consensus ne se dégage en faveur de mesures visant à augmenter le nombre d'heures par actif.

### **La productivité face à la tertiarisation des économies**

Au sein des pays occidentaux, trois quarts du PIB proviennent désormais d'activités tertiaires. En France, l'industrie pèse moins de 12 % du PIB, contre 24 % au début des années 1970. Normalement, la productivité du travail augmente plus vite dans l'industrie que dans les services. Il en découle un recul du poids de l'emploi industriel et une progression du poids des services dans l'économie. En France, selon l'INSEE, de 1970 à 2014, les gains de productivité ont été deux fois plus rapides dans l'industrie manufacturière que dans l'ensemble de l'économie. Depuis plusieurs années, au sein des pays de l'OCDE, cette règle n'est plus vérifiée ce qui n'est pas sans conséquence sur la croissance.

Aux États-Unis, depuis 2011, la productivité par tête augmente plus vite dans les services que dans l'industrie. Le ratio entre productivité dans l'industrie et dans les services est passé de 200 à 175 de 2010 à 2023 (base 100 en 1995). Avec les moindres gains de productivité, l'emploi industriel s'est stabilisé autour de 8,5 % de l'emploi total. Ce phénomène prend forme à partir de 2014 mais surtout à compter de 2020. Dans la zone euro, jusqu'en 2020, la productivité de l'industrie croît plus vite que la productivité dans les services. Le ratio de productivité entre les deux secteurs passe de 160 à 180 (base 100 en 1995). L'emploi industriel représente 13 % de la population active en 2023, contre 15 % en 2010.



Quels sont les facteurs expliquant l'atonie des gains de productivité dans l'industrie depuis quelques années ?

Le recul de l'investissement de l'industrie constitue une des raisons majeures. L'investissement de l'industrie manufacturière est passé de 1995 à 2023 de 3,3 à 2,6 % du PIB aux États-Unis et de 3,3 à 3,2 % du PIB dans la zone euro. La baisse est plus récente chez cette dernière expliquant le décalage avec les États-Unis. La progression du stock de capital tend à ralentir depuis un quart de siècle. Elle est passée de 5 à 2 % aux États-Unis et de 2 à 1 % en zone euro.

Avec le développement des entreprises du secteur de la technologie et de l'information, les services enregistrent des gains de productivité plus importants que dans le passé. Le poids du secteur des nouvelles technologies est passé de 2 à 9 % du PIB de 1995 à 2023 aux États-Unis et de 2 à 8 % au sein de la zone euro. La productivité par tête pour ce secteur augmente de plus de 3 % par an depuis vingt ans de part et d'autre de l'Atlantique.

L'augmentation des coûts de production (énergie, coût du travail) et la réglementation (contraintes urbanistiques et environnementales) incitent les entreprises industrielles à délocaliser leurs centres de production. Elles maintiennent en Occident des unités sans pour autant y investir des sommes importantes. Les gains de productivité de l'industrie sont réalisés au sein des pays émergents et en développement.

À défaut d'avoir des gains de productivité dans l'industrie, les pays occidentaux s'exposent à un risque de croissance potentielle faible. La construction de nouvelles usines de microprocesseurs ou de batteries contribuera à inverser légèrement la tendance. Le point crucial de la réindustrialisation repose néanmoins sur l'augmentation du nombre d'ingénieurs et de techniciens formés et par une acceptation de la part de l'opinion de la construction de nouvelles usines.

### **La Banque centrale américaine abaissera-t-elle réellement ses taux en 2024 ?**

En début d'année, l'affaire était réglée, les taux directeurs des banques centrales étaient censés diminuer avant la fin du premier semestre voire dès le premier trimestre pour les États-Unis. Depuis, celle-ci est de moins en moins certaine. Les derniers résultats de l'inflation aux États-Unis témoignent d'une résistance de celle-ci en raison de la vitalité même de l'économie qui s'est adaptée à des taux d'intérêts plus élevés.

Les derniers chiffres de l'inflation aux États-Unis en février - 3,2 % sur un an pour l'inflation totale - 3,8 % sur un an pour l'inflation hors énergie et alimentation - 3,9 % sur un an pour les services hors logement - commencent à faire douter les investisseurs sur les intentions de la Réserve fédérale, investisseurs qui néanmoins continuent d'anticiper plusieurs diminutions des taux directeurs en 2024. Depuis l'automne dernier, l'inflation reste globalement stable aux États-Unis, voire augmente légèrement retardant d'autant son retour dans la cible des 2 % fixée par la banque centrale. L'inflation ces derniers mois est avant tout provoquée par l'augmentation des prix des services. Au mois de février, la hausse de ces derniers a atteint, Outre-Atlantique, 4 % en rythme annuel. En revanche, les salaires et plus globalement les coûts salariaux s'assagissent ce qui constitue une bonne nouvelle, du moins en ce qui concerne l'inflation. La progression du salaire nominal par tête est passée de 5 à moins de 4 % de 2022 à 2024. Par ailleurs,



la productivité est en progression depuis le milieu de l'année 2023 permettant de compenser les augmentations salariales. Une partie de l'inflation américaine provient de la hausse des taux de marge bénéficiaire des entreprises constatée depuis le 3<sup>e</sup> trimestre 2023. Le taux de marge a gagné 2 % en neuf mois. De 2021 à 2024, ce dernier a progressé aux États-Unis de 6 %. Les entreprises améliorent leur profitabilité ce qui induit des hausses de prix. En revanche, ce phénomène n'est pas à même de créer une spirale inflationniste.

La banque centrale américaine, compte tenu du maintien d'un taux d'inflation autour de 3 % et de la forte croissance, plus de 2 % prévu en 2024, est fondée à différer la baisse de ses taux directeurs. Pour le moment, la demande faiblit peu malgré la hausse des prix quand les entreprises tendent à donner la priorité à l'amélioration de leurs marges. Les créations d'emploi demeurent dynamiques tout comme la consommation. Malgré tout, le principe d'une baisse d'ici le mois de juillet l'emporte nettement chez les investisseurs

### **La politique monétaire : toujours accommodante**

Les grandes banques centrales ont officiellement mis un terme à leur politique monétaire non-conventionnelle, dite accommodante, en 2022 afin de lutter contre l'inflation. Ce changement de cap s'est traduit par une hausse des taux directeurs, hausse qui a surpris après des années de taux historiquement bas. En 2024, des experts demandent le retour à une politique monétaire plus expansive afin de favoriser la croissance. Pour autant, la politique monétaire actuelle est-elle, aux États-Unis comme en Europe, réellement restrictive ?

Après une longue période de taux directeurs faibles voire négatifs, les hausses intervenues à partir de 2022 ont créé une réelle rupture. Les taux directeurs ont, en quelques mois, atteint plus de 5 % pour les États-Unis et plus de 4 % en zone euro. La vitesse des relèvements a été particulièrement rapide afin d'empêcher un emballement de l'inflation. Les effets sur les taux longs ont été immédiats. Le taux de l'emprunt de l'État en France à dix ans qui était négatif en 2021 dépasse désormais 2,7 %. Le taux de son équivalent américain est passé de 0,7 % à 4 % de la mi 2021 à mars 2024. En raison de la hausse des taux, la croissance des crédits immobiliers des ménages a enregistré une forte baisse. Elle est de 3 % aux États-Unis au premier trimestre 2024, contre 10 % en 2021. En zone euro, leur croissance est nulle en fin 2023 quand elle était supérieure à 4 % en 2021. Aux États-Unis, les ventes de logements sont passées de 6 à 4 millions de 2021 à 2023. En zone euro, les mises en chantier de logements ont baissé de 2019 à 2023 de 20 %. Le nombre de transactions immobilières est, par ailleurs, passé de 2021 à 2023 de 4 à 3 millions. Au vu de ces chiffres, la politique monétaire peut être qualifiée de restrictive. Son durcissement est un choix délibéré des banques centrales pour diminuer le taux d'inflation. Ce dernier est ainsi revenu de 9 à 3 % de fin 2022 à fin 2023 aux États-Unis et de 10 à 2,6 % pour la zone euro d'octobre 2022 à février 2024.

Sur certains aspects, la politique monétaire des deux grandes banques centrales demeure malgré tout expansionniste. Le bilan des banques centrales reste fortement hypertrophié après des années de quantitative easing, une pratique qui s'est traduite par des rachats massifs d'obligations. Les opérations de réduction du bilan (« quantitative tightening ») sont pour le moment limitées. La base monétaire de la



Réserve fédérale est ainsi passée de 2 500 à 9 000 milliards de dollars de 2010 à 2022 avant de revenir à 7 800 milliards de dollars au début de l'année 2024. Celui de la zone euro est passé de 1 500 à 6 000 milliards d'euros de 2010 à 2022 avant de s'abaisser à 5 500 milliards d'euros en début d'année 2024. L'encours de monnaie détenu par les agents économiques non bancaires (billets, dépôts à vue, livrets d'épargne, dépôts à terme, fonds monétaire) reste impressionnant et sans précédent. Il s'élève à 30 000 milliards de dollars en 2023 aux États-Unis, contre 9 000 milliards de dollars en 2002. Pour la zone euro, les chiffres respectifs sont 16 000 et 1 500 milliards d'euros. Depuis 2022, l'encours n'augmente plus sans pour autant réellement diminué.

Cette montagne de liquidités entretient le processus de valorisation de certains actifs comme les actions, l'or ou le bitcoin. La valeur du Nasdaq a été multiplié par sept entre 2010 et mars 2024. Il a progressé de plus de 45 % entre 2022 et 2024. La valeur de l'indice S&P500 a été multiplié par cinq et celui d'Eurostoxx par deux. Le cours du bitcoin a atteint un nouveau record historique au mois de mars 2024 au-delà de 70 000 dollars. L'or a également battu un record en dépassant la barre des 2 200 dollars l'once. Ce dernier valait moins de 1 200 dollars en 2016.

Compte tenu du niveau élevé de l'endettement public et privé, les banques centrales sont contraintes de maintenir une politique monétaire conciliante. La hausse des taux directeurs a été forte non pas au vu de l'inflation mais au vu des taux passés. Par ailleurs, elle ne s'est pas accompagnée d'une réduction brutale de la base monétaire qui aurait pu conduire à des tensions financières sur les marchés notamment obligataires. Les banques centrales ont fait preuve de pragmatisme en veillant à réduire l'inflation sans provoquer une crise financière. La poursuite de ces deux objectifs a comme inconvénient d'entretenir une augmentation déconnectée en partie des réalités économiques de certains actifs.



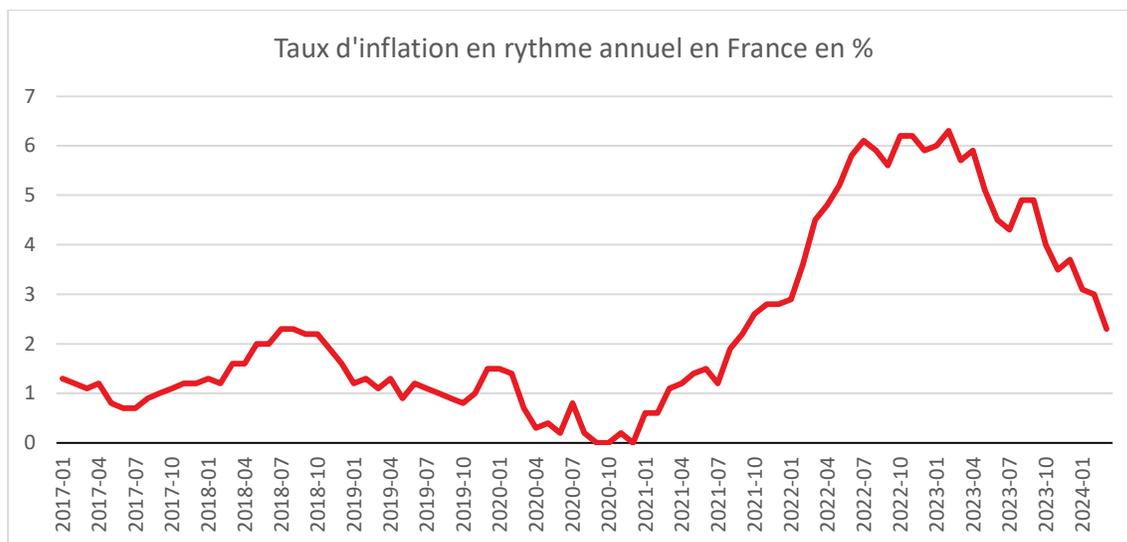
## CONJONCTURE

### Inflation, la baisse continue

L'inflation, deux ans après le début de la guerre en Ukraine, continue son mouvement de reflux. Sur un an, selon l'estimation provisoire réalisée en fin de mois par l'INSEE, les prix à la consommation augmenteraient de 2,3 % en mars, après +3,0 % en février. Cette baisse de l'inflation serait due au ralentissement sur un an des prix de l'alimentation (+1,7 % en mars après +3,6 % en février), des services, du tabac, de l'énergie et des produits manufacturés.

Sur un mois, les prix à la consommation ralentiraient en mars (+0,2 % après +0,9 % en février). Ce ralentissement serait imputable à la diminution des prix de l'énergie, notamment du gaz et des produits pétroliers. À l'inverse, les prix des produits manufacturés accéléreraient, du fait de la hausse saisonnière des prix de l'habillement après les soldes d'hiver. Les prix de l'alimentation et des services seraient stables sur un mois.

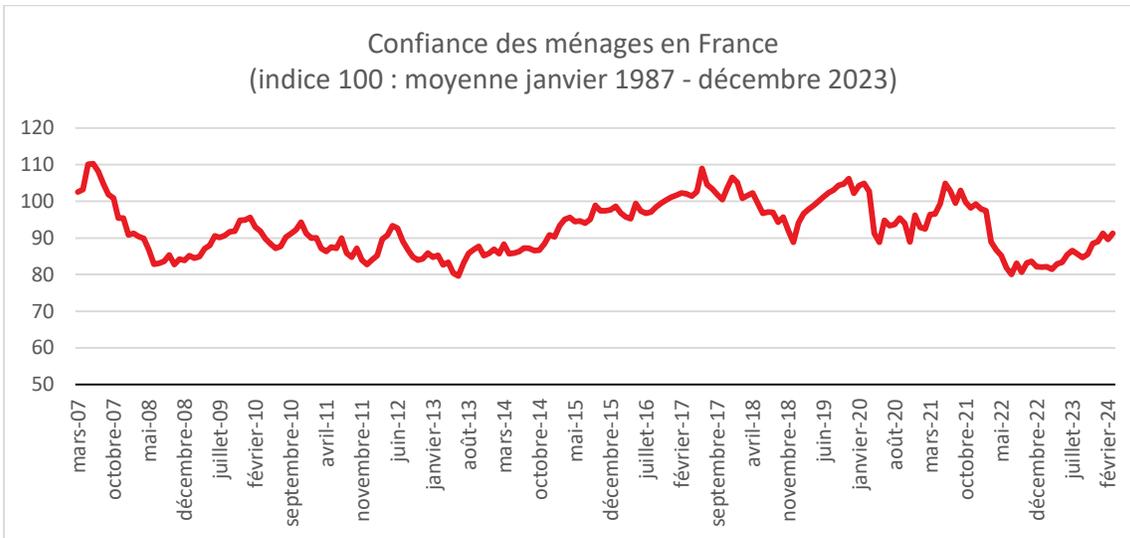
Sur un an, l'indice des prix à la consommation harmonisé augmenterait de 2,4 % en mars 2024, après +3,2 % en février. Sur un mois, il ralentirait (+0,3 % après +0,9 % le mois précédent).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

### Petite amélioration du moral des ménages en mars

En France, la confiance des ménages dans la situation économique s'est améliorée au mois de mars. L'indicateur de l'INSEE qui le mesure a, en effet gagné un point. À 91, il demeure au-dessous de sa moyenne de longue période (100 entre janvier 1987 et décembre 2023).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Le regain de confiance se manifeste par une meilleure opinion des ménages sur leur situation financière passée et à venir. La baisse de l'inflation et les augmentations de salaires y contribuent. Le solde d'opinion des ménages relatif à leur situation financière passée augmente d'un point mais reste au-dessous de sa moyenne de longue période. Celui relatif à leur situation financière future augmente de trois points et s'établit juste au-dessous de sa moyenne de long terme. En mars, l'opinion des ménages sur le niveau de vie, passé et futur, en France s'améliore légèrement. Le solde correspondant à l'évolution passée gagne deux points, tandis que celui correspondant à l'évolution future en gagne un. Ces deux soldes restent néanmoins bien au-dessous de leur moyenne de longue période. En mars, la part des ménages qui considèrent que les prix ont fortement augmenté au cours des douze derniers mois diminue fortement. Le solde d'opinion associé perd six points. Il reste cependant bien au-dessus de sa moyenne de longue période. La part des ménages estimant que les prix vont accélérer au cours des douze prochains mois diminue également. Le solde associé perd deux points, après en avoir gagné sept en février 2024 ; il demeure toujours nettement au-dessous de sa moyenne de longue période. Dans ce contexte, la proportion de ménages estimant qu'il est opportun de faire des achats importants augmente. Le solde d'opinion correspondant augmente fortement, +6 points après en avoir perdu 5 en février. Il reste néanmoins nettement en-dessous de sa moyenne de long terme.

Cet élan en faveur de la consommation s'accompagne d'une moindre propension à l'épargne. En mars, la part des ménages estimant qu'il est opportun d'épargner continue de diminuer. Le solde d'opinion correspondant perd cinq points sur un mois, comme en février. Il demeure cependant nettement au-dessus de sa moyenne de longue période. Le taux d'épargne resté, tout le long de l'année 2023, à un niveau élevé avait pesé sur la croissance.

Avec la progression de leur pouvoir d'achat, l'opinion des ménages sur leur capacité d'épargne future s'améliore. Le solde d'opinion correspondant augmente de trois points et reste assez nettement au-dessus de sa moyenne de longue période. Celui relatif à leur capacité d'épargne actuelle est stable, au-dessus de sa moyenne de long terme.



En mars, les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage diminuent nettement. Le solde correspondant perd quatre points et s'éloigne de sa moyenne de longue période.

### **Les finances publiques, le retour**

Après les années du « quoi qu'il en coûte », la France est confrontée à un déficit public élevé, supérieur à la moyenne européenne. Après une réduction entre 2020 et 2022, le déficit public est, en France, reparti à la hausse sur fond de ralentissement de la croissance. En 2023, le déficit s'est élevé à 154,0 milliards d'euros, soit 5,5 % du produit intérieur brut (PIB), après 4,8 % en 2022 et 6,6 % en 2021. La loi de finances pour 2023 avait prévu un déficit public de 4,9 %. Le dérapage de 2023 du déficit rend plus complexe sa diminution à 4,4 % du PIB en 2024 et à moins de 3 % en 2027. La France ne devrait pas échapper pas à l'ouverture d'une procédure dite de « déficit excessif » (PDE), permettant à la Commission de Bruxelles de demander des ajustements. Il est fort probable que cette procédure se soit déclenché même si le déficit avait été de 4,9 %.

En 2023, le taux de prélèvements obligatoires a diminué et s'est établi à 43,5 % du PIB après 45,2 % en 2022. Il se situe à un niveau proche de celui d'avant covid (43,9 % en 2019). En proportion du PIB, les dépenses continuent de reculer et s'établissent à 57,3 % du PIB après 58,8 % en 2022 et 59,6 % en 2021. Elles demeurent néanmoins supérieures à leur niveau d'avant Covid (55,2 % du PIB en 2019). La dette des administrations publiques au sens de Maastricht atteint 110,6 % du PIB fin 2023 après 111,9 % fin 2022, elle était de 97,9 % du PIB en 2019.

### **Des dépenses encore soutenues**

Sur le terrain des dépenses, en 2023, les dépenses des administrations publiques ont progressé de 3,7 % en euros courants après +4,0 % en 2022 et +4,3 % en 2021. Cette croissance est inférieure à celle des prix (+5,5 % pour le prix du PIB), ce qui explique la baisse du ratio dépenses/PIB. Les dépenses de fonctionnement ont augmenté plus vite que les prix, +6,0 % après +5,4 % en 2022. Les consommations intermédiaires augmentent nettement (+9,4 % après +8,0 %) en raison de la hausse des prix de l'énergie. Les rémunérations versées sont en progression, +4,6 % après +4,4 %, avec l'effet, en année pleine, de la revalorisation indiciaire de juillet 2022, la revalorisation de juillet 2023, et un emploi public en augmentation.

Les prestations sociales ont augmenté de 22,5 milliards d'euros en 2023, soit +3,3 % après +1,2 % en 2022. Cette augmentation est portée par les revalorisations des prestations indexées sur l'inflation. Les dépenses de retraites, qui constituent le poste principal des prestations sociales a connu une hausse de 5,2 %, soit +18 milliards d'euros, de même que les prestations pour le handicap (+2 milliards d'euros). Les dépenses au titre du chômage sont en hausse avec l'augmentation du nombre de demandeurs d'emploi indemnisés (+1 milliard d'euros). Les prestations pour la famille et l'enfance augmentent de 2 milliards d'euros en raison notamment de la revalorisation de l'allocation de soutien familial et la progression des transferts vers les crèches privées. Les prestations de santé restent stables, la hausse de la consommation de médicaments, des honoraires de professionnels de santé, et des soins de longue durée



étant compensée par un repli des dépenses de tests et d'arrêts maladie avec le repli du covid. De leur côté, les prestations du compte personnel de formation sont en repli.

Les subventions et autres transferts n'ont augmenté que de 0,3 % en 2023, après +0,7 % en 2022. Les mesures de soutien liées au Covid sont arrivées à leur terme. Les dispositifs de soutien institués afin de limiter les effets de l'augmentation des prix de l'énergie ont été réaménagés en 2023. Le gouvernement a décidé de ne pas reconduire la remise à la pompe sur les carburants (-7,6 milliards d'euros) et de diminuer les dépenses pour le bouclier tarifaire sur le gaz (-2,5 milliards d'euros). Il a, en revanche, augmenté les subventions au titre du bouclier tarifaire sur l'électricité (+7,3 milliards d'euros) et des aides au paiement des factures d'énergie des entreprises (+2,0 milliards d'euros). Au-delà des seules subventions, le coût pour les finances publiques des principaux dispositifs en lien avec les prix élevés de l'énergie s'accroît de 3,3 milliards d'euros en 2023. Les dépenses d'apprentissage continuent d'augmenter, de même que les transferts aux associations pour l'aide sociale à l'enfance, la réinsertion et l'aide alimentaire. Enfin, les transferts en capital se replient après une année 2022 marquée par la recapitalisation d'EDF au premier semestre. La charge d'intérêts de la dette se replie en 2023 (-2,6 milliards d'euros ; soit -4,9 %). Elle représente 1,8 % du PIB.

Les acquisitions nettes d'actifs non financiers, principalement constituées d'investissement, progressent : +6,0 % après +9,0 % en 2022. L'investissement reste soutenu dans les collectivités locales, mais l'investissement de l'État ralentit après une année 2022 particulièrement dynamique en investissements immobiliers.

### **Des recettes décevantes**

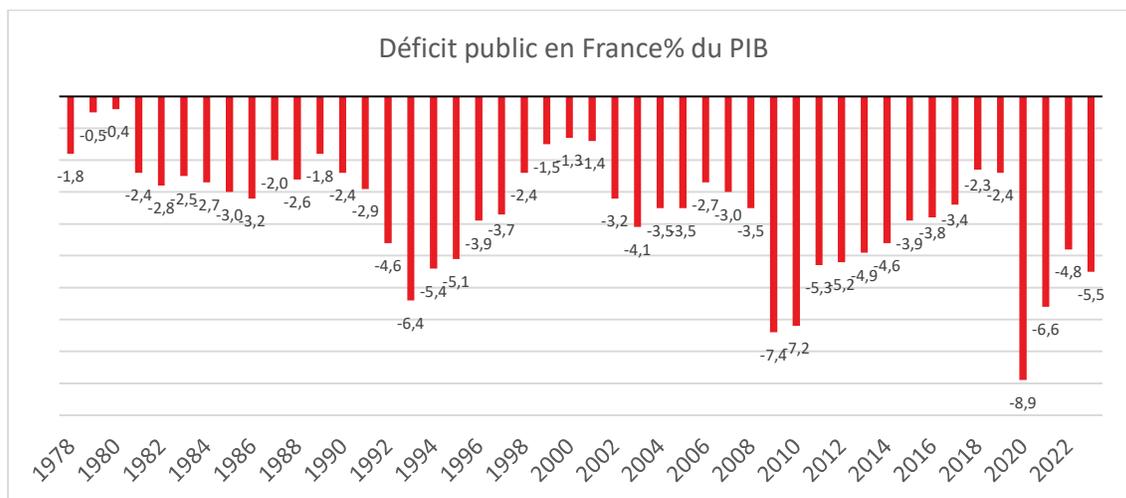
En 2023, les recettes ont augmenté trois fois moins vite que le PIB en euros courants, respectivement 2 et 6,2 %. Les impôts (avant déduction des crédits d'impôt) n'ont augmenté que de 0,3 %, contre +7,9 % en 2022. Les recettes de TVA ont pâti de la faible consommation avec une progression de +2,8 % après +7,6 %. Les autres impôts sur le produit ont baissé de 5,8 % avec le repli des droits de mutations à titre onéreux (-4,8 milliards d'euros soit -22,2 %) en lien avec le recul des transactions immobilières. Par ailleurs, la baisse des accises sur les énergies dans le cadre du bouclier tarifaire a pesé sur les recettes. Les impôts sur la production ont progressé de +2,8 % après +13,2 % en 2022 avec le ralentissement de la masse salariale et la nouvelle étape de suppression de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (-3,7 milliards d'euros), et malgré le dynamisme de la taxe foncière (+3,8 milliards d'euros). Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine ont diminué de 0,5 % (-1,9 milliards d'euros) après un gain de 10,8 % en 2022. L'impôt sur les sociétés a diminué de 10,7 milliards d'euros, en contrecoup d'une année 2022 exceptionnelle due au rebond économique de 2021. L'impôt sur le revenu des personnes physiques, dont le barème a été indexé sur l'inflation, n'a progressé que de 0,9 % (+0,8 milliard d'euros). La CSG/CRDS ralentit avec la masse salariale (+6,6 milliards d'euros) +4,4 % après +9,4 % en 2022. La dernière étape de la suppression de la taxe d'habitation sur les résidences principales a entraîné un manque à gagner de 2,5 milliards d'euros. En revanche, les impôts sur le capital ont progressé de 2,4 milliards d'euros en hausse de +12,8 % en un an, portés par les droits de mutation à titre gratuit. Les recettes de cotisations sociales effectives ralentissent avec la masse salariale, à +4,5 % soit +17,8 milliards d'euros après +6,1 % en 2022. Les revenus de la propriété ont augmenté de +13,1 % après +16,1 % en 2022. Les recettes d'intérêt augmentent avec la hausse des taux, alors que les recettes tirées



de dividendes diminuent. Les recettes de production décélèrent (+4,7 % après +7,3 %) après une année 2022 stimulée par les effets de réouverture après la crise sanitaire.

## Un déficit en hausse

La France se classe parmi les plus mauvais élèves de l'Union européenne en matière de déficit public. L'Italie a certes fait moins bien en 2023 avec un déficit qui pourrait être proche de 7 % mais cela ne saurait masquer la dégradation de la situation des finances publiques françaises. Au niveau de l'OCDE, le gouvernement pourra également se réjouir que le déficit public soit en France inférieur de celui des États-Unis, qui dépasse 7 % du PIB.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

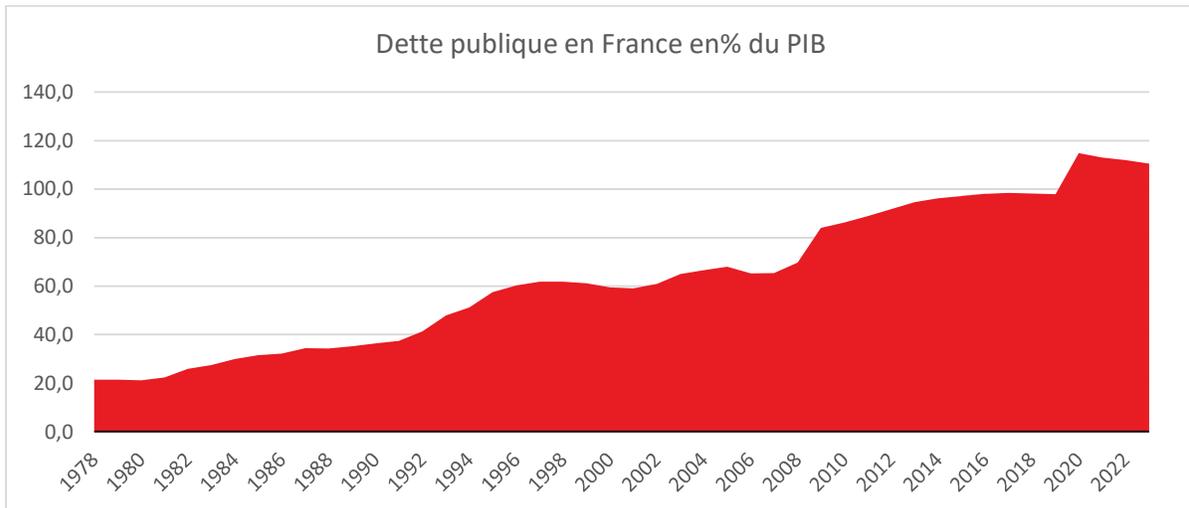
Une des raisons de la progression du déficit public en 2023 tient de la moindre augmentation des recettes en lien avec l'affaiblissement de la croissance. Leur hausse passe de 7,4 % en 2022 à +2 % en 2023. Le déficit de l'État augmenté de 6,9 milliards d'euros. Hors effet de la reprise de dette de SNCF Réseau de 10 milliards d'euros en 2022, il s'accroît de 16,9 milliards d'euros. Le déficit des administrations publiques locales (APUL) a augmenté de 8,9 milliards d'euros traduisant le net repli des droits de mutation à titre onéreux affectés aux communes et départements après plusieurs années de grand dynamisme, et l'accélération des dépenses de fonctionnement et d'investissement. Les organismes divers d'administration centrale (ODAC) deviennent déficitaires en 2023, et leur déficit s'établit à 1,6 milliard d'euros, soit une dégradation de 7,0 milliards d'euros (hors effet de la reprise de dette de SNCF Réseau en 2022 qui améliorerait ponctuellement la capacité de financement des ODAC mais dégradait à même hauteur le besoin de financement de l'État). Cette dégradation fait suite à une hausse des dépenses d'aide à l'investissement dans le cadre du Programme d'investissements d'avenir (PIA), d'une nouvelle hausse des dépenses d'apprentissage, et d'une diminution des transferts reçus par Santé Publique France. L'excédent des administrations de sécurité sociale (ASSO) a atteint 12,9 milliards d'euros en hausse de 4,7 milliards d'euros en 2023. Ce résultats est imputable à la Cades (+18,0 milliards d'euros). Les recettes de CSG et de cotisations sociales ralentissent avec la masse salariale, mais restent plus dynamiques que les dépenses. La progression des dépenses est alimentée par les revalorisations des prestations sociales en lien avec



l'inflation, mais est atténuée par la fin des dépenses exceptionnelles liées à la crise sanitaire.

### La dette publique au-dessus de 110 % du PIB

À 110,6 % du PIB, la dette publique de la France est 22 points au-dessus de la moyenne de la zone euro (89,9 % du PIB). Elle est la troisième la plus importante, en valeur relative, de l'Union après celle de la Grèce et de l'Italie.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La dette des administrations publiques au sens de Maastricht, soit la dette brute consolidée en valeur nominale a augmenté de 147,6 milliards d'euros en 2023 pour atteindre 3 101,2 milliards d'euros. Elle représentait, en 2023, 110,6 % du PIB après 111,9 % fin 2022 et 113,0 % fin 2021. Le besoin de financement des Administrations publiques est principalement financé par une hausse de son endettement, mais aussi par une diminution de sa trésorerie (-44,4 milliards d'euros). La dette publique nette a ainsi augmenté plus vite que la dette brute, + 87,4 Md€, et s'établit à 102,4 % du PIB. L'augmentation de la dette publique en 2023 résulte essentiellement de la hausse de la contribution de l'État (+149,5 milliards d'euros), qui s'endette via des titres de court et de long terme (+152,1 milliards d'euros). La contribution des Administrations publiques locales à la dette publique augmente de 5,8 milliards d'euros. En revanche, la contribution des administrations de sécurité sociale diminue de 7,0 milliards d'euros. L'augmentation de la dette publique française n'a pas provoqué un surcroît de défiance de la part des investisseurs, le différentiel de taux d'intérêt avec l'Allemagne restant globalement stable depuis un an.

### La France face au repli de la productivité

La France connaît depuis 2019 un recul marqué de la productivité apparente du travail. Cette dernière se définit par le rapport entre la valeur ajoutée produite et le nombre de personnes employées. À la fin du deuxième trimestre 2023, elle se situait 5,2 % en-dessous de son niveau pré-Covid (dernier trimestre 2019) dans les branches marchandes. Cette perte atteint même à 8,5 % en comparant le niveau de productivité effectivement constaté à celui qui aurait dû être observé si la productivité par tête avait



continué à croître depuis début 2020 au même rythme qu'entre 2010-2019. Si d'autres pays européens ont enregistré un tel décrochage, ce dernier est d'une ampleur et d'une durée moindres. En moyenne dans la zone euro, l'écart de la productivité par tête dans les branches marchandes par rapport à sa tendance pré-Covid n'était que de 2,4 % au deuxième trimestre 2023.

Selon une étude de la Banque de France publiée au mois de mars, plusieurs facteurs expliquent le recul de la productivité en France :

- la croissance de l'emploi des apprentis ;
- les changements de composition de la main-d'œuvre et les effets permanents liés aux confinements successifs ;
- la réduction de la production dans les secteurs touchés par la hausse de l'énergie ;
- la hausse des arrêts maladie.

### **L'apprentissage**

La hausse de l'emploi en apprentissage depuis fin 2019 contribuerait pour 1,2 point aux pertes de productivité. Le développement de l'apprentissage et de la formation par alternance augmente le nombre d'emplois sans avoir un effet comparable sur la production. Le surcroît d'emploi est évalué à plus de 320 000. La productivité des apprentis est estimée à 0,36 fois celle des autres emplois quand celle des autres personnes rémunérées au Smic auraient une productivité valant 0,5 fois celle des autres emplois.

### **La modification de la composition de la population active**

L'entrée dans l'emploi de personnes durablement écartées du marché du travail ou de personnes moins qualifiées provoquerait une baisse de la productivité de 1,4 point. Les pénuries de main-d'œuvre obligent les employeurs à recourir à des actifs moins bien formés et moins productifs. Ce phénomène peut avoir une dimension transitoire. La productivité des nouveaux entrants est censée augmenter progressivement. En revanche, si les problèmes de recrutement perduraient, la productivité pourrait être durablement orientée à la baisse.

### **Les nouvelles formes d'organisation**

Les conséquences du télétravail sur la productivité sont encore parcellaires et contradictoires. La période covid, en désorganisant la production, aurait entraîné une perte de compétences et d'expérience qui n'aurait pas été rattrapée depuis.

Les entreprises ont eu tendance à régulariser certains emplois et à réduire le volume du travail non déclaré afin d'obtenir des aides ou par crainte des contrôles. Ces régularisations n'affectent la production. Des régularisations ont été constatées dans les secteurs de l'industrie, de la construction, du commerce de détail, de l'hébergement-restauration et du transport routier. Ces dernières auraient diminué la productivité de 0,1 point.



## **Des rétentions d'emplois**

Quand une entreprise est confrontée à une baisse importante de l'activité, elle est amenée à diminuer ses effectifs. Or, depuis le covid, au sein de certains secteurs, les employeurs maintiennent leurs effectifs. Cette situation concerne en particulier les entreprises exerçant dans des secteurs les plus touchés par le covid et la guerre en Ukraine. Les rétentions de main-d'œuvre sont nettes dans les branches de la fabrication de matériels de transport, la construction, l'hébergement-restauration et l'information-communication. Les sureffectifs dans ces branches, après correction des facteurs durables et des effets temporaires liés à l'activité partielle, sont estimés à environ 360 000 emplois au deuxième trimestre 2023 et pèsent pour 1,7 pp sur la productivité. Les entreprises préfèrent maintenir leurs emplois par crainte de ne pas les pouvoir en cas de reprise en raison des pénuries de main-d'œuvre.

## **L'essor des arrêts maladie et des absences**

Après le covid, le nombre d'arrêts maladie demeure élevé. Selon la Banque de France, 47 % des entreprises constateraient, en 2023, une hausse de l'absentéisme. La conséquence sur la productivité n'a pas été en l'état réellement appréciée.

## **Une part inexplicée importante**

Pour les économistes de la Banque de France, 3,6 points sur les 8,5 de recul de la productivité restent pour le moment inexplicés. Plusieurs hypothèses sont avancées. La faiblesse des défaillances d'entreprises entre 2020 et 2022 aurait contribué à la diminution de la productivité. Des entreprises ont survécu plusieurs années quand elles auraient dû disparaître. Elles ont ralenti ainsi la diffusion du progrès technique.

La tertiarisation croissante de l'économie et le vieillissement de la population pèseraient sur la productivité. L'essor des emplois domestiques au détriment des emplois de production aboutit naturellement à une baisse de la productivité. La crise covid a donné lieu à une forte augmentation d'emplois à faible durée (VTC, livraisons à domicile, etc.) qui sont peu productifs. La productivité de l'industrie manufacturière pourrait aussi avoir été affectée par la hausse des coûts des matières premières et de l'énergie ainsi que par les difficultés de recrutement.

Si certains facteurs sont de nature transitoire, plusieurs apparaissent plus structurels nécessitant la mise en œuvre de politiques spécifiques. L'amélioration de la formation, et la montée en gamme des emplois constituent des nécessités pour casser la spirale du déclin de la productivité.



### Le Japon entre inflation et déflation

Dans les années 1980, le Japon était tout à la fois le symbole de la réussite économique et une menace pour les États-Unis et les États européens. C'était l'époque où Toyota, Nissan, Sony, Panasonic, etc. régnaient en maîtres sur de nombreux marchés. Le Japon était censé déloger les États-Unis de leur première puissance économique mondiale mais le miracle japonais s'est enrayé dans les années 1990. Le pays, sur fond de déclin démographique, est passé à côté de la révolution des technologies de l'information et de la communication pour laquelle il était, pourtant, bien placé. Sony qui avait une multitude de brevets en stock n'y a pas cru. Le conformisme japonais n'a pas facilité l'avènement d'un secteur qui a mis en avant son caractère disruptif. L'économie japonaise s'est alors enfoncée dans un cycle de faible croissance sur fond de déflation et d'envolée de la dette publique. Pour limiter les effets de l'attrition croissante de l'économie, la Banque centrale japonaise a bien avant les autres pratiqué une politique monétaire accommodante avec des taux directeurs faibles.

Le 19 mars dernier, la Banque du Japon a relevé ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 2007, afin de lutter l'inflation. L'objectif de taux d'intérêt pour les prêts au jour le jour, auparavant compris entre -0,1 % et 0 % augmente d'un dixième de point de pourcentage. La banque centrale a également abandonné sa politique de contrôle de la courbe des rendements, qui plafonnait les rendements obligataires à long terme à 1 %. Le Japon semble ainsi suivre, avec retard, l'exemple des autres banques centrales. Le retour de l'inflation constitue une surprise pour ce pays. Avant 2022, l'inflation annuelle n'avait été supérieure à 2 % que pendant 12 mois au cours dix années précédente. Actuellement, il est au-dessus de ce niveau depuis 22 mois consécutifs. Avec la déflation, les salaires n'augmentaient plus. Mais, depuis quelques mois, leur progression, du moins dans les grandes entreprises, atteint plus de 5 %. La hausse rapide du cours des actions surprend également. L'indice Nikkei 225 a ainsi dépassé le record qu'il avait établi en décembre 1989, il y a plus de 35 ans...

### **Cette évolution traduit-elle pour autant une normalisation de l'économie japonaise ?**

Les caractéristiques structurelles d'une économie sont plus importantes que ses attributs nominaux comme l'inflation, les taux d'intérêt globaux et la croissance boursière. Si l'on considère les fondamentaux, même la hausse des taux d'intérêt n'est pas tout à fait ce qu'elle semble être. Les taux d'intérêt réels au Japon demeurent négatifs voire ils sont devenus encore plus négatifs qu'avant la crise sanitaire en raison de la hausse des prix. De toute façon, la banque centrale a indiqué dans sa déclaration du 19 mars dernier qu'elle prévoyait de maintenir des conditions financières accommodantes et qu'elle continuerait à acheter des obligations ce que ne font plus la BCE et la FED.

Le maintien de taux d'intérêt bas n'est pas sans lien avec le vieillissement de la population. Les ménages âgés épargnent de manière importante permettant de financer le déficit public qui en 2023 a été de 5,6 % du PIB. La demande interne est atone en raison de l'attrition démographique que connaît le pays. Le Japon perd chaque année 300 000 habitants. 30 % de la population a plus de 65 ans et le taux de fécondité reste



à des niveaux historiquement bas, 1,3 enfant par femme en 2023. Dans ce contexte, le FMI s'attend à une hausse du PIB de seulement 0,5 % par an au cours des quatre prochaines années, contre 2 % aux États-Unis. L'économie japonaise est bridée par les pénuries de main-d'œuvre, problème ne pouvant pas être compensé par l'arrivée de travailleurs immigrés compte tenu des fortes réticences au sein de la population. Le maintien d'une politique monétaire accommodante est enfin justifié par le poids de la dette publique (255 % du PIB en brut et 159 % en net après compensation des actifs financiers de l'État). Ces taux figurent parmi les plus élevés au monde. Le service de la dette absorbe près de 9 % du budget de l'État. Celui-ci ne supporterait pas un resserrement monétaire qui amènerait les taux à plus de 4 %.

Plusieurs risques menacent le Japon. Pour commencer, le ralentissement de la croissance de la Chine également - sur fond de déclin démographique - le touche directement en réduisant le volume des exportations. Les tensions commerciales qui se multiplient sont également une source d'inquiétudes. Le Japon dépend des exportations de son industrie informatique et électronique ainsi que de ses constructeurs automobiles. Le pays sera également amené à réduire son déficit public. La pression du remboursement des intérêts sur le budget augmente d'année en année. Le système financier semble solide, mais le régulateur financier japonais a récemment renforcé sa surveillance des banques régionales. De nombreux observateurs s'inquiètent de l'effet des hausses de taux sur les prêts hypothécaires et sur les petites et moyennes entreprises qui ne disposent pas de réserves de liquidités importantes.

À moyen terme, l'inflation est susceptible de revenir en-dessous des 2 %, mais l'économie japonaise reste structurellement déflationniste. Le Japon a besoin de réformes qui accroissent la productivité et stimulent le taux de croissance potentiel. De plus en plus d'acteurs estiment que la politique monétaire ne peut pas résoudre tous les problèmes du pays. Une réorientation des dépenses publiques en faveur de la recherche et de l'investissement est de plus en plus demandée.

### **Le Japon ciblé par son allié américain**

Depuis l'annonce en décembre dernier du rachat de US Steel par Nippon Steel, aux États-Unis, le débat est ouvert sur la sauvegarde d'un ex-fleuron national de l'acier. Joe Biden, en pleine campagne électorale, a souligné qu'il était « vital » que l'entreprise soit détenue par des propriétaires nationaux. « *J'ai dit à nos métallurgistes que je les soutenais et je le pensais sincèrement* ». Donald Trump, de son côté, a indiqué qu'il s'oppose à tout accord avec le Japon et répète qu'il est favorable à l'instauration d'un droit de douane supplémentaire de 10 %. Réduire les échanges commerciaux signifie des prix plus élevés pour les consommateurs. Empêcher le rachat d'entreprises par des concurrents étrangers aboutit à ralentir la diffusion du progrès technique. Dans le cas particulier d'US Steel, l'entreprise japonaise a pris l'engagement de ne pas supprimer d'emplois et d'augmenter les investissements. L'opposition de Joe Biden est apparue peu transparente car elle n'est pas fondée sur des règles claires. Elle risque d'être contreproductive en dissuadant l'arrivée d'investisseurs internationaux dont ont besoin les Américains pour compenser le déficit abyssal de leur balance des paiements courants. Elle risque en outre d'inciter toutes les entreprises américaines en difficulté et susceptibles d'être rachetées d'exiger le même traitement de la part des pouvoirs publics. La décision de Joe Biden place les États-Unis dans une situation inconfortable



car elle vise un allié proche, le Japon. Celui-ci espère que la situation se détend après les élections du mois de novembre.

### La génération Z, génération malheureuse ?

Le « péril jeunes » est une antienne qui traverse les décennies et les siècles. Dans les années 1930, aux États-Unis comme en Europe, la génération post 1914 était accusée de nihilisme, de recherche de plaisirs faciles, après les horreurs vécues dans les tranchées et sur le front, par leurs aînés. Après la Seconde Guerre mondiale, des blousons noirs des années 1950 aux révoltés de 1968, la guerre des générations marqua les Trente Glorieuses. Les années 1960 et 1970 ont été marquées par de grandes manifestations de jeunes sur fond de libération des mœurs et de lutte contre la guerre du Vietnam. Dans les années 1980, les comportements à risques de jeunes que ce soit au niveau de l'alcool, de la vitesse ou du sexe ont été à maintes reprises dénoncés. Dans un livre intitulé « *La disparition de l'enfance* » (1982), l'auteur américain Neil Postman, un théoricien de l'éducation, a soutenu que les adolescents étaient pervertis par la télévision. En France, Ségolène Royal avec son livre « *Le stress du bébé zappeur* » était sur la même ligne. Depuis, le phénomène s'est amplifié. Avec les chaînes d'information en continue, les drames de la planète sont vécus en temps réel. Les attentats contre le World Trade Center constituent en la matière une rupture. En direct, des centaines de millions de personnes ont assisté à la chute des deux tours et à la mort de nombreux de leurs occupants. Avec les réseaux sociaux, les fausses informations se mêlent aux vraies dans un ballet incessant. Chacun devient émetteur d'informations tout en pouvant en devenir victimes.

Face à ce flux sans fin d'informations, les jeunes sont devenus des anxieux professionnels. Ils sont gagnés par le conservatisme. Autrefois révolutionnaires, ils sont aujourd'hui les adeptes du statu quo. En France, ils défilent contre le report de l'âge de départ à la retraite et tout changement apporté au droit du travail. La génération Z qui rassemble les personnes nées entre la fin des années 1990 et la fin des années 2000 serait une génération de la dépression. Aux États-Unis, un cinquième des étudiants ont reçu, en 2019, un diagnostic ou un traitement pour une dépression, contre un dixième dix ans plus tôt. Depuis le covid, ce taux aurait encore progressé. En France, un cinquième des jeunes seraient également confrontés à des problèmes mentaux selon le Ministère de la Santé. Aux États-Unis, le nombre de suicides de jeunes est en forte hausse. Il aurait doublé de 2010 à 2023 pour les jeunes filles âgées de 10 à 14 ans. En France, les pensées suicidaires ont été, de leur côté, multipliées par plus de deux depuis 2014 chez les 18-24 ans (passant de 3,3 % à 7,2 % en 2021). Les jeunes femmes sont particulièrement exposées à de telles pensées. En 2021, 9,4 % des femmes de 18 à 24 ans déclarent avoir eu des pensées suicidaires au cours des douze derniers mois, contre 5 % des jeunes hommes. Pour expliquer le développement des sentiments dépressifs des jeunes, leurs aînés pointent les smartphones et les réseaux sociaux. Ces derniers capteraient l'attention et l'énergie des jeunes générations en les détournant des communautés réelles. Le cyberharcèlement frapperait un nombre croissant de jeunes. Autrefois cantonnés aux cours d'écoles, le harcèlement est désormais, avec les réseaux sociaux, possible 24 heures sur 24. Les jeunes peuvent voir leur image, leur réputation dégradées en quelques clics.



Les jeunes souffriraient de plus en plus de solitude. Choyés par leurs parents, ils éprouvent les pires difficultés à vivre seuls. Malgré les sites de mises de rencontres, selon une étude de l'IFOP du mois de février 2024, les jeunes français auraient de moins en moins de relations sexuelles faute de temps, faute de désirs, faute de rencontres, malgré les applications qui sont censées les faciliter. Les nouvelles technologies de la communication et de l'information seraient par ailleurs responsables d'une fragilité, d'une sensibilité accrue des jeunes. Ces derniers reçoivent sans filtre une multitude d'informations en mode passif. Ils éprouveraient des difficultés à hiérarchiser les données. L'incapacité à exprimer des émotions à travers les écrans apparaît comme une source de frustrations. Jonathan Haidt, psychologue social et professeur d'université américain, plaide pour l'interdiction des smartphones à l'école. Il estime également que l'éducation des enfants est devenue trop protectrice. Le culte de l'enfant roi a transformé ce dernier en anxieux. Il souhaite que les jeunes puissent se déchaîner davantage afin de s'endurcir.

L'écrivaine américaine, Abigail Shrier, stigmatise le recours à la psychologisation permanente de la société. Elle souligne qu'aux États-Unis, deux cinquièmes des jeunes ont déjà consulté pour des problèmes mentaux ; elle pense que ces consultations n'étaient pas toute fondées. La société de la victimisation n'aide pas à l'affirmation des caractères et à la responsabilisation. Les mauvais élèves seraient le produit du système et non le résultat d'une absence d'envie d'étudier. En France, les notes ont été bannies tout comme la culture générale à Sciences Po, jugée socialement discriminante. Il en a été de même, un temps, pour les mathématiques au lycée. Toujours à Sciences Po Paris, le mode de sélection a abandonné les épreuves sur table pour privilégier des critères prenant en compte les difficultés que les élèves ont rencontrées dans leur vie scolaire. Comme le souligne Pascal Bruckner dans son dernier livre « je souffre donc je suis », l'époque est celle des victimes et non des héros. Or, la construction de la personnalité a longtemps reposé sur le culte des héros. Le changement de paradigme conduit inmanquablement à une valorisation du malheur au détriment du bonheur et de la réussite.

La dégradation de la santé mentale des jeunes est peut-être la conséquence d'un excès d'attention. Autrefois, les problèmes de jeunes étaient rangés dans la catégorie de la crise de l'adolescence. Ils sont devenus depuis un phénomène de société. Le développement de la psychologie et de la psychiatrie crée une demande, un besoin permanent d'analyse. D'autres sujets concernant les jeunes sont peut-être plus inquiétants. L'essor de l'obésité qui aurait quadruplé, selon l'Organisation Mondiale de la Santé, chez les moins de 18 ans en trente ans à l'échelle mondiale inquiète les autorités qui demandent à leur population de faire de l'exercice. L'armée française constate une baisse des performances physiques de ses jeunes recrues. La sédentarité liée à l'utilisation des écrans touche en priorité les enfants et les adolescents. Selon une enquête de Santé Publique France, les enfants de 2 ans passent en moyenne 56 minutes par jour devant les écrans, tandis que les adolescents peuvent atteindre six à sept heures les jours sans école.



La génération Y était incomprise par les baby-boomers des années 1946-1964. Ces derniers stigmatisaient l'individualisme des premiers. Aujourd'hui, la génération Z est considérée comme perdue en raison de son manque d'implication, de son conservatisme voire son égoïsme. Il est assez sain que la succession des générations donne lieu à des tensions et à des remises en cause. Les problèmes de santé physique sont certainement plus inquiétants que ceux d'ordre mental. La mauvaise alimentation s'est propagée de génération en génération pour devenir une règle. Le no-sport de Winston Churchill s'est également imposé même si ce dernier point mérite d'être relativisé. Depuis la fin des confinements, les salles de sport et les piscines accueillent de plus en plus de jeunes.



## GRAPHIQUES

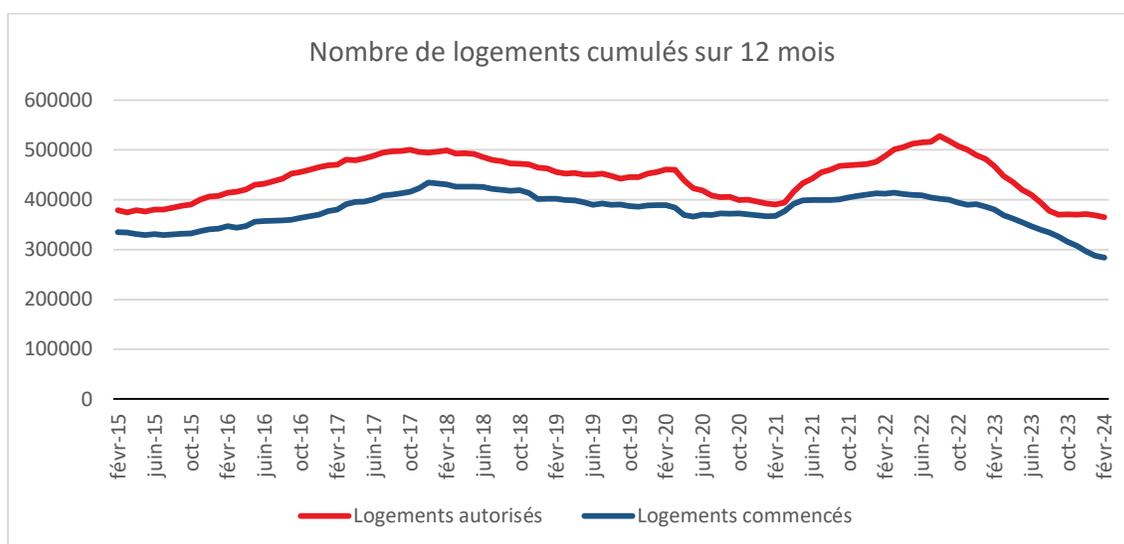
### Moins de 300 000 logements mis en chantier sur douze mois

En février 2024, les autorisations de logements diminuent. Elle se sont élevées à 30 000 (-4 % par rapport à janvier). Le nombre de logements autorisés se situe désormais à 22 % au-dessous de son niveau moyen des douze mois précédant le premier confinement, en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO).

De mars 2023 à février 2024, 364 800 logements ont été autorisés à la construction, soit 101 900 de moins que lors des douze mois précédents (-21,8 %) et 21 % de moins qu'au cours des douze mois précédant la crise sanitaire (mars 2019 à février 2020).

En février 2024, 23 000 logements auraient été mis en chantier, soit 3 000 de plus qu'en janvier (+15 %). Le nombre de logements commencés en février 2024 serait cependant inférieur de 29 % à sa moyenne des douze mois précédant la crise sanitaire.

Au cours des douze derniers mois, on estime que 283 900 logements ont été mis en chantier, soit 95 700 de moins (-25,2 %) qu'entre mars 2022 et février 2023, et 27 % de moins qu'au cours des douze mois précédant la crise sanitaire (mars 2019 à février 2020).



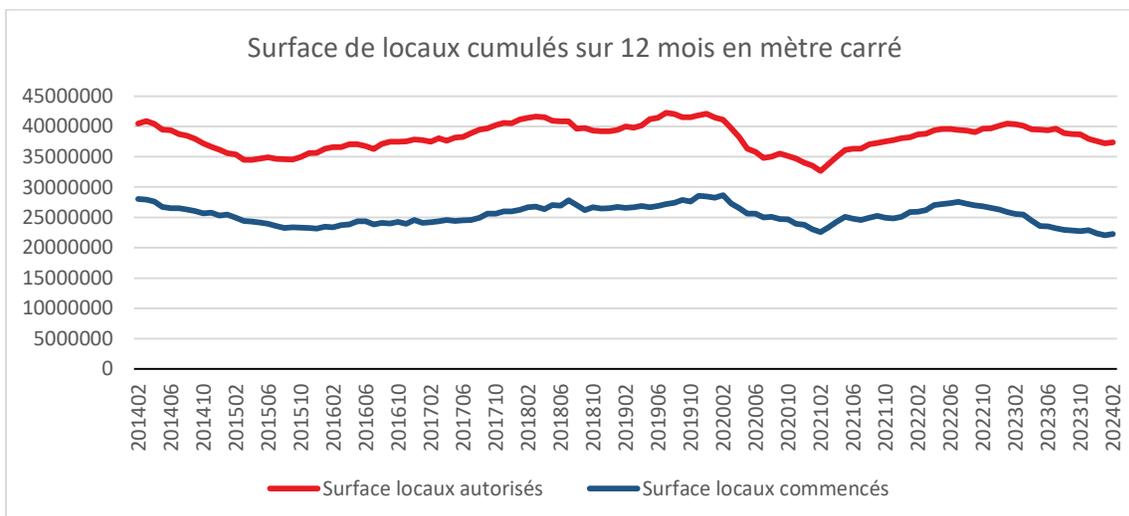
Cercle de l'Épargne - source : SDES, Sit@del2, estimations à fin février 2024

De décembre 2023 à février 2024, les enregistrements d'autorisation à la construction de locaux non résidentiels s'élèvent à 8,6 millions de m<sup>2</sup> et sont en recul (-6,4 %) par rapport à la même période un an plus tôt.

Sur ces trois mois, 5,1 millions de m<sup>2</sup> de locaux non résidentiels ont été mis en chantier, une surface également en baisse (-10,4 %) par rapport à la même période un an plus tôt.



Sur les douze derniers mois, de mars 2023 à février 2024, les autorisations de locaux non résidentiels enregistrées s'élèvent à 37,4 millions de m<sup>2</sup> et décroissent (-7,5 %) par rapport aux mêmes douze mois un an plus tôt.



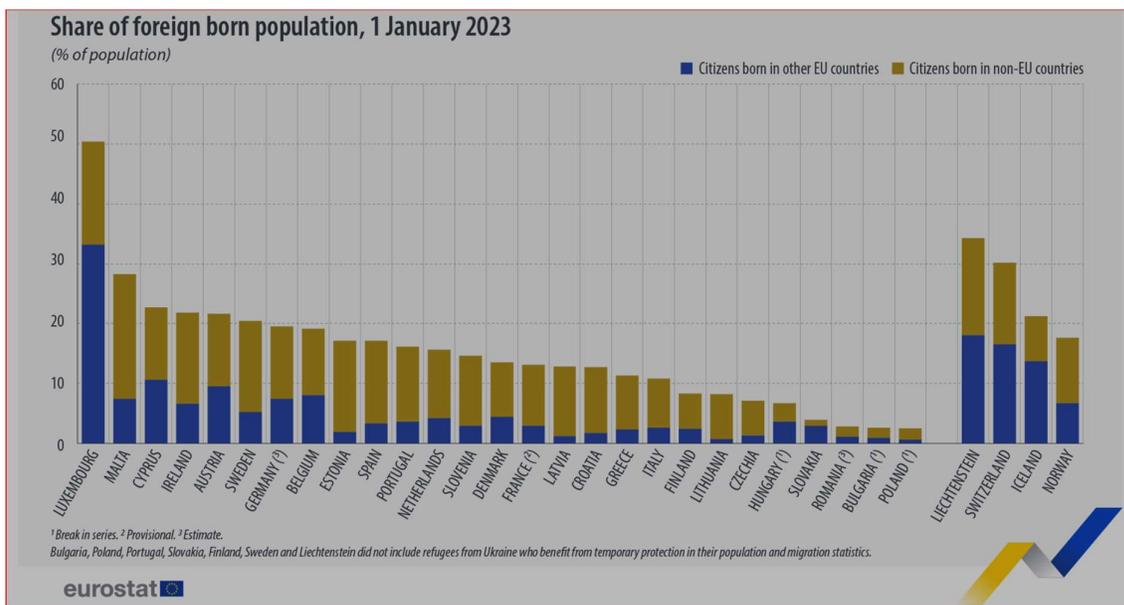
Cercle de l'Épargne - source : SDES, Sit@del2, en surface de plancher

## L'Union européenne et son solde migratoire

En 2022, 5,1 millions de personnes ont immigré vers l'Union européenne en provenance de pays tiers, tandis que 1,0 million de personnes ont émigré de l'Union vers des destinations en dehors de l'Union. L'afflux d'immigrants en provenance de pays tiers a doublé par rapport aux 2,4 millions estimés en 2021. À l'inverse, le nombre de résidents de l'Union émigrant vers des pays tiers est resté stable, avec 1,0 million d'émigrants en 2021. La forte augmentation de 2022 doit être relativisée car elle intervient après les confinements liés à la crise Covid qui avaient pesé sur les migrations.

En 2022, il y avait environ 11 immigrants originaires de pays tiers pour 1 000 habitants dans l'Union. Par rapport à la taille de la population résidente, Malte a enregistré le taux d'immigration le plus élevé en provenance de pays de l'Union et de pays tiers en 2022 (66 immigrants pour 1 000 habitants), suivi du Luxembourg (48) et de l'Estonie (37). En revanche, la Slovaquie a enregistré le taux d'immigration le plus faible, avec 1 immigrant pour 1 000 habitants, suivie par la Bulgarie et la France, chacune avec 6 immigrants pour 1 000 habitants.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2023, plus de la moitié (50,4 %) de la population luxembourgeoise était née à l'étranger. Malte (28,3 %) et Chypre (22,7 %) complètent le top 3 des pays de l'UE ayant les proportions de population née à l'étranger les plus élevées. En revanche, les parts les plus faibles ont été enregistrées en Pologne (2,5 %), en Bulgarie (2,6 %) et en Roumanie (2,8 %). En la matière, la France se situe en-dessous de la moyenne européenne.



En termes absolus, le plus grand nombre de résidents nés à l'étranger (provenant d'autres pays de l'Union et de pays tiers) ont été enregistrés en Allemagne (16,5 millions de personnes), en France (8,9 millions) et en Espagne (8,2 millions). En termes relatifs, le Luxembourg comptait de loin la plus grande proportion de résidents nés dans un autre pays de l'Union, 33,2 %, suivi de Chypre avec 10,6 % et de l'Autriche avec 9,5 %. Les proportions les plus faibles de résidents nés dans d'autres pays de l'Union, inférieures à 1 %, ont été enregistrées en Pologne (0,6 %), en Lituanie (0,7 %) et en Bulgarie (0,9 %). En ce qui concerne les résidents nés dans des pays tiers, les proportions les plus élevées ont été enregistrées à Malte (20,9 %), suivie du Luxembourg (17,2 %). L'Irlande, la Suède et l'Estonie ont enregistré chacune une part de 15,2 %. Les proportions les plus faibles de résidents nés en dehors de l'Union ont été enregistrées en Slovaquie (1 %), en Bulgarie et en Roumanie (1,7 % chacune).



## AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

### Lundi 1<sup>er</sup> avril

#### Lundi de Pâques

Au **Japon** les **indicateurs Tankan** du premier trimestre et le **PMI manufacturier** de mars seront disponibles.

En **Chine**, il sera possible de consulter l'indice **PMI manufacturier Caixin** de mars.

Dans l'**Union européenne**, les chiffres des **immatriculations de voitures** en mars seront publiés.

Aux **États-Unis**, le **PMI manufacturier** et les indicateurs **ISM manufacturier** de mars seront diffusés ainsi que les données des **dépenses de construction** en février.

### Mardi 2 avril

**Dans la zone euro**, l'office européen de la statistique communiquera l'**indice des prix à la consommation** en 2023. Il sera également possible de consulter des statistiques sur les **entreprises du secteur de l'hébergement** et de la restauration et sur l'**emploi et la croissance de l'économie de l'environnement** en 2021 dans l'**Union européenne**. La BCE diffusera un communiqué sur l'**évolution monétaire dans la zone euro** et les **statistiques des soldes TARGET**.

En **Allemagne**, une première estimation de l'**inflation** constatée en mars sera publiée par Destatis.

le **PMI manufacturier** de mars du **Royaume-Uni**, et des États membres de l'**Union européenne** sera disponible.

Au **Royaume-Uni**, la Banque of England, diffusera les données à fin février du **crédit à la consommation, des approbations d'hypothèques et des prêts hypothécaires** et des **prêts nets aux particuliers**. Il sera également possible de suivre l'évolution de l'**indice des prix des logements Nationwide HPI**.

Aux **États-Unis**, les résultats mensuels, à fin février, des **commandes de biens durables** et des **commandes à l'industrie** ainsi que le rapport **JOLTS -Nouvelles offres d'emploi** et l'**indice Redbook des ventes au détail** seront accessibles.

### Mercredi 3 avril

En **France**, il sera possible de prendre connaissance des statistiques mensuelles des **Immatriculations de véhicules neufs** et la présentation de la **Situation mensuelle budgétaire de l'État**.

Pour la **zone euro** une estimation flash de l'**inflation** en mars sera diffusée par Eurostat. Les données du **chômage** en février dans l'Union européenne et ses pays membres seront accessibles. Les chiffres des **permis de construire** à fin décembre et sur le



dernier trimestre 2023 ainsi que le **chiffre d'affaires industriel** en janvier 2024 dans les deux zones seront également rendus publics. Il sera enfin possible de consulter des données relatives à **l'hébergements de courte durée proposés via les plateformes d'économie collaborative** en ligne au troisième trimestre et au quatrième trimestre 2023.

Au **Japon** et en **Chine** l'**Indice PMI des services** de mars sera publié.

En **Italie**, le **taux de chômage** en février sera rendu public.

**Aux États-Unis**, le nombre des **créations d'emplois non agricoles ADP** en mars sera disponible. Il sera par ailleurs possible de consulter les **indices PMI composite et services** de ainsi que les **indicateurs ISM non manufacturier** de mars.

Une **réunion de l'Opep** est programmée

#### **Jeudi 4 avril**

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, l'**indice des prix des logements** au quatrième trimestre 2023 sera publié ainsi que l'**indicateur prix à la production industrielle**, marché intérieur de février.

Pour l'**Union européenne** et au **Royaume-Uni**, les indicateurs **PMI services et composite** de mars seront rendus publics

Aux **États-Unis**, l'indicateur **suppressions d'emplois – Challenger** de mars et le montant de la **balance commerciale** à fin février seront communiqués.

Au **Japon** les derniers chiffres des **achats japonais de titres étrangers et des Investissements étrangers en actions japonaises** seront communiqués.

#### **Vendredi 5 avril**

En **France**, et en **Espagne** l'**indice de la production industrielle** de février sera communiqué par l'INSEE et INE.

Pour l'**Union européenne** et la **zone euro**, Eurostat publiera les données mensuelles, à fin février, du **commerce de détail, des prix des importations et de la production industrielles** ainsi que les **prix des producteurs de services** au dernier trimestre 2023 et un aperçu de l'**indice des permis de construire en 2023**. La **BCE publiera ses statistiques des taux d'intérêt des banques de la zone euro** en février et ses **indicateurs de compétitivité harmonisés** pour le mois de mars.

Au **Japon**, les **indicateurs avancé et coïncident** ainsi que les données relatives aux **dépenses des ménages** en février seront accessibles.

Au **Royaume-Uni**, l'**indice des prix immobiliers Halifax** de mars sera diffusé.

En **Allemagne**, Destatis, l'office national de la statistique diffusera les résultats mensuels des **commandes à l'industrie** et l'**indice des prix à l'importation** de février.



Le **PMI Construction** de mars des **pays membres de l'Union européenne, du Royaume-Uni** sera connu.

En **Italie**, les données du **déficit public** au dernier trimestre 2023 seront disponibles.

Aux **États-Unis**, le **taux de chômage, le taux de participation** de mars seront publiés. Il sera également possible de prendre connaissance des statistiques mensuelles, à fin mars, relatives à l'évolution du **salair e moyen, de la durée hebdomadaire moyenne de travail, des créations d'emplois dans les secteurs non agricole et manufacturier, ainsi des emplois gouvernementaux**. Par ailleurs, les données à fin février du **crédit à la consommation** seront disponibles.

### **Dimanche 7 avril**

En **Chine**, il sera possible de consulter le montant des réserves de change en USD en mars.

### **Lundi 8 avril**

En **France** le montant des **réserves officielles de change** à fin mars sera communiqué.

Eurostat publiera pour l'**union européenne et la zone euro**, les statistiques de la **production des services** en janvier. La BCE présentera les résultats de l'**enquête sur l'accès au financement des entreprises** sur le dernier trimestre 2023 et le premier trimestre 2024.

Au **Japon**, il sera possible de suivre l'évolution du **revenu salarial global des employés** et de la **rémunération des heures supplémentaires** en février. Le montant des **réserves de change en USD** ainsi que la **balance des paiements courants** à fin février seront communiqués. Enfin, l'**indice Observateurs de l'économie - conditions actuelles** de mars sera diffusé.

En **Allemagne**, les résultats de la **production industrielle** et de la **balance commerciale** à fin février seront publiés.

Aux **États-Unis**, l'**indice des tendances de l'emploi - Conference Board** de mars sera rendu public.

### **Mardi 9 avril**

En **France** les résultats, à fin mars, du **commerce extérieur** et de la **balance des paiements** seront publiés.

Eurostat diffusera pour l'**Union européenne et la zone euro** les **comptes sectoriels de première diffusion (ménages et entreprises)** et la **balance des paiements** au dernier trimestre 2023. La BCE publiera les résultats de l'**enquête sur les prêts bancaires dans la zone euro** sur le premier et le deuxième trimestre 2024.

Au **Royaume-Uni**, l'**indicateur BRC des ventes au détail** de mars sera accessible.



Au **Japon**, il sera possible de consulter l'**indicateur confiance des ménages** de mars.

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

### **Mercredi 10 avril**

Au **Japon**, la Banque central publiera les statistiques à fin mars des **Prêts bancaires**. Il sera également possible de suivre l'évolution de l'indice des **prix de gros** en mars.

En **Italie**, les données mensuelles, à fin février, des **ventes au détail** seront communiquées.

Aux **États-Unis**, les données à fin février des **stocks et des ventes de grossistes** sera rendus publics. Il sera également possible de consulter les résultats définitifs de l'inflation, les statistiques des **revenus réels**, l'**IPC Fed de Cleveland** et la **balance du budget fédéral** à fin mars seront diffusés. La publication du **PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'avril est attendue.

### **Jeudi 11 avril**

En **zone euro**, une **réunion de politique monétaire** à Francfort est à l'agenda de la BCE. il sera possible de consulter les statistiques des **taux d'intérêt à long terme** de la BCE pour le mois de mars.

En **Chine** seront publiés les résultats définitifs de l'**inflation** et l'**indice des prix à la production** de mars.

En **Italie**, les statistiques, à fin février de la **production industrielle** Italie seront disponibles.

L'**indicateur PSCI Thomson Reuters IPSOS** d'avril des États membres de l'**Union européenne** et du **Royaume-Uni** sera diffusé.

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

En **Allemagne**, le montant du **Solde du Compte Courant** à fin février sera communiqué.

Aux **États-Unis**, les données mensuelles sur l'évolution des **prix à la production** à fin mars seront disponibles.

### **Vendredi 12 avril**

Les résultats définitifs de l'**indice des prix à la consommation** de mars, seront disponibles en **France**, en **Allemagne** et en **Espagne**.

En **France**, l'**indice de référence des loyers** du premier trimestre 2024 seront publiés par l'INSEE. Le montant des **réserves nettes de change** à fin mars sera également disponible.



Au **Royaume-Uni**, les résultats, à fin de février de la **production manufacturière et industrielle, de la croissance et de la balance commerciale** ainsi que les statistiques de la **production dans le secteur de la construction** seront disponibles.

Il sera par ailleurs possible de consulter l'**Indice des prix immobiliers RICS** de mars.

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

En **Chine**, il sera par ailleurs possible de consulter les données, à fin mars, de la **balance commerciale**.

Au **Japon**, les chiffres de la **production industrielle** et de **l'utilisation des capacités** en février seront communiqués.

En **Allemagne**, les résultats définitifs de **l'inflation** en mars seront publiés par Destatis.

Aux **États-Unis**, l'**indice des prix des exportation et celui des prix à l'importation** de mars seront diffusés. Il sera également possible de suivre l'évolution pour avril de l'**indicateurs Michigan relatifs** aux anticipations d'inflation, à la situation économique, à la confiance des consommateurs et à leurs attentes.



## LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
<b>PIB Mds d'euros 2022</b>	2 637	3 854	1 908	1 306	13 284
<b>PIB par tête en 2022 En euros</b>	38 494	45 919	32 091	27 313	38 449
<b>Croissance du PIB 2023</b>	+0,9 %	-0,3 %	+0,7 %	+2,5 %	+0,5 %
<b>Quatrième trimestre 2023</b>	+0,1 %	-0,3 %	+0,2 %	+0,6 %	0,0 %
<b>Inflation En % - février 2024</b>	3,2	2,7	0,8	2,9	2,6
<b>Taux de chômage En % - janvier 2024</b>	7,5	3,1	7,2	11,6	6,4
<b>Durée annuelle du Travail (2022)</b>	1493,7	1337,9	1696,5	1643,6	-
<b>Âge légal de départ à la retraite (2022)</b>	62	65	67	65	-
<b>Ratio de dépendance (2022)* en %</b>	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
<b>Dépenses publiques En % du PIB 2022</b>	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
<b>Solde public En % du PIB 2022</b>	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
<b>Dettes publiques En % du PIB 2022</b>	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
<b>Balance des paiements courants En % du PIB – janv-24</b>	-1,2	+6,2	+0,2	+2,5	+1,9
<b>Échanges de biens En % du PIB – janv-24</b>	-3,4	+5,7	+2,0	-2,8	+0,7
<b>Parts de marché à l'exportation En % 2022</b>	2,5	6,8	2,7	1,7	24,2
<b>Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut sept-23</b>	17,2	20,6	8,8	9,1	14,2
<b>Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (1/03/24)</b>	2,901	2,413	3,873	3,286	-

\*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 :-----