

L'édito de la semaine

- À la recherche de Léonard de Vinci

Le Coin de l'épargne

- La semaine des banques
- BCE, « même pas peur ! »
- Le tableau des marchés financiers de la semaine
- Tensions bancaires, quelles conséquences pour les épargnants ?

Le Coin de l'économie

- Recul du taux d'emploi aux s-Unis, quelles raisons ?
- La baisse de la productivité, conséquence d'un marché du travail tendu
- Le vieillissement démographique, des effets de plus en plus tangibles sur les économies occidentales

D'hier à aujourd'hui

- Résilience de la croissance française en période d'inflation
- L'inflation toujours dynamique en France
- Les risques sociaux et l'assurance

Le Coin des tendances

- Les démocraties face aux vents contraires
- Le salarié, une ressource de plus en plus rare !
- Le Royaume-Uni, un inquiétant excès de mortalité

Le Coin des graphiques

- Les dépôts à terme en hausse
- 837 000 contrats d'apprentissage en France en France en 2022
- Progression contenue du nombre de défaillances d'entreprises

Le Coin de l'agenda économique

Le Coin des statistiques

L'ÉDITO DE PHILIPPE CREVEL

À la recherche de Léonard de Vinci

À partir des données disponibles sur Internet, les logiciels d'intelligence artificielle comme ChatGPT ou Midjourney peuvent, en quelques secondes, réaliser des textes sur un grand nombre de sujets ou des images originales. Par leur puissance de calcul, ils sont susceptibles de remettre en cause de nombreuses activités intellectuelles exercées, par exemple, par les journalistes, les écrivains, les avocats ou les photographes. Ces logiciels innovants ressassent des données du passé pour créer des contenus dont la véracité peut laisser à désirer. Ils sont, à l'image de nos sociétés, profondément conservateurs et faussement révolutionnaire. Ils permettent de gagner du temps et de l'argent sur la conception de textes et d'images mais sont faussement disruptifs. La force de la création humaine repose sur sa capacité à échapper aux modèles anciens, à faire preuve d'audace en sortant des chemins convenus. Le mouvement des idées, les découvertes scientifiques sont souvent l'œuvre d'originaux, capables de s'affranchir des canons de la pensée classique. Thomas Edison, Guglielmo Marconi, Albert Einstein en sont les parfaits exemples.

Le recours aux logiciels d'intelligence artificielle, à la digitalisation au sens large du terme, ne se traduit pas, du moins pas pour le moment, par une hausse de la productivité. Clef de voûte de l'économie, celle-ci tend ; bien au contraire, à décliner depuis plusieurs années. Pour résoudre cette énigme, plusieurs explications sont possibles. Le potentiel des nouvelles technologies serait mal exploité du fait d'une diffusion encore insuffisante ou de la réticence de la part des producteurs comme des consommateurs à les utiliser. Le digital pourrait avoir été surestimé. Il serait avant tout une source de confort. Les nouvelles techniques de l'information et de la communication porteraient mal leur nom. Elles n'augmenteraient pas la communication et les interactions entre les individus mais l'appauvriraient. Les contacts physiques ont été remplacés par des messages virtuels de plus en plus brefs et à faible valeur ajoutée. Les réseaux sociaux enferment dans des silos de pensée les Internautes qui refusent de plus en plus la contradiction nécessaire à tout esprit créatif. La gestion de masses exponentielles de données fragilise et complexifie les relations au point de les paralyser. Les problèmes des États occidentaux pourrait s'apparenter à ceux qui ont provoqué le déclin de la cité d'Angkor au Cambodge à partir du XIV^e siècle. Celui-ci serait le produit d'une incapacité à gérer le réseau d'eau devenu extrêmement compliqué et du départ des élites pour d'autres villes. Que ce soit aux États-Unis ou en France, les projets sont ralentis par la multiplication des contraintes administratives qui se nourrissent du foisonnement des données. La création d'une ligne de métropolitain, d'un aéroport, d'une usine ou d'un immeuble exige des délais multipliés en Occident par deux ou trois en une génération. La perte des compétences constitue également un facteur de recul de la productivité. Les sciences n'attirent plus les jeunes. Le manque de techniciens et d'ingénieurs se fait de plus en plus ressentir. Les difficultés rencontrées par la France pour relancer sa filière nucléaire en est la meilleure preuve.

Dans des sociétés marquées par un vieillissement rapide de leur population et obligées de réaliser, dans un délais court, un effort d'investissement sans précédent pour la décarbonation des activités, l'exigence d'un retour d'une croissance forte et pérenne s'impose. Son absence pourrait déboucher sur des tensions économiques et sociales de grande ampleur. La restauration des gains de productivité, condition *sine qua non* pour ce retour, suppose une valorisation de la création et des sciences ainsi que l'abandon d'un conservatisme de confort. L'humanité a plus à gagner d'avoir de nouveaux Leonard de Vinci que de multiples clones de ChatGPT.

Philippe Crevel

LE COIN DES ÉPARGNANTS

La semaine des banques

Les indices « actions » ont connu une semaine compliquée avec la succession de mauvaises nouvelles en provenance de quelques banques américaines et du Crédit Suisse. Le CAC 40 a reculé de plus de 4 % tout comme le Dax allemand ou le Footsie britannique. L'ensemble des valeurs bancaires ont reculé fortement au cours de la semaine comme BNP PARIBAS, la première banque de la zone euro qui a perdu 14 % et la Société générale qui a perdu 17 % sur la semaine. Par ailleurs, dans ce contexte chahuté, les craintes de récession se sont accentuées. L'indice européen des établissements bancaires a reculé de 11,5% sur la semaine.

Les faillites de banques régionales aux Etats-Unis (Silvergate Bank le 8 mars, Silicon Valley Bank le 10, Signature Bank le 12) et les difficultés du Crédit Suisse ont entamé la confiance des déposants et des investisseurs des grandes places financières. Les autorités américaines et suisses ont pris rapidement des mesures pour garantir les dépôts et éviter un effet domino. Aux Etats-Unis, les investisseurs restaient nerveux malgré les annonces de la FED, du Président Joe Biden, et la décision de onze des plus grandes banques des États-Unis, dont JPMorgan, Citigroup, Bank of America et Wells Fargo, de déposer ensemble 30 milliards de dollars non garantis auprès de la First Republic Bank.

Les tensions concernant le secteur bancaire américain et européen ont replacé au cœur de l'actualité la question la stabilité financière et l'éventuelle survenue d'une récession. Traditionnellement, les crises bancaires se traduisent par des reculs de PIB car elles donnent lieu à des resserrements des prêts et à une aversion aux risques plus élevée. Aux Etats-Unis, les petites entreprises se financent souvent auprès de banques locales et sont potentiellement les plus exposées aux problèmes que ces dernières rencontrent. Par prudence liée à la crainte de retrait massif de la part de leurs clients, les banques limiteront le volume de leurs prêts pour préserver leurs liquidités.

Les taux des obligations d'Etat ont fortement reculé durant la semaine. Les obligations d'Etat tout comme l'or ont joué leur rôle de valeur refuge. Les investisseurs anticipent également une modération du programme de relèvement des taux directeurs. Le prix du pétrole a, de son côté, fortement reculé de plus de 10 % en raison d'une moindre croissance de l'économie mondiale.

BCE, « même pas peur ! »

Les soubresauts bancaires n'ont pas amené la Banque Centrale Européenne à différer la hausse de ses taux directeurs. Il ne pouvait en être autrement. L'inflation sous-jacente demeure élevée en Europe et tout arrêt du programme de relèvement aurait été interprété comme une reconnaissance de fait d'un danger imminent pour les banques européennes. Or, en l'état, les banques de la zone euro apparaissent saines et capables d'affronter des chocs extérieurs. L'inflation dans la zone euro a reculé en février pour le quatrième mois consécutif à 8,5 % en glissement annuel, mais l'inflation « sous-jacente » (hors prix volatils comme ceux de l'énergie et de l'alimentation) a atteint 5,6%. Dans ce contexte, jeudi 16 mars, la BCE a donc relevé de 0,5 point ses taux directeurs qui évoluent désormais entre 3 % et 3,75 %, niveau le plus haut constaté depuis octobre 2008. Christine Lagarde a rappelé son engagement de faire revenir le taux d'inflation à 2 % sans préciser le calendrier des éventuelles futures hausses des taux directeurs. La BCE a par ailleurs présenté ses nouvelles prévisions économiques. Pour 2023, grâce au repli des prix de l'énergie, l'inflation pourrait être moins élevée que prévu et s'élever à 5,3 %. Elle reviendrait à 2,9 % en 2024. La croissance serait de 1 % pour la zone euro en 2023 et de 1,6 % en 2024.

Le tableau des marchés de la semaine

	Résultats 17 mars 2023	Évolution sur une semaine	Résultats 30 déc. 2022	Résultats 31 déc. 2021
CAC 40	6 925,40	-4,09 %	6 471,31	7 153,03
Dow Jones	31 861,98	-0,30 %	33 147,25	36 338,30
S&P 500	3 916,64	+1,43 %	3 839,50	4766,18
Nasdaq	11 630,51	+4,54 %	10 466,48	15 644,97
Dax Xetra (Allemagne)	14 768,20	-4,30 %	13 923,59	15 884,86
Footsie (Royaume-Uni)	7 335,40	-5,36 %	7 451,74	7 384,54
Euro Stoxx 50	4 063,31	-4,00 %	3 792,28	4 298,41
Nikkei 225 (Japon)	27 333,79	-2,88 %	26 094,50	28 791,71
Shanghai Composite	3 250,55	+0,63 %	3 089,26	3 639,78
Taux OAT France à 10 ans	+2,671 %	-0,308 pt	+3,106 %	+0,193 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,099 %	-0,371 pt	+2,564 %	-0,181 %
Taux Trésor US à 10 ans	+3,412 %	-0,306 pt	+3,884 %	+1,505 %
Cours de l'euro/dollar	1,0673	+0,26 %	1,0697	1,1378
Cours de l'once d'or en dollars	1 973,57	+5,21 %	1 815,38	1 825,350
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	73,09	-11,95 %	84,08	78,140

Tensions bancaires, quelles conséquences pour les épargnants ?

Les difficultés de la Silicon Valley Bank (SVB) et de plusieurs autres banques américaines ainsi que du Crédit Suisse rappellent l'importance du secteur bancaire dans le bon fonctionnement de l'économie. Elles rappellent la crise des subprimes même si dans les faits les causes et les conséquences sont bien différentes.

La Silicon Valley Bank (SVB), 16^e banque américaine, a été confrontée à d'importantes demandes de retraits de liquidités de la part de ses clients, essentiellement des entreprises du secteur de la haute technologie. Cette banque, spécialisée dans le financement des start-ups, gère les liquidités de ces entreprises qui, jusqu'en 2022, levaient des sommes importantes grâce à des fonds de capital-risque ou de capital-investissement. En parallèle, elle prêtait également de l'argent à ces fonds ou aux dirigeants des start-ups. Selon Reuters, elle était le partenaire bancaire de près de la moitié des start-ups américaines financées par capital-risque cotées en Bourse en 2022.

La forte croissance des valeurs technologiques et l'engouement des fonds de capital-risque pour ce secteur ont contribué à l'augmentation des dépôts à la SVB qui sont passés de 102 à 189 milliards de dollars en 2021. La banque a investi cet excès de liquidités dans des placements de long terme jugés sûrs, des obligations et des bons du Trésor qui étaient alors faiblement rémunérés.

En 2022, le marché des valeurs de la haute technologie s'est retourné après la forte croissance provoquée par la crise sanitaire. Le resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine (Fed) se traduisant par une hausse des taux d'intérêt a conduit les investisseurs à se détourner des valeurs technologiques au profit des obligations. Les taux directeurs sont passés en un an de 0 à 4,75 %. Les start-ups qui, en outre, subissent le ralentissement de leur activité ont besoin, de liquidités pour faire face à leurs charges. Ne pouvant plus compter sur l'argent issu des levées de fonds, elles ont puisé dans leurs dépôts placés à la SVB. Celle-ci, ne disposant pas de liquidités suffisantes, a été contrainte de vendre en urgence les titres monétaires et obligataires qu'elle possédait. Or, la hausse des taux a eu pour conséquence de diminuer la valeur de ces derniers. En effet, sur le marché secondaire, les obligations s'échangent au même taux en prenant en compte la durée et le risque liés à l'émetteur. De ce fait, une obligation émise à un taux de 1 % aura une valeur bien plus faible qu'une obligation émise à 4 %. En vendant ses obligations, la SVB a ainsi accusé une perte de 1,8 milliard de dollars et indiqué avoir besoin d'une recapitalisation.

Face à cette annonce de la banque, les clients inquiets ont perdu confiance et ont commencé à vouloir retirer les sommes qu'ils y avaient placées provoquant ainsi un « *bank run* ». Sur la seule journée du jeudi 9 mars, environ 42 milliards de dollars d'ordres de retraits ont été passés. En quelques heures, SVB s'est ainsi retrouvée dans l'incapacité à faire face aux demandes nécessitant l'intervention des autorités fédérales.

Dans la foulée, d'autres banques américaines ont rencontré d'importantes difficultés pour des raisons similaires : la Silvergate Bank le 8 mars, la Signature Bank le 12). A cette liste, il faut également ajouter la First Republik Bank.

La réaction des pouvoirs publics américains a été rapide

Vendredi 10 mars, les autorités américaines ont fermé la SVB pour protéger les dépôts et limiter le risque de contagion. Son administration a été confiée à la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), l'agence qui gère l'assurance des dépôts bancaires. Cette procédure garantit jusqu'à 250 000 dollars par déposant. 90 % des sommes de la SVB ne seraient néanmoins pas assurés. Dimanche 12 mars, face au risque de panique, les autorités ont donc décidé d'étendre la garantie et de permettre aux clients de récupérer l'intégralité de leur dû. Pour limiter l'effet de contagion, après la faillite de la Signature Bank, la Fed s'est engagée à prêter des fonds aux autres banques qui feraient face à d'importantes demandes de retrait. Le Président américain a déclaré que l'État fédéral prendra toutes les mesures nécessaires pour éviter une crise financière.

Quels sont les risques de contagion aux États-Unis ?

La faillite d'une banque n'est jamais anodine car elle touche le cœur de l'économie à travers des mécanismes de financement qui reposent en grande partie sur la confiance. Néanmoins, la faillite de la SVB ne devrait pas provoquer un effet domino. Le risque de contagion est relativement faible. Depuis la crise financière de 2008, les pouvoirs publics suivent avec attention les problèmes de liquidité et de solvabilité des acteurs financiers. Des crash test sont réalisés régulièrement. Le portefeuille obligataire des grandes banques américaines est réévalué à la valeur de marché, lors des publications trimestrielles de résultats.

Les banques, dont les résultats étaient bons ces dernières années, disposent d'importantes réserves de liquidités, limitant d'autant leur besoin de vendre des obligations. Le cas de la SVB est particulier avec la conjonction de trois problèmes : la hausse des taux, les besoins de cash des start-ups, et un bilan dégradé du fait d'une gestion hasardeuse.

L'économie américaine comprend un grand nombre de banques de taille régionale qui sont moins régulées qu'en Europe. D'autres faillites sont donc possibles. Les grandes banques américaines pourraient profiter d'un éventuel transfert de dépôts de la part de clients qui avaient placé des liquidités dans des institutions locales. Aucune banque de taille systémique n'est aujourd'hui concernée par la crise.

Les problèmes du Crédit Suisse sont d'une autre nature

Le « Crédit Suisse », deuxième banque helvétique, est confrontée depuis 2019 à d'importants problèmes. Par son poids et par le jeu des interconnexions financières au sein du continent européen, ses difficultés inquiètent les investisseurs qui ont préféré

réduire leur exposition aux valeurs bancaires. Son bilan bancaire s'élève à environ 1 000 milliards d'euros. Cet établissement est jugé par les régulateurs comme systémique, signifiant que son éventuelle faillite pourrait mettre en danger le système financier européen et mondial.

En 2019, le Crédit Suisse est au cœur d'un scandale d'espionnage provoquant le départ en février 2020, de Tidjane Thiam, son directeur général. Depuis, trois dirigeants lui ont succédé. En 2021, la banque a été touchée par la faillite de la société de services financiers Greensill dans laquelle elle avait investi 10 milliards de dollars et par l'implosion du fonds américain Archegos qui lui a coûté 5 milliards de dollars. Malgré un plan de restructuration, le Crédit Suisse éprouvait les pires difficultés à restaurer ses comptes et à regagner la confiance de ses clients. La publication retardée de son rapport annuel faisant suite à une demande du régulateur américain des marchés financiers (SEC) mardi 14 mars a relancé la crise. Ce rapport mentionne que les responsables de la banque ont « *identifié des faiblesses substantielles* » dans son « *contrôle interne* ». Par ailleurs, en 2022, la banque a enregistré une perte de 7,3 milliards de francs suisses (près de 7,4 milliards d'euros), la plus importante depuis la crise financière de 2008. En tant que tel, la banque n'est pas en faillite mais elle est confrontée à un risque de bank run. Ses clients auraient retiré 110,5 milliards de francs suisses en quelques jours. Le refus du premier actionnaire de Crédit Suisse, la Saudi National Bank, de monter au capital a créé une onde choc sur les places financières. Ne pouvant pas compter sur son actionnaire de référence et pour éviter une contagion de la défiance sur l'ensemble des places financières, le Crédit Suisse a fait appel à la banque centrale suisse et à l'autorité des marchés financiers (Finma) qui y ont répondu favorablement. Il pourra ainsi accéder à un prêt pouvant atteindre jusqu'à 50 milliards de francs suisses (50,6 milliards d'euros) auprès de la banque centrale helvétique. La Banque centrale européenne (BCE), qui supervise les banques de la zone euro, a établi en urgence une cartographie des risques liés à l'exposition des établissements financiers au Crédit Suisse. Selon les informations disponibles, l'exposition directe des banques françaises à l'ancien fleuron helvétique serait limitée. Le problème du Crédit Suisse est également suivi par le département du Trésor américain qui suit l'évolution de la situation en relation étroite avec les autorités européennes.

Quelles conséquences pour les banques de la zone euro ?

Les banques européennes ont des bilans solides. Ces dernières années, elles n'ont pas accru leur exposition aux obligations. Leur financement provient essentiellement des commissions et des dépôts de leurs clients. Les banques européennes sont peu investies dans le secteur de la haute technologie. Dans le passé, cette prudence leur était même reprochée. Les banques européennes sont plus diversifiées et bien régulées.

Quelles conséquences pour le marché des actions ?

La crise bancaire aux États-Unis et en Suisse pourrait être positive pour les marchés actions. Les banques centrales pourraient, en effet, être amenées à tempérer le durcissement de la politique monétaire mise en œuvre pour lutter contre l'inflation. De moindres hausses des taux directeurs favorisent les actions. Par ailleurs, les investisseurs pourraient être incités à privilégier les grandes entreprises cotées aux résultats publiés régulièrement au détriment des start-ups. La baisse des cours en Europe est intervenue après une période de hausse exceptionnelle qui ne pouvait guère perdurer au vu des incertitudes qui demeurent sur le terrain de l'inflation. Cette baisse offre par ailleurs des opportunités d'acquisition pour les épargnants souhaitant se renforcer sur le marché « actions ».

LE COIN DE L'ÉCONOMIE

Recul du taux d'emploi aux États-Unis, quelles raisons ?

Aux États-Unis, le marché de l'emploi connaît d'amples fluctuations. Le taux d'emploi est amené à évoluer en fonction de la conjoncture. Le taux d'emploi et le taux de participation avaient ainsi reculé de 1999 à 2013 ainsi qu'en 2015. Ils se sont redressés en 2014 et en 2016. Avec la crise sanitaire, le taux d'emploi (ratio du nombre de personnes ayant un emploi sur la population d'âge actif) enregistre une nouvelle contraction, passant de 61,5 à 60 % de 2020 à 2022. Ce taux dépassait 64 % en 2002, niveau qu'il n'a jamais retrouvé depuis. Le taux de participation qui est le ratio du nombre d'actifs (en emploi ou au chômage) par rapport à la population de 15 à 64 ans, suit une évolution parallèle à celle du taux d'emploi.

Aux États-Unis, la baisse du taux d'emploi depuis 2020 concerne autant les hommes que les femmes. Celui des hommes est passé de 67 à 65 % et celui des femmes de 56 à 55 %. Le taux d'emploi baisse surtout pour les niveaux intermédiaires de qualification. Il est resté stable pour les diplômés de l'enseignement supérieur (autour de 70 %), quand il est passé de 57 à 52 % pour ceux qui ne sont diplômés que de l'enseignement secondaire. Les retraits du marché du travail concernent toutes les catégories d'âge et plus particulièrement les plus de 55 ans. Le taux d'emploi des plus de 55 ans s'élevait ainsi à 38 % en 2022, contre 42 % en 2019. Des actifs américains auraient anticipé leur départ à la retraite. La bonne valorisation de leurs actifs immobiliers et mobiliers les auraient incités à liquider plus rapidement que prévu leurs droits à pension. De 2010 à 2022, l'indice boursier S&P 500 a été multiplié par plus de 4 et le prix des logements a plus que doublé. Cet enrichissement a permis des départs précoces à la retraite.

La baisse du taux d'emploi s'explique également par l'augmentation du nombre de démissions. En 2022, quatre millions de démissions ont été enregistrées contre 2,8 millions en 2019. Ces démissions progressent légèrement plus vite que les embauches dont le nombre a néanmoins dépassé 6 millions en 2022.

Le refus d'exercer des emplois pénibles ou à horaires décalés a provoqué des retraits du marché du travail. Avec le recul permanent de la croissance des salaires réels par rapport à la productivité aux États-Unis, le rejet des emplois mal payés contribue à des sorties du marché du travail. Le salaire réel par tête n'a augmenté que de 8 % entre 2022 et 2022 quand la productivité s'est accrue de 38 %. Les retraits du marché du travail ont été facilités par l'essor de l'épargne forcée durant la crise sanitaire qui a donné lieu également au versement d'importantes aides publiques.

Avec le retournement de la bourse, la baisse du prix des logements et la progression des dépenses de consommation, le patrimoine des Américains tend à baisser. Ce qui conduit ceux qui en étaient sortis, à revenir sur le marché du travail. Les départs anticipés à la retraite tendent également à s'estomper.

La baisse de la productivité, conséquence d'un marché du travail tendu

Les gains de productivité du travail diminuent voire ont complètement disparu en zone euro comme aux États-Unis. De multiples facteurs sont avancées pour expliquer cette évolution inquiétante pour la croissance : le moindre goût pour l'effort, la baisse de la durée du travail par salarié, l'insuffisance des investissements, les difficultés de recrutement, l'emploi de salariés ayant peu ou pas de formation, etc.

Aux États-Unis comme en Europe, la productivité du travail par tête n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise sanitaire. La première raison de ce recul est la diminution de la durée de travail, de 4 % en zone euro en trois ans et de 1 % aux États-Unis. Le rejet des horaires décalés et des emplois pénibles contraignent les employeurs à embaucher sur un même poste un nombre de salariés plus important qu'auparavant. La baisse de la durée du travail est également la conséquence d'une production en repli en raison des problèmes d'approvisionnement, en particulier dans l'industrie. Le recul de la productivité peut s'expliquer par une diminution de l'investissement des entreprises. Aux États-Unis, ce dernier s'élevait à 13 % du PIB en 2022, contre 14 % avant l'épidémie. Pour la zone euro, ce phénomène est moins net. L'investissement des entreprises était de 15 % du PIB en 2019 avant de s'abaisser à 13,8 % du PIB en 2018 mais il s'élevait à 12 % en 2016.

La baisse de la productivité peut être due à des facteurs moins traditionnels comme celui lié aux difficultés des entreprises à embaucher. Aux États-Unis, plus de la moitié des entreprises ont été confrontées à ce problème en 2022. En zone euro, plus de 40 % des entreprises étaient dans la même situation. Par crainte de ne pas trouver des salariés, les entreprises hésitent à licencier même en cas de baisse d'activité. Certaines préfèrent anticiper les recrutements même si la demande ne le justifie pas. Dans tous les cas, la productivité baisse. En France, le développement des contrats d'apprentissage et d'alternance, un million en 2022, contre 300 000 en 2017, contribue à la baisse de la productivité. Les jeunes concernés sont comptabilisés comme salariés mais ces derniers étant en formation une partie du temps et encore faiblement

expérimentés en raison de leur faible expérience, leur productivité est inférieure à celle des autres salariés.

Face aux pénuries de main d'œuvre, les entreprises européennes ou américaines sont contraintes de recruter des salariés moins productifs que dans le passé. L'année dernière, le taux de chômage a en effet baissé plus rapidement pour les demandeurs d'emploi ayant un faible niveau de qualification. Toujours en 2022, le taux de chômage des personnes peu ou pas qualifiées s'est contracté de 4 points aux États-Unis et de 3 points en zone euro. Une corrélation positive significative est constatée entre le taux de chômage des peu qualifiés et la croissance de la productivité par tête aux États-Unis. Cette corrélation est moins nette en zone euro certainement en raison d'un taux de chômage plus élevé.

La diminution de la productivité serait donc la combinaison d'une diminution de l'effort au travail et de l'entrée sur le marché de l'emploi de personnes moins productives. La baisse de l'investissement aurait un effet marginal sur l'évolution de la productivité.

Le vieillissement démographique et ses effets économiques

Annoncés depuis des années, les effets du vieillissement démographique commenceraient-ils à se faire ressentir sur les économies occidentales ? En théorie, le vieillissement de la population est inflationniste et provoque une hausse des taux d'intérêt. Jusqu'à la crise sanitaire, la faible inflation et les taux historiquement bas contredisaient cette théorie. Depuis le début des années 1990, le Japon, pays de l'OCDE le plus engagé sur la voie du vieillissement, doit faire face à une déflation sur fond d'épargne élevée.

Un vieillissement marqué dans un grand nombre de pays de l'OCDE

La population de plus de 65 ans représentait 48 % de la population au Japon en 2022, contre 20 % en 1995. Pour la zone euro, les taux respectifs sont de 35 % et 22 %. Les États-Unis sont les moins touchés par le vieillissement, la proportion des plus de 65 ans a atteint 27 % en 2022, contre 20 % en 1995. La population active diminue au Japon depuis près de 30 ans. Elle est en baisse pour la zone euro depuis 2009. Elle continue en revanche de progresser aux États-Unis de 0,2 % par an. En 1997, cette hausse atteignait près de 1,5 %.

Une hausse de l'inflation prévisible

Le vieillissement démographique est logiquement propice à une hausse des prix. La demande tend à croître plus vite que la production. En effet, les retraités qui sont des consommateurs, augmentent plus vite que le nombre d'actifs. Par ailleurs, ils consomment avant tout des services. Or ces derniers offrent moins de gains de productivité que l'industrie. En 2021, l'inflation est née des problèmes d'approvisionnement puis a été alimentée par la hausse des cours de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles en 2022. Depuis quelques mois, la

hausse des salaires la nourrit. Les pénuries de main-d'œuvre favorisent la progression des rémunérations. Avec la dégradation du ratio actifs/inactifs, la hausse des salaires devrait se poursuivre d'autant plus si les gains de productivité n'augmentent pas et si les États occidentaux limitent le recours à l'immigration.

Des effets contradictoires sur l'épargne

Le vieillissement de la population devrait s'accompagner d'une baisse du taux d'épargne. Les retraités sont censés puiser dans leur épargne pour maintenir leur pouvoir d'achat. Les fonds de pension sont également amenés à vendre une partie de leurs actifs pour financer les rentes. Or, depuis 2010, au sein de l'OCDE, les taux d'épargne sont orientés à la hausse. Le taux d'épargne de la zone euro est passé de 24 à 25 % de 2010 à 2022 et celui des États-Unis de 17 à 21 % du PIB. Celui du Japon, en revanche, a diminué sur la période de 30 à 27 %. La hausse du taux d'épargne en Europe ou aux États-Unis serait liée à une augmentation de l'épargne de précaution et à une crainte des seniors de subir une érosion sensible du pouvoir d'achat des pensions dans les prochaines années. En zone euro, le niveau de vie élevé des retraités par rapport à l'ensemble de la population conduit ces derniers à épargner jusqu'à l'âge de 75 ans.

Une augmentation à venir des taux d'intérêt

L'abondance d'épargne et de liquidités a conduit à des taux historiquement bas entre 2015 et 2021. Si les taux ont augmenté avec la résurgence de l'inflation, ils demeurent fortement négatifs en valeur réelle. Avec le recul de l'inflation, ces taux pourraient être néanmoins à l'avenir plus élevés que dans le passé. Les dépenses d'investissement pourraient progresser avec les besoins générés par la transition énergétique. Les balances courantes des pays occidentaux devraient se dégrader dans les prochaines années ; les pays occidentaux seront ainsi contraints d'emprunter davantage à l'extérieur, ce qui amènera une hausse des taux d'intérêt. Les balances courantes se dégradent dans la majorité des États de l'OCDE depuis plusieurs années. Elles sont négatives pour les États-Unis, le Royaume-Uni et la France, pays de consommation et de services dépendant des importations de biens industriels en provenance de Chine et de l'Allemagne.

Le vieillissement démographique a des effets manifestes sur les économies occidentales. Il contribue à la baisse du chômage, à la multiplication des pénuries de main-d'œuvre et à la baisse des gains de productivité. Il favorise la déformation de l'offre au profit des services. Il pourrait être un facteur non négligeable d'inflation. En revanche, ses effets sur l'épargne sont incertains. En théorie, elle est censée baisser. En réalité, elle tend actuellement à augmenter. L'évolution du pouvoir d'achat des retraités conditionnera sans nul doute celle de l'épargne dans les prochaines années.

D'HIER À AUJOURD'HUI

Résilience de la croissance française en période d'inflation

Au quatrième trimestre 2022, selon l'INSEE, le PIB français a connu une faible croissance : +0,1 %, après +0,2 % au troisième trimestre. Au total, sur l'ensemble de l'année 2022, la croissance économique s'est élevée à +2,6 %, après +6,8 % en 2021. Selon l'enquête de conjoncture du mois de mars de l'INSEE, l'activité économique française est sur un plateau en ce début d'année 2023. Les entreprises bénéficient d'une légère atténuation de leurs difficultés d'approvisionnement et d'une baisse des prix de l'énergie. Malgré tout, les secteurs exposés aux cours des matières premières et de l'énergie (chimie, bois-papier, métallurgie) demeurent sous tension. Le PIB augmenterait modestement au premier trimestre 2023 (+0,1 % prévu). L'activité de l'industrie resterait globalement étale et toujours en retrait par rapport à son niveau d'avant crise sanitaire. Dans le même temps, les services marchands n'augmenteraient que modérément. L'activité serait en faible croissance dans le commerce tandis qu'elle reculerait dans les services de transports, pénalisés par les grèves. Au sein des principaux postes de la demande, la consommation des ménages serait en légère hausse au premier trimestre 2023. La consommation d'électricité et de gaz se normaliserait quelque peu du fait de températures moins clémentes que cet automne, même si les comportements de sobriété persisteraient. L'investissement des entreprises resterait en croissance malgré la hausse des taux d'intérêt. Les échanges extérieurs contribueraient négativement à la croissance. Les importations sont attendues stables quand les exportations seraient en recul, en contrecoup notamment des livraisons navales du trimestre précédent. Pour le deuxième trimestre 2023, le PIB augmenterait de +0,2 %.

L'emploi, un léger ralentissement après une période de forte croissance

Au quatrième trimestre 2022, l'emploi salarié a ralenti avec un gain de +0,2 % (+44 000 emplois), faisant suite à des progressions de +0,4 % au premier (+109 300 emplois) et deuxième trimestres 2022 (+99 700 emplois) et +0,3 % au troisième trimestre (+84 100 emplois). La France a ainsi enregistré huit trimestres consécutifs de hausse de l'emploi depuis fin 2020. L'emploi salarié se situait fin décembre 1,3 % au-dessus de son niveau de fin 2021, soit +337 100 emplois. Il a dépassé de 4,5 % son niveau d'avant la crise sanitaire, fin 2019, avec près de 1,2 million d'emplois supplémentaires dont un tiers en contrat d'apprentissage.

Au premier semestre 2023, l'emploi salarié serait moins dynamique en lien avec le ralentissement de la croissance et la moindre croissance de l'apprentissage. La productivité par tête – qui rapporte la valeur ajoutée à l'emploi – serait presque stable après avoir fortement baissé. Elle serait de ce fait toujours inférieure à son niveau d'avant la crise sanitaire, en particulier dans l'industrie. Ce recul s'explique en partie par le développement de l'apprentissage au cours de la période, près d'un million de salariés bénéficient de ce mécanisme de formation.

L'emploi total devrait augmenter de 43 000 au cours du premier semestre 2023, après +148 000 au second semestre 2022 et +229 000 au premier semestre 2022. Mi-2023, le nombre total d'emplois créés depuis la fin 2019 atteindrait ainsi environ 1,5 million.

Un taux de chômage attendu stable au premier semestre

Au quatrième trimestre 2022, le taux de chômage au sens du Bureau International du Travail a diminué de 0,1 point par rapport au trimestre précédent à 7,2 % de la population active. Il se situe 0,3 point sous son niveau du quatrième trimestre 2021 et à son plus bas niveau depuis le premier trimestre 2008 (exception faite du recul atypique du deuxième trimestre 2020, pendant le premier confinement). En 2022, 467 000 emplois net ont été créés pour 396 000 actifs supplémentaires. Au premier semestre 2023, la population active progresserait à un rythme similaire à celui du quatrième trimestre 2022 (+37 000 actifs au premier trimestre 2023 et +28 000 au deuxième). Compte tenu du ralentissement attendu de l'emploi (+39 000 en moyenne au premier trimestre puis +22 000 au deuxième), le taux de chômage se maintiendrait à 7,2 % de la population active jusque mi-2023. Le taux d'emploi resterait à des niveaux sans précédent en France.

L'inflation, une lente décrue

En 2022, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 5,2 % en moyenne annuelle, soit une hausse sans précédent depuis le début des années 1980. La hausse des prix a débuté sur fond de problèmes d'approvisionnement de biens intermédiaires à la fin de l'année 2021 pour concerner dans un deuxième temps l'énergie, les produits agricoles et les matières premières. Depuis mi-2022, le glissement annuel des prix à la consommation est sur la crête des 6 %.

Depuis quelques mois, l'alimentation a pris le relais comme facteur numéro un de la hausse des prix. L'INSEE estime que d'ici la fin du premier semestre 2023, l'inflation devrait diminuer légèrement pour se situer un peu en dessous de 5,5 % en juin, traduisant principalement un « effet de base ». Les prix de l'énergie qui ont fortement augmenté il y a un an, se sont stabilisés depuis, ce qui devrait favoriser la décrue de l'indice des prix.

Le glissement annuel des prix de l'énergie pourrait ainsi être légèrement négatif à la fin du premier semestre. Les prix des produits alimentaires seraient orientés à la hausse, +15 % en rythme annuel en juin prochain. Cette prévision reste toutefois entourée d'incertitude quant à l'impact des négociations commerciales. La hausse du prix du tabac de 50 centimes au 1^{er} mars contribuerait à hauteur de +0,1 point à l'inflation d'ensemble. S'agissant des produits manufacturés, l'inflation passerait de 4,7 % sur un an en février à 5,2 % en juin. La contribution des services à l'inflation d'ensemble augmenterait légèrement tout au long du semestre. La hausse pour les services passerait de 3,0 % en février à 3,5 % en juin. Cette légère accélération traduirait notamment la hausse des coûts de production, y compris salariaux, compte tenu des revalorisations successives du Smic depuis le début de la poussée d'inflation.

L'inflation sous-jacente, dont sont retirés les prix des produits les plus volatils (l'énergie notamment, ainsi que les produits frais et une partie des produits alimentaires hors frais) ainsi que les effets des mesures fiscales, augmenterait sur l'ensemble du premier semestre 2023 pour atteindre +6,4 % en juin et dépasserait donc l'inflation d'ensemble à partir de mars.

Une accélération des augmentations de salaires

Au second semestre 2022, le salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes non agricoles a progressé de +0,7 % au troisième trimestre puis de +1,7 % au quatrième. La hausse du SMIC et les renégociations d'accords salariaux expliquent cette évolution. Par ailleurs, les versements, en fin d'année dernière, de la prime de partage de la valeur (PPV), qui a succédé à la prime exceptionnelle de pouvoir d'achat (Pepa) depuis le 1^{er} juillet 2022 a contribué à cette augmentation. En moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, le SMPT a progressé de 5,7 % en termes nominaux et de 0,4 % en termes réels, compte tenu du dynamisme des prix. 2,2 points de cette hausse proviennent du moindre recours au chômage partiel en 2022, par rapport au niveau encore élevé de 2021, et dont les indemnités versées ne sont pas comptabilisées comme du salaire. Hors cet effet mécanique, le SMPT a baissé en 2022 en termes réels (-1,8 %), et ce dans des proportions similaires à celui du salaire mensuel de base (SMB : -2,0 %).

Au premier semestre 2023, les salaires devraient continuer à augmenter malgré un ralentissement temporaire en début d'année lié à la fin du versement des primes. Le SMPT progresserait ainsi de 0,9 % au premier trimestre puis de 1,4 % au deuxième. Le SMIC contribuera à cette hausse. Il a déjà augmenté de 1,8 % en janvier et devrait en mai ou en juin être revalorisé de 2 %. Du fait de ces augmentations du SMIC, plusieurs branches professionnelles seront contraintes de revoir leur grille de salaires. Le pouvoir d'achat du SMPT baisserait donc au premier semestre 2023. Ainsi, fin juin, le SMPT réel serait 2,8 % en-deçà de son niveau un an plus tôt.

Les revenus des ménages préservés

En moyenne sur l'année 2022, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages a marqué le pas a progressé de +0,2 % après +2,3 % en 2021. Par unité de consommation, un recul de -0,2 % a été enregistré dans un contexte inflationniste inédit depuis le milieu des années 1980. Le revenu disponible brut (RDB) des ménages a augmenté de 5,5 % en 2021 contre +5,3 % en 2021 du fait des mesures de soutien mises en œuvre au second semestre 2022 mais également du dynamisme des revenus de la propriété.

Au premier trimestre 2023, en lien avec la hausse des revenus d'activité (+0,8 % prévu après +1,5 %), le revenu disponible brut progresserait de +1,3 % après +2,9 % au quatrième trimestre 2022. Cette moindre progression serait imputable au ralentissement de l'emploi salarié et aux moindres versements de prime de partage de la valeur (PPV). Les prestations seraient soutenues par le versement de l'indemnité

carburant de 100 euros aux ménages modestes utilisant leur véhicule pour travailler ou se rendre à leur travail, malgré un non-recours potentiellement élevé. Les revenus des retraités ont augmenté par ailleurs grâce à la revalorisation des pensions de base au 1^{er} janvier. Les revenus du patrimoine seraient en hausse de +5,1 % après +5,6 % au quatrième trimestre. Au premier trimestre 2023, le prix de la consommation des ménages augmenterait fortement (+2,1 % après +2,0 %) et contribuerait à diminuer sensiblement le pouvoir d'achat du revenu disponible brut par unité de consommation (-0,8 % prévu au premier trimestre 2023). Au deuxième trimestre 2023, le revenu disponible brut devrait progresser de 1 % après +1,3 %. Les revenus d'activité seraient en hausse avec la probable revalorisation du Smic. En revanche, les prestations sociales diminueraient avec la fin de l'indemnité carburant au 31 mars. Compte tenu de l'évolution des prix de la consommation (+1,7 % après +2,1 %), le pouvoir d'achat par unité de consommation se contracterait de 0,8 %. Pour 2023, l'acquis d'évolution du pouvoir d'achat par unité de consommation à mi-année (soit l'évolution annuelle prévue si le pouvoir d'achat par unité de consommation restait figé au second semestre à son niveau du deuxième trimestre) s'établirait à -0,7 % en 2023. Cet acquis à mi-année ne préjuge pas, toutefois, de l'évolution du pouvoir d'achat sur l'ensemble de l'année 2023 car il n'intègre pas, par définition, les possibles mouvements du revenu disponible brut et des prix de la consommation du second semestre.

Légère reprise de la consommation attendue au premier trimestre

Au quatrième trimestre 2022, la consommation des ménages a diminué de 1,2 % par rapport au trimestre précédent. Avec les températures clémentes et la modification des comportements des ménages, les dépenses en gaz et en électricité ont baissé. Cette diminution a été accentuée par l'enregistrement comptable du « chèque énergie » versé aux ménages en tant que consommation des administrations publiques et non des ménages. Les achats dans l'alimentation ont également diminué comme tout au long de l'année 2022, en lien avec l'augmentation des prix. Les achats en matériels de transport, les achats de biens ont diminué pour le cinquième trimestre consécutif. Dans les services, la consommation a progressé modérément, surtout portée par les services de transport.

Au premier trimestre 2023, la consommation augmenterait de +0,2 %. La consommation en énergie serait en hausse avec le retour à des températures de saison. Les achats de matériels de transport, toujours en retrait par rapport à leur niveau d'avant la crise sanitaire, seraient en légère hausse. La consommation alimentaire continuerait à diminuer dans un contexte d'inflation élevée, mais de façon moins marquée qu'au cours de l'année 2022. Les ménages continueraient à privilégier les produits à faible prix et délaisseraient par exemple le bio. Au sein des services, la consommation rebondirait dans l'hébergement et la restauration, après un léger recul au trimestre précédent, avec toutefois un aléa concernant les conséquences des grèves. Au deuxième trimestre 2023, la consommation serait stable (+0,1 % prévu), sous l'hypothèse d'une stabilisation des achats de biens et d'une augmentation tendancielle dans les services.

Poursuite de la baisse de l'investissement des ménages

L'investissement des ménages, en recul depuis le deuxième trimestre 2022, continuerait à baisser au premier semestre 2023. La production de logements individuels diminuerait de nouveau avec la remontée des taux d'intérêt. Les investissements en services, qui fléchissent depuis le troisième trimestre 2022, resteraient eux aussi orientés à la baisse, en lien avec un marché immobilier peu dynamique.

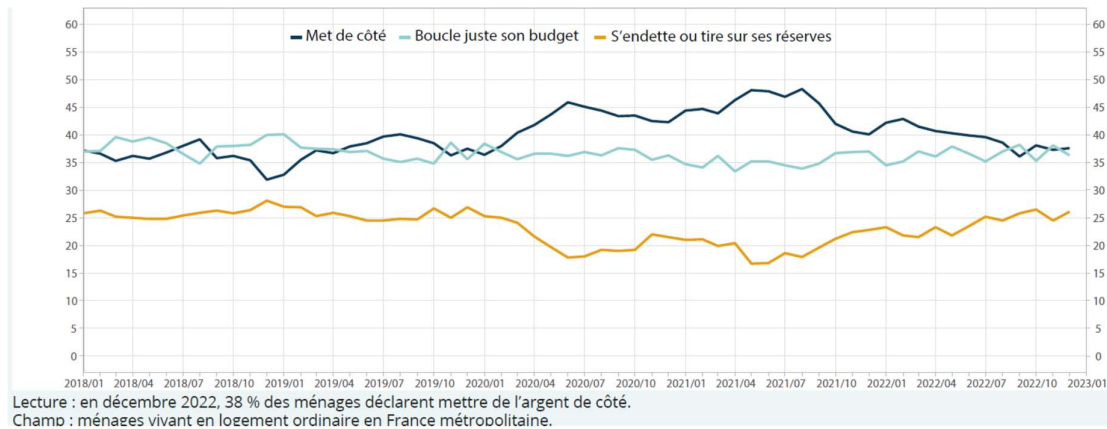
Des revenus à la consommation, un ressenti en parti différent

L'INSEE a mené une enquête auprès des consommateurs français pour évaluer les changements intervenus en matière de consommation et d'épargne. Les réponses sont par nature subjectives et peuvent entrer en contradiction avec les statistiques qui sont des moyennes. Ainsi, selon l'INSEE, près d'un ménage sur deux (46 %) déclare avoir un peu changé ses habitudes de consommation à cause de l'inflation et environ un ménage sur cinq (22 %) déclare les avoir beaucoup changées.

Les ménages sont nombreux à considérer que leur situation financière s'est nettement dégradée en 2022 ou qu'elle serait amenée à se dégrader en 2023. Parmi les ménages interrogés, ce sont les plus jeunes qui déclarent le plus avoir modifié leurs habitudes de consommation depuis l'an passé, à cause de l'inflation. 77 % déclarent avoir modifié leur comportement de consommation, légèrement ou substantiellement, contre 49 % des plus de 70 ans. 26 % des plus jeunes soulignent même avoir beaucoup modifié leurs habitudes face à l'inflation, contre seulement 11 % pour les ménages les plus âgés. Ces déclarations peuvent surprendre dans la mesure où les plus âgés font face, a priori, à une inflation plus élevée que les autres ménages du fait d'une structure de consommation où les dépenses de chauffage pèsent davantage. 76 % des ménages avec enfant(s) déclarent avoir changé leurs habitudes de consommation face à l'inflation alors qu'ils sont 62 % parmi les ménages sans enfant (seuls ou en couple). 70 % des ménages déclarent avoir modifié leurs habitudes de consommation d'énergie pour le logement afin de faire des économies, et 54 % dans le cas de l'alimentaire. Ils sont en revanche moins nombreux s'agissant des dépenses liées aux déplacements (46 %) ou des achats de vêtements (41 %).

Malgré la hausse des prix, les ménages ont continué à épargner. La Banque de France a indiqué que la cagnotte constituée depuis le début de la crise sanitaire dépasse 157 milliards d'euros.

Comportement des ménages (en %)



INSEE

Les résultats des entreprises stabilisés à un niveau correct

Après avoir atteint en 2021 un niveau historiquement élevé, le taux de marge des sociétés non financières a diminué en 2022 avec la fin des mesures de soutien liées à la crise sanitaire. Il s'est établi ainsi à 32,0 % de la valeur ajoutée, soit un niveau proche de sa valeur moyenne en 2018.

Le taux de marge des entreprises n'a pas été affecté par l'augmentation du coût des intrants et par l'augmentation des salaires. Les entreprises ont en moyenne répercuté ces hausses de coût sur leurs prix de production. L'amélioration de la rentabilité des entreprises résulterait principalement de la baisse des salaires réels et de la réduction des impôts de production (baisse de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises). À la fin du deuxième trimestre 2023, le taux de marge s'établirait à 33,5 %, soit deux points au-dessus de son niveau moyen de 2018.

Au quatrième trimestre, l'investissement des entreprises non financières a augmenté de +0,6 %, après +3,8 %. L'investissement en produits manufacturés a continué à croître, bien que plus modérément qu'au trimestre précédent (+1,3 % après +7,5 %). L'investissement en biens d'équipement a porté l'essentiel de cette hausse, tandis que l'investissement en matériels de transport a reculé, après sa très forte hausse au cours de l'été. L'investissement en construction est resté quasi stable (-0,1 %), après deux trimestres consécutifs de recul. L'investissement en services a fortement perdu en dynamisme même s'il a poursuivi sa croissance (+0,6 % après +3,5 %). En moyenne annuelle, l'investissement des entreprises non financières a augmenté de 3,3 % en 2022 (après +11,4 % en 2021). Au premier semestre 2023, l'investissement des entreprises devrait augmenter à un rythme similaire à celui de fin 2022 (+0,6 % puis +0,5 % prévu)

En décembre 2022, deux ménages sur trois déclarent avoir changé leurs habitudes de consommation depuis un an, du fait de la hausse du niveau général des prix. Depuis un an, les ménages rendent compte d'une inquiétude croissante face au contexte économique.

Le commerce extérieur, un lent rétablissement

Au quatrième trimestre 2022, les exportations ont ralenti moins vite que les importations permettant une contribution positive du commerce extérieur à la croissance du PIB (+0,3 point). Le recul des importations s'explique par la diminution des importations d'électricité avec la remise en fonction de plusieurs centrales nucléaires. Du côté du gaz, le niveau élevé des stocks a permis de réduire les importations. Les dépenses des touristes français à l'étranger ont, par ailleurs, baissé. Les exportations de produits manufacturés ont fortement diminué, malgré des livraisons navales et aéronautiques. Ce mouvement a été toutefois compensé par la forte hausse des exportations d'énergie, notamment de gaz, et par la reprise des dépenses des touristes étrangers en France.

Au premier trimestre 2023, les échanges extérieurs devraient avoir une contribution négative de -0,1 point sur le PIB de la France. Les exportations se replieraient de -0,2 % avec une contraction des livraisons aéronautiques et navales. Les importations seraient stables, la baisse des importations de gaz venant atténuer le soutien d'une demande intérieure en légère hausse. Au deuxième trimestre 2023, les exportations devraient être plus dynamiques permettant une légère contribution positive du commerce extérieur à la croissance +0,1 point.

La croissance française devrait tenir à un fil au cours du prochain semestre. La bonne résistance de l'emploi jouera un rôle clef pour éviter une dégradation marquée du pouvoir d'achat. L'inconnue de l'évolution des prix reste entière. Si l'inflation ne fléchit pas d'ici le début de l'été, les tensions salariales seront en augmentation avec un risque d'engagement d'une spirale de hausse des prix. Les déboires de plusieurs banques rappellent que les banques centrales ne disposent pas de marges de manœuvre importantes pour juguler l'inflation. Entre les dettes publiques et les problèmes de liquidité ainsi que de solvabilité des établissements financiers, elles pourraient être obligées de ralentir le rythme des relèvements et accepter plus longtemps que prévu une inflation qui est une source d'inégalités sociales.

L'inflation toujours dynamique en France

En février, selon l'INSEE, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 1,0 % sur un mois, après +0,4 % en janvier. Les prix des produits manufacturés ont une progression de 0,8 % après -1,1 % avec la fin des soldes d'hiver. Ceux des services accélèrent avec une hausse de 0,8 % après +0,1 % tirés par le rebond des prix des services de transport (+4,8 % après -6,4 %). Les prix de l'alimentation augmentent au même rythme qu'en janvier (+1,7 %) et ceux de l'énergie ralentissent (+1,6 % après +3,9 %). La hausse des prix de l'électricité sous l'effet de la

revalorisation des tarifs réglementés est en partie compensée par la baisse des prix des produits pétroliers (-1,2 % après +6,7 %).

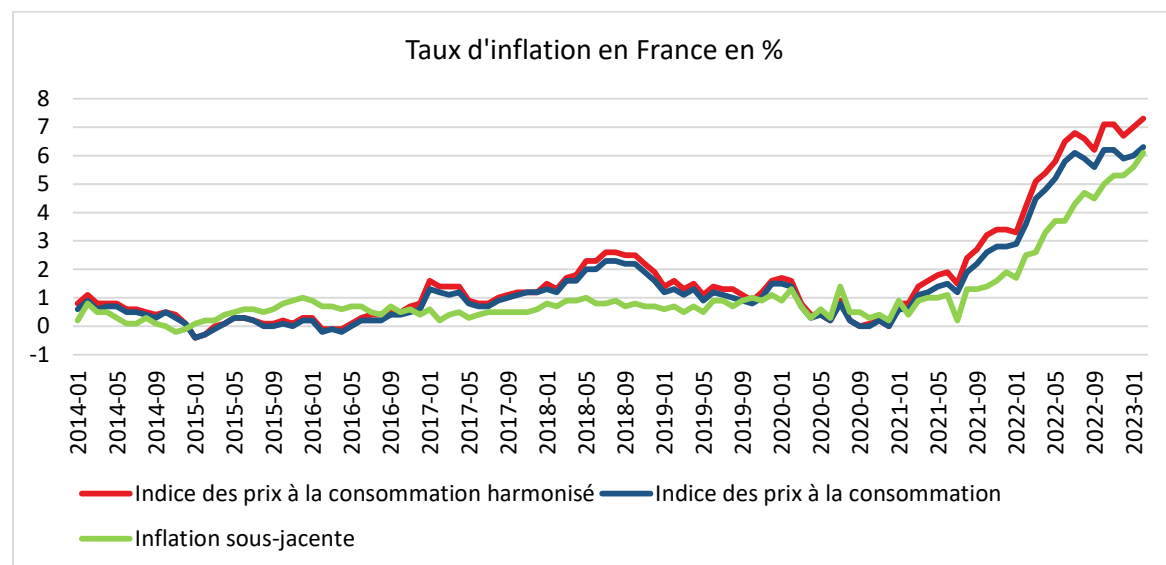
Corrigés des variations saisonnières, les prix à la consommation augmentent de 1,0 % en février, après +0,8 % en janvier.

Sur un an, les prix à la consommation augmentent de 6,3 % en février 2023, après +6,0 % en janvier. L'alimentation est désormais le principal moteur de l'inflation. La hausse sur un an atteint 14,8 % en février après +13,3 % en janvier. Les prix des services accélèrent également à 3,0 % après +2,6 %. Il en est de même pour les produits manufacturés (+4,7 % après +4,5 %). À l'inverse, les prix de l'énergie ralentissent (+14,1 % après +16,3 %).

L'inflation sous-jacente augmente sur un an, atteignant +6,1 % en février 2023, après +5,6 % en janvier traduisant un effet contagion de la hausse des prix.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) permettant les comparaisons au niveau européen augmente de 1,1 % en février sur un mois, après +0,4 % le mois précédent. Sur un an, cet indice augmente de 7,3 %, après +7,0 % en janvier.

Cette augmentation de l'inflation en février devrait conduire à une revalorisation du SMIC en mai ou en juin, l'inflation depuis la dernière augmentation dépassera sans nul doute les 2 % qui est le seuil de déclenchement.

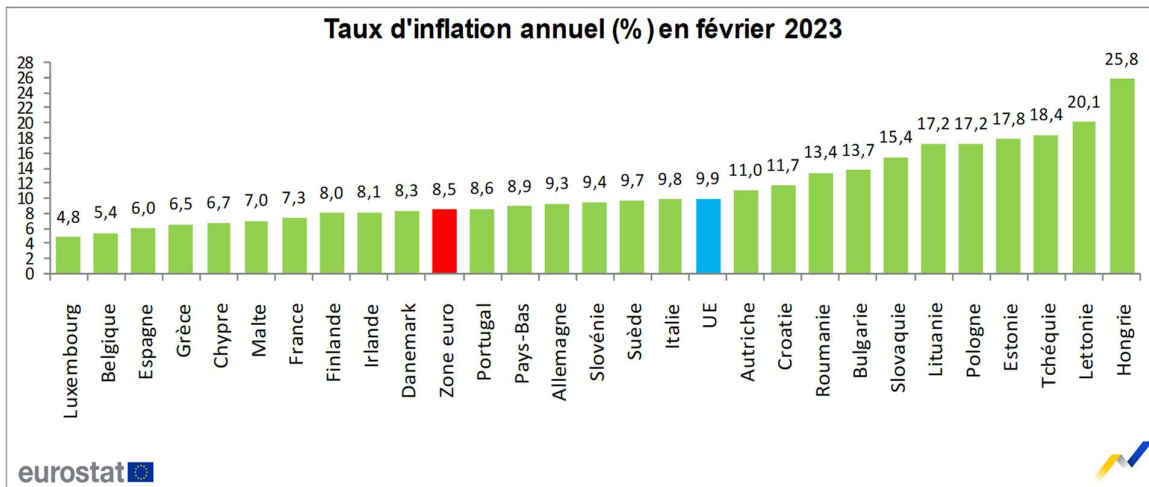


Cercle de l'Épargne – données INSEE

Pour la zone euro, selon Eurostat, le taux d'inflation annuel de la zone euro s'est établi à 8,5 % en février, contre 8,6 % en janvier. Un an auparavant, il était de 5,9 %. Le taux d'inflation annuel de l'Union européenne s'est établi à 9,9 % en février, contre 10,0 % en janvier. Un an auparavant, il était de 6,2 %.

Les taux annuels les plus faibles ont été observés au Luxembourg (4,8 %), en Belgique (5,4 %) et en Espagne (6,0 %). Les taux annuels les plus élevés ont quant à eux été enregistrés en Hongrie (25,8 %), en Lettonie (20,1 %) et en Tchéquie (18,4 %).

En février les plus fortes contributions au taux d'inflation annuel de la zone euro provenaient de l'alimentation, alcool & tabac (+3,10 points de pourcentage, pp), suivi des services (+2,02 pp), des biens industriels hors énergie (+1,74 pp) et de l'énergie (+1,64 pp).



Les risques sociaux et l'assurance

Les organismes d'assurance (mutuelles, entreprises d'assurance et institutions de prévoyance) jouent un rôle majeur en matière de couverture des risques sociaux comme la santé, la prévoyance (incapacité, invalidité, dépendance, décès, perte d'emploi, etc.) et la retraite. En France, selon la DREES, ces risques représentent 31 % des cotisations perçues chaque année par les organismes d'assurance, soit, en 2021, 82,9 milliards d'euros sur un total de 269,4 milliards d'euros de cotisations hors taxe. Ces organismes ont versé 206,2 milliards d'euros de prestations à leurs assurés, dont 58,0 milliards d'euros au titre des risques sociaux, soit près de 25 %.

La complémentaire santé est le premier poste des risques sociaux pris en charge par les organismes d'assurances avec la moitié des cotisations collectées dans ce domaine. Les cotisations santé ont atteint, en 2021, 39,4 milliards d'euros (48 % des cotisations risques sociaux). Les prestations santé se sont élevées à 31,8 milliards d'euros. Le deuxième poste de dépenses en risques sociaux est constitué par l'épargne retraite (22 % des cotisations collectées soit 18,5 milliards d'euros et 10,2 milliards d'euros de prestations). Les garanties incapacité de travail, invalidité et dépendance ont donné lieu au versement de 14,9 milliards d'euros de cotisations et à 10,6 milliards d'euros de prestations. Les garanties incapacité de travail représentent 9,0 % des cotisations collectées au titre des risques sociaux, les garanties invalidité

(rente ou capital versé pour invalidité, hors garanties souscrites dans le cadre d'emprunts) en représentent 5,0 % et les garanties couvrant la dépendance (sous forme de rente ou de capital versé) en représentent 1,1 %. 10,0 milliards d'euros ont été collectés au titre des garanties décès (hors garanties décès des contrats emprunteurs), soit 12 % de la couverture des risques sociaux. 5,4 milliards d'euros de prestations ont été versés en 2021 au titre des garanties décès.

LE COIN DES TENDANCES

Les démocraties face aux vents contraires

Au cours de la seconde partie du XXe siècle, la démocratie s'est imposée grâce à son étroite association avec l'économie sociale de marché. La liberté et le respect de l'état de droit alliés à l'accès à la consommation de masse par les classes moyennes ont été le principal ambassadeur des démocraties face aux régimes totalitaires. Cette suprématie a été remise en cause avec la montée en puissance de pays émergents dotés de régimes autoritaires. Les gouvernements des pays occidentaux éprouvent des difficultés à valoriser les principes démocratiques. Pire, ces principes sont perçus par les régimes autoritaires comme les relents d'un colonialisme d'une autre époque et comme les preuves d'un déclin. Les gouvernements des pays démocratiques sont confrontés à des opinions de plus en plus segmentées qui refusent l'idée même de consensus. Celui-ci est d'autant plus difficile à façonner que les contraintes qui pèsent sur les gouvernements sont de plus en plus nombreuses. Ces derniers disposent de marges de manœuvres, par ailleurs réduites, par la globalisation et la digitalisation.

Les gouvernements et le changement de dimension de l'économie

En trente ans, l'économie mondiale s'est transformée à grande vitesse. En 1978, les échanges de la Chine représentaient 2 % du commerce mondial. Ce taux était de 13 % en 2022. Aucun pays n'a connu une progression aussi rapide de son PIB en moins d'une génération. En 2001, la valeur ajoutée produite par l'économie chinoise n'était que de 1 300 milliards de dollars. En 2021, elle a atteint 14 300 milliards. En parallèle, les technologies de l'information et de la communication ont donné lieu à l'essor d'entreprises dont la capitalisation, en quelques années, a atteint plus de 2 000 milliards de dollars. Tous les secteurs d'activité dépendent désormais du numérique, de la création à la commercialisation en passant par la production. Les deux tiers de la population mondiale seraient équipés d'un smartphone. Les flux financiers internationaux ont fortement augmenté au début du siècle pour s'élever, en moyenne, à plus de 1500 milliards de dollars par (flux d'investissement directs).

À l'exception de l'Allemagne, des États d'Europe du Nord et de l'Italie du nord, les pays occidentaux sont confrontés depuis les années 1980 à un large mouvement de désindustrialisation. La valeur ajoutée de la production manufacturière est ainsi passée de 12,5 à 9 % de 1990 à 2022. Le développement des pays émergents

n'explique pas à lui seul cette désindustrialisation qui est également la conséquence d'une spécialisation au sein des pays dits avancés.

Des marges de manœuvre financières limitées

Face à une compétition économique accrue, les gouvernements ont été contraints de diminuer le poids des impôts pesant sur les bénéfices et la production. Si des années 1960 aux années 1980, le système d'État providence a réussi à prospérer au sein des démocraties occidentales grâce à la croissance et à l'augmentation des cotisations sociales, l'affadissement de la croissance et l'augmentation des dépenses mettent sous pression les régimes de protection sociales qui peuvent plus comme dans le passé relever les cotisations sociales. Depuis vingt ans, ces dernières sont en baisse au sein du PIB. Elles sont ainsi passées, en France, de 14 à 13 % du PIB de 2000 à 2022.

Faute de pouvoir jouer sur les prélèvements obligatoires, les gouvernements occidentaux ont été contraints de s'endetter pour compenser l'absence de croissance. La succession rapide de crises a amplifié ce phénomène au point que la dette publique des pays de l'OCDE est passée de 60 à 120 % du PIB de 1995 à 2022. La crise de covid 19 s'est soldée par une augmentation de près de 20 points de PIB d'endettement supplémentaire. La guerre en Ukraine occasionne le maintien de déficits publics élevés en particulier au sein de l'Europe. Nul ne sait déterminer le niveau et surtout le moment où l'accumulation de la dette deviendra un problème systémique, la confiance en la matière jouant un rôle important. Ce qui est certain c'est qu'un niveau élevé d'endettement accroît la vulnérabilité des États et l'instabilité globale des économies. La hausse des taux d'intérêt pourrait réduire un peu les marges de manœuvre budgétaire des États. Cette contrainte intervient au moment où la demande en dépenses publiques tend à augmenter (transition énergétique, retraite, santé, dépendance, éducation, défense, etc.).

La transition énergétique impose aux pays occidentaux la réalisation de nombreux investissements. Le surcoût annuel est évalué à 4 points de PIB afin d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Une réorientation de l'épargne vers les investissements de transition apparaît indispensable. Cette transition devrait occasionner une hausse du coût de l'énergie qui touchera plus particulièrement les ménages à revenus modestes. Elle pourrait accroître les inégalités sociales et territoriales. Cette situation pourrait inciter les États à augmenter les politiques redistributives. En France, celles-ci ont atteint déjà un niveau record, plus du tiers du PIB.

La décarbonation des activités pourrait aboutir à une remise en cause du modèle de croissance économique en vigueur depuis plus de deux siècles, croissance qui repose essentiellement sur la consommation. Le développement du recyclage, de l'économie circulaire et l'instauration d'une certaine frugalité devraient s'imposer à moyen terme comme un des moyens pour réduire les émissions de gaz à effet de serre. Cette politique sera socialement difficile à faire admettre. La lutte contre les gaspillages sera

renforcée d'autant plus que des pénuries pourraient apparaître sur certaines matières premières (lithium, cobalt, nickel, etc.).

Le vieillissement démographique, un choc de grande amplitude pour les démocraties

Croissance et dynamisme démographique sont intimement liés. Ce sont les États ayant la proportion de 25/40 ans la plus élevée qui enregistrent les taux de croissance les plus importants. Or, les démocraties occidentales doivent faire face à un vieillissement qui pèsera sur leur croissance potentielle durant de nombreuses décennies. La population de plus de 65 ans devrait représenter au sein de l'Union européenne 30 % de la population en 2040, contre 16 % en 1998. Sur la même période, la population active devrait passer toujours au sein de l'Union de 320 à 300 millions de personnes.

Sans recours à l'immigration et en raison de gains de productivité qui s'étiolent, la croissance européenne sera de plus en plus faible. Le poids de l'Europe au sein du PIB mondial devrait poursuivre son recul. Il s'élevait à 16 % en 2022, contre 24 % en 1998.

Dans un contexte de faible croissance, le partage de la valeur ajoutée entre actifs et inactifs sera source tensions sociales. L'augmentation du nombre de retraités induira des charges publiques en forte augmentation qui entreront en concurrence avec les dépenses nécessaires pour les armées, l'éducation ou la Recherche-Développement. Les dépenses publiques ont depuis le début du siècle déjà fortement augmenté au sein de la zone euro, +45 % (1998/2022).

Les démocraties face aux problèmes de la montée des inégalités

Depuis une vingtaine d'années, les inégalités de revenus et surtout de patrimoine sont de plus en plus importantes. Ce phénomène concerne avant tout les États-Unis. Il est moins prononcé en France qu'ailleurs surtout en ce qui concerne les revenus. Les 1 % de ménages les mieux dotés en patrimoine détiennent 24 % du patrimoine total en zone euro en 2022, contre 20 % en 1998. L'appréciation du cours des actions et surtout des biens immobiliers explique cette évolution. Le poids des dépenses de logements au sein du budget des ménages les plus modestes a fortement augmenté, atteignant 30 % contre 20 % il y a une vingtaine d'années. Cette situation génère des frustrations et des tensions sociales de plus en plus marquées.

Les démocraties sont traversées par des courants contraires. La demande de solidarité et d'égalité demeure forte, en s'accompagnant d'une montée des communautarismes. Le besoin d'un accès à la consommation a pour limite la volonté d'un autre type de développement qui serait en phase avec la préservation de l'environnement. La tentation du repli, du protectionnisme et du refus de l'immigration s'oppose aux souhaits de bénéficier de services de qualité en particulier dans le domaine de la santé. Les régimes démocratiques, au nom de la liberté, se doivent de

concilier les intérêts contraires voire divergents. Cette conciliation n'est possible que si les citoyens continuent de partager des valeurs communes, et en priorité, celles qui sont consubstantiels aux démocraties, à savoir le pluralisme, l'état de droit, le respect d'autrui, la séparation des pouvoirs, l'organisation d'élections libres, etc.

Le salarié, une ressource de plus en plus rare !

Le taux de chômage au sein des pays de l'OCDE est désormais inférieur à 5 % quand il était de 6 % en 2015. Les économies des pays avancés continuent à créer des emplois malgré une croissance évanescence. Le 7 mars dernier, Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale, a observé qu'aux États-Unis, « *malgré le ralentissement de la croissance, le marché du travail reste extrêmement tendu* ». Dans la moitié des pays de l'OCDE, dont le Canada, la France et l'Allemagne, la proportion de personnes en âge de travailler occupant un emploi n'a jamais été aussi élevée. Rares sont les pays où le chômage augmente. Figurent dans cette courte liste, l'Autriche, Israël et la Finlande. Ce dernier pays est touché de plein fouet par la guerre en Ukraine. Ses échanges avec la Russie ont chuté en quelques semaines et il doit faire face à une forte augmentation des prix de l'énergie. La Finlande est en récession. Malgré un taux de chômage en hausse (à 7,1 % en janvier), ce dernier demeure inférieur à sa moyenne à long terme. Les traditionnelles mauvaises élèves de la classe européenne – la Grèce, l'Italie, l'Espagne, la France – enregistrent une belle décrue de leur taux de chômage.

Dans les années 1990 et 2000, les entreprises avaient tendance à réduire leurs effectifs dès que la conjoncture se dégradait. Aujourd'hui, par crainte de ne pas retrouver de salariés au moment de la reprise, elles préfèrent les garder durant les périodes de basses activités. Elles essaient même d'anticiper les embauches pour attirer les meilleurs profils. Le résultat est un taux de chômage qui augmente à peine, même en période de récession. Le Japon qui est en avance en matière de vieillissement démographique se caractérise depuis une trentaine d'années par un taux de chômage extrêmement faible, autour de 3,5 %, insensible aux aléas de la conjoncture. L'emploi à vie dans les grandes entreprises qui est la règle dans ce pays se généralise dans toute l'économie.

Les entreprises acceptent plus facilement que dans le passé de maintenir en emploi leurs salariés grâce à leurs bons résultats de ces dernières années. Avec l'appui des États, elles ont réussi, à traverser la crise sanitaire. Leur taux de marge s'est redressé avec les plans de relance leur permettant de conserver des trésoreries abondantes. Les pénuries de main-d'œuvre incitent également à la prudence en matière de réduction des effectifs. Au sein de l'OCDE, les besoins non pourvus dépasseraient 10 millions d'emplois, soit environ 1,5 % de la population active. Au Royaume-Uni, et en Italie, cette dernière décroît en raison des départs anticipés à la retraite. Aux États-Unis, de nombreux Américains ont également décidé de liquider plus tôt que prévu leurs droits à pensions. La crise sanitaire a conduit des salariés à revoir leurs priorités. Les emplois à horaires décalés ou pénibles attirent de moins en moins. Dans un marché de l'emploi dynamique, le nombre des démissions atteint des records. Des

salariés n'hésitent pas à changer de secteur d'activité ou de régions afin de bénéficier de conditions de vie plus agréables.

Un marché du travail à la japonaise n'est pas obligatoirement une bonne nouvelle pour la croissance. La productivité ne peut que pâtir de l'évolution actuelle du marché du travail. Les salariés sont maintenus en emploi même en cas de baisse de l'activité, ce qui ne les conduit pas à chercher les entreprises les plus productives. A contrario, les plus faibles variations du chômage atténuent les chocs récessionnistes. Les dépenses de consommation sont moins touchées par les crises si le taux d'emploi reste élevé.

Si le ralentissement économique s'accroît, les entreprises seront contraintes de recourir à des licenciements, leur réserve de trésorerie n'étant pas infinie. Plusieurs entreprises de la haute technologie qui avaient embauché durant la crise sanitaire réduisent leurs effectifs depuis quelques mois, du fait d'une moindre croissance de leurs activités. Les entreprises pourraient également augmenter leurs dépenses d'investissement afin de gagner en productivité et être moins dépendantes du facteur « travail ».

Le Royaume-Uni, un inquiétant excès de mortalité

L'épidémie de Covid s'est traduite par une forte augmentation de la mortalité. Des pays, comme la Russie, les États-Unis, le Brésil ou le Royaume-Uni, ont été plus touchés que d'autres. Le Royaume-Uni se distingue de ses partenaires par une progression du nombre décès qui avait commencé avant la crise sanitaire et qui tend à se poursuivre depuis. À la différence des autres européens, l'espérance de vie des Britanniques a stagné dès le début des années 2010. À la naissance, elle s'élève à 81 ans en 2022, contre 80,1 ans en 2011. Si cette espérance de vie avait continué à croître comme dans les années 1980/2010, elle aurait dû dépasser 83 ans en 2022. Selon les calculs de « The Economist », entre 2012 et 2022, 700 000 Britanniques seraient morts de manière anticipée.

La disparition des gains d'espérance de vie est avant tout de nature sociale. Entre le quartier le plus riche de Londres (Kensington) et le plus pauvre (Newham – Stratford) l'écart d'espérance de vie a augmenté pour atteindre plus de 18 ans pour les hommes. L'écart d'espérance de vie entre une femme dont les revenus sont parmi les 10 % les plus faibles et une femme dont les revenus figurent parmi les 10 % le plus élevés est passé de 6,8 à 7,7 années de 2011 à 2017. Pour les hommes, les écarts respectifs sont 9 et 9,5 ans sur la même période. La stagnation de l'espérance de vie touche toutes les tranches d'âge. Les taux de mortalité ont stagné chez les nourrissons et augmenté chez les jeunes adultes et les personnes âgées entre 35 et 50 ans à la différence des évolutions constatées dans les autres pays européens.

En neutralisant les effets du covid sur la mortalité (650 000 décès), l'excès de mortalité est évalué à 250 000. Comme aux États-Unis, la mortalité liée à la consommation de stupéfiants est en progression. L'alcool et le suicide sont également pointés du doigt. Les morts violentes chez les jeunes (accidents de voiture et criminalité) sont

également en hausse. L'Écosse est en première ligne pour les décès liés à la drogue. Le taux de mortalité lié à ce facteur y est quatre fois plus élevé qu'en Angleterre ou au Pays de Galles.

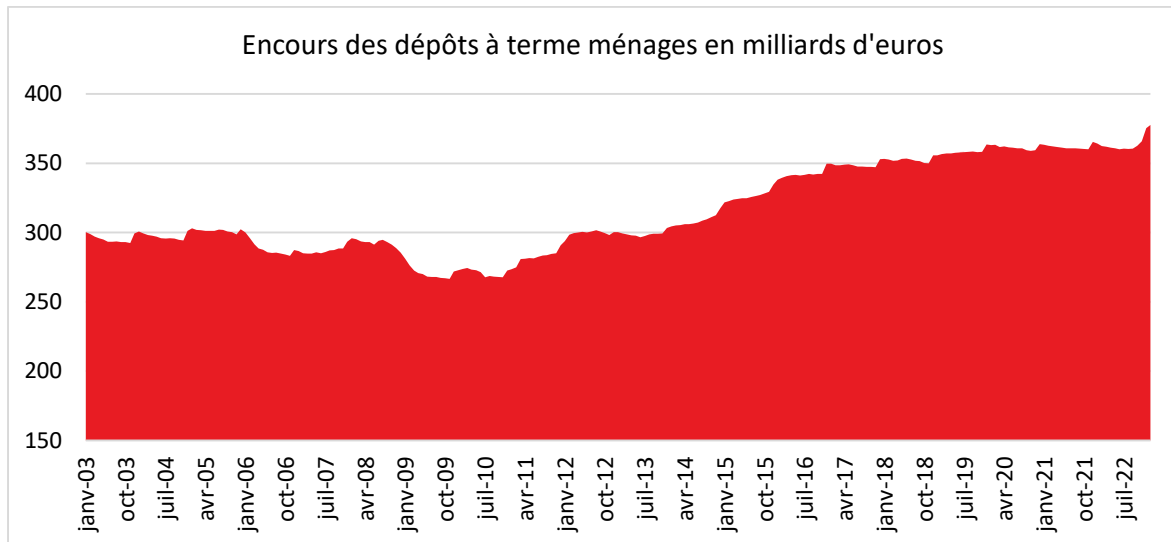
Le Royaume-Uni est confronté à un déficit de prévention, de diagnostics et de soins. L'accès aux médecins et aux traitements est de plus en plus difficile sur certaines parties du territoire. Les hôpitaux sont saturés et sont contraints de reporter des opérations. Si ce phénomène s'est accentué avec la pandémie, il était déjà notable auparavant. Les Britanniques les plus pauvres sont diagnostiqués bien plus tard que ceux qui figurent parmi les 20 % les plus aisés. Pour le cancer, les premiers sont 20 % plus nombreux que les seconds à être diagnostiqués d'un cancer à un stade élevé. La prévention dispose au Royaume-Uni de moyens financiers faibles, moins de 2 % du budget total de la santé. Or, des actions de sensibilisation et le recours à des diagnostics préventifs permettraient une augmentation de l'espérance de vie d'au moins un an.

Au Royaume-Uni, la question de la présence des médecins dans les quartiers les plus pauvres se pose tout comme en France. Un médecin avec un cabinet dans une ville où les habitants ont des faibles revenus a 10 % de patients de plus et 7 % de revenus de moins que celui qui est installé dans une ville cossue. Le système de santé britannique diffère de celui de la France, en étant fonctionnarisé. Il n'en connaît pas moins les mêmes problèmes. L'acuité de ces derniers apparaît même plus élevée au vu des données sur l'espérance de vie. Le vieillissement de la population et les changements de mode de vie génèrent un surcroît de mortalité. La médecine, construite pour une population jeune et en augmentation dans un contexte de forte croissance, doit se transformer pour gérer un nombre croissant de personnes âgées. Le maintien d'un lien direct entre des équipes de santé et les patients constitue une priorité mais bute sur les effectifs disponibles et les capacités d'organisation des systèmes de santé de part et d'autre de la Manche.

LE COIN DES GRAPHIQUES

Les dépôts à terme en hausse

Après une longue période de stagnation, les dépôts à terme enregistrent une vive croissance depuis la fin de l'année 2022, en lien avec la hausse des taux. Depuis la fin septembre 2022, l'encours des dépôts à terme a progressé de 17 milliards d'euros pour atteindre 377 milliards d'euros. Cet encours était stable la fin de l'année 2015 autour de 360 milliards d'euros.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

837 000 contrats d'apprentissage en France en 2022

837 000 contrats d'apprentissage ont commencé en 2022 (+14 % par rapport à 2021). Au 31 décembre 2022, le nombre d'apprentis s'élève à 980 000 en France.

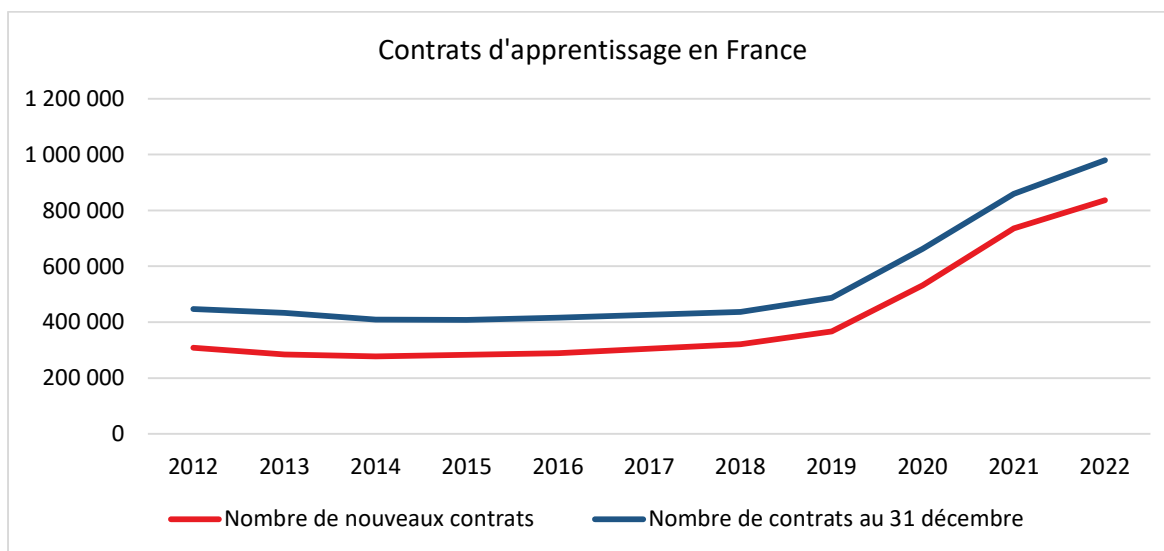
Si les apprentis demeurent majoritairement des hommes (55 %), la proportion de femmes a légèrement augmenté (+1 point) en 2022. 58 % des contrats ont été signés par des apprentis ayant 20 ans ou plus (+1 point sur un an). 1 % des contrats débutés en 2022 concernait des apprentis reconnus comme travailleurs handicapés.

63 % des contrats se sont inscrits dans le cadre d'une formation de niveau bac +2 ou plus (+3 points sur un an). 32 % des contrats visaient à préparer un titre professionnel (+2 points sur un an).

45 % des contrats débutés en 2022 ont été signés dans des entreprises de moins de 10 salariés, contre 48 % en 2021. 53 % des contrats débutés en 2022 portaient sur des durées de 18 mois ou plus, une part stable par rapport à 2021.

Les quatre principaux secteurs d'activité pour la signature des contrats sont :

- le commerce, la réparation d'automobiles et de motocycles (23 % des contrats) ;
- le soutien aux entreprises (15 % des contrats) ;
- l'industrie (14 %) ;
- La construction (11 %).

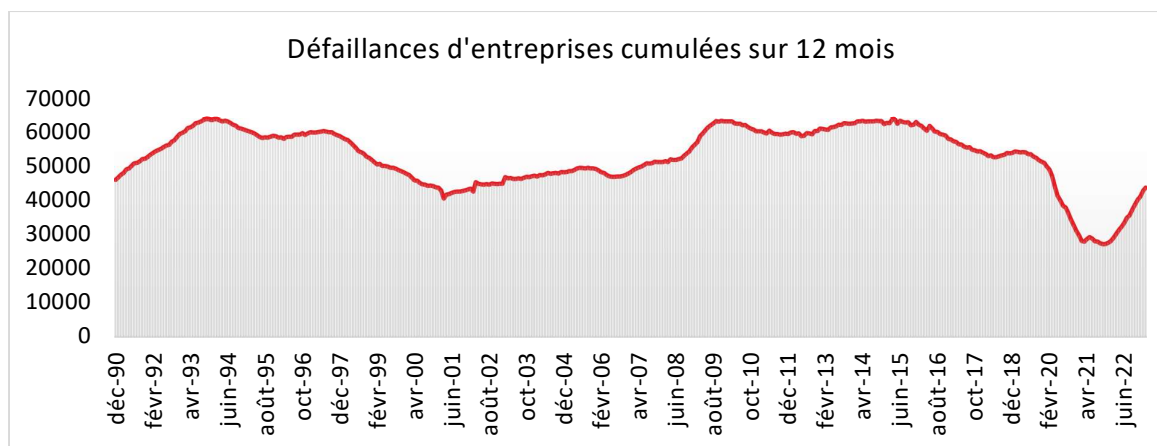


Cercle de l'Épargne – données DARES

Progression contenue du nombre de défaillances d'entreprises

À fin février, selon la Banque de France, le nombre de défaillances d'entreprises est en progression mais demeure à un niveau toujours sensiblement inférieur à la période pré-covid. En cumul sur les douze derniers mois (entre mars 2022 et février 2023), 43 886 défaillances ont été dénombrées, contre 29 124 un an plus tôt. Cette hausse est plus marquée pour les PME (hors micro-entreprises et tailles indéterminées) et les plus grandes entreprises.

Le nombre de défaillances sur un an reste néanmoins à un niveau sensiblement inférieur au niveau moyen enregistré sur la période 2010-2019, avant la pandémie de covid-19 (59 342 défaillances).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

Lundi 20 mars

L'office européen de la statistique diffusera les résultats de la **balance commerciale** en janvier 2023 en **zone euro** et dans l'**Union européenne**. Il sera également possible de suivre l'évolution des **emplois vacants** dans les deux zones au dernier trimestre 2022.

En **Allemagne**, l'**indice des prix IPP à la production** de février sera disponible.

La Banque **centrale chinoise** publiera le **taux préférentiel de prêt**.

Mardi 21 mars

En **France**, l'Insee publiera les **indices des loyers d'habitation** au quatrième trimestre 2022.

Eurostat publiera les données pour la **zone euro** et l'**Union européenne** de la **production dans la construction** en janvier.

L'**Association des Constructeurs Européens d'Automobiles (ACEA)** publiera les chiffres de février des **immatriculations de voitures dans les pays européens**.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de suivre l'évolution mensuelle de l'**emprunt net et des exigences de trésorerie nette du secteur public** en février.

En **Allemagne**, les **indices ZEW situation actuelle et sentiment économique** de mars seront rendus public.

Aux **États-Unis**, les **ventes de logements existants** en février feront l'objet d'une communication.

Mercredi 22 mars

Au **Royaume-Uni**, les résultats définitifs de l'**inflation**, de l'**indice des prix au détail** et de l'**indice des prix à la production** de février seront disponibles. Il sera possible de consulter les résultats de l'**enquête CBI de conjoncture dans l'industrie - commandes** de mars.

La BCE publiera pour la **zone euro** le niveau à fin janvier de la **balance des paiements courants**.

Aux **États-Unis**, une réunion de la **FED** est programmée. Une **projection des taux** pratiqués sur le premier trimestre est attendue.

Jeudi 23 mars

Au **Japon**, l'**indice Reuters Tanken** de mars sera rendu public.
La Banque centrale **d'Angleterre** doit se réunir. Un nouveau **relèvement des taux directeurs** en mars est attendu.

Aux **États-Unis**, le niveau de la **balance des paiements courants** au dernier trimestre 2022 sera communiqué. Il sera possible de suivre l'évolution, en février, des **ventes de logements neufs** et de l'**indice d'activité nationale de la Fed de Chicago**. La **Fed de Kansas City** publiera ses **indices manufacturier et composite** pour le mois de mars. La diffusion de l'**indicateur confiance des consommateurs** de mars est également attendue. Les **projections de taux** de la **Fed** pour le premier trimestre 2023 devraient être diffusées.

Vendredi 24 mars

Au **Japon**, les résultats provisoires de l'**inflation** attendu en mars seront publiés. Une nouvelle publication du **PMI manufacturier** de mars est programmée.

Les **indices des directeurs d'achats PMI** pour les secteurs **manufacturier et services** ainsi que l'**indicateur PMI composite** de mars seront disponibles pour la **France, l'Allemagne, la zone euro** et les **États-Unis**.

En **France**, les résultats définitifs de l'**emploi salarié, salaires de base et durée du travail** au dernier trimestre 2022 seront disponibles. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution en des **créations d'entreprises**. Seront communiqués également communiqués les **indices des coûts de production dans la construction** et l'**indice du coût de la construction**, l'**indice des loyers des activités tertiaires** et l'**indice des loyers commerciaux** ainsi que l'**indice des prix des logements neufs et anciens**.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de suivre l'évolution de l'**indicateur confiance des consommateurs Gfk** en mars. Les données à fin février des **ventes au détail** seront diffusés.

Les résultats détaillés de la **croissance** constatée au dernier trimestre 2022 seront disponibles.

Aux **États-Unis**, les données relatives aux **commandes de biens durables** en février seront diffusées.

Lundi 27 mars

En **Chine**, les indicateurs **profit industriel et profit industriel YTD** de février seront publiés.

En **Allemagne**, les **indicateurs conjoncturels et le climat des affaires IFO** de mars seront rendus publics.

Pour la **zone euro**, la BCE publiera les statistiques à fin février relatives aux **prêts accordés aux sociétés non financières**.

Au **Royaume-Uni**, l'enquête **CBI sur le commerce de distribution** en mars sera disponible.

Aux **États-Unis**, l'**indice manufacturier Fed de Dallas** de mars sera communiqué.

Mardi 28 mars

En **France**, l'Insee présentera les premiers résultats des **comptes nationaux des administrations publiques** au premier trimestre 2023. Seront ainsi publiés, le niveau de la **dette des administrations publiques** à fin mars. Il sera par ailleurs possible de consulter l'indicateur **climat des affaires** et les résultats des **enquêtes conjoncturelles mensuelles sectorielles** pour le mois de mars.

En **Italie**, les indicateurs **confiance des entreprises** et **confiance des consommateurs** en mars feront l'objet d'une communication.

Aux **États-Unis**, l'**indice des prix immobiliers** et l'**indice S&P/CS composite des prix des logements** de janvier seront rendus publics. Il sera possible de suivre l'évolution de la **balance commerciale des biens** et des **stocks de détail** en février. La publication de l'indicateur **conference board de confiance des consommateurs** de février est attendue. Pour le mois de mars, une série d'**indicateurs conjoncturels de la Fed de Richmond pour le secteur manufacturier** et de la **Fed de Dallas pour le secteur des services** devraient être également rendus publics.

Mercredi 29 mars

En **France**, les services statistiques du ministère de la transition écologique et de la cohésion des territoires publieront les résultats des **constructions de locaux** et de **logements** à fin février. Il sera par ailleurs possible de consulter l'enquête **mensuelle de conjoncture auprès des ménages** de mars.

En **Allemagne**, l'**indicateur confiance des consommateurs GfK** d'avril sera rendu public.

En **Italie** le **taux de chômage** de février sera publié. Il sera également possible de suivre l'évolution de la **balance commerciale** sur le mois de février.

Aux **États-Unis**, les statistiques à fin février des **promesses de ventes de logements** seront disponibles.

Jeudi 30 mars

La **Commission européenne** publiera, les **indicateurs sentiment économique et climat des affaires** en mars, l'**enquête de confiance des consommateurs et des entreprises**

En **Espagne**, une estimation de l'**inflation** attendue en mars sera communiquée. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution, en février, des **ventes au détail**.

En **Allemagne**, une estimation de l'**inflation** attendue en mars sera diffusée.

En **Italie**, l'**indice des prix à la production (IPP)** de février sera publié.

Aux **États-Unis**, les résultats détaillés de la **croissance** au dernier trimestre 2022 seront disponibles.

Vendredi 31 mars

En **France**, les résultats provisoires de l'**inflation** attendue en mars seront disponibles. Les **dépenses de consommation des ménages en biens**, le **volume des ventes dans le commerce**, les indices de **prix de production et d'importation de l'industrie**, l'**indice de production dans les services** et **Indices des prix agricoles**. Enfin, il sera possible de suivre l'évolution de la **situation budgétaire de l'État** en février. Les services statistiques du ministère la transition écologique et de la cohésion des territoires diffusera les chiffres à fin mars des **Immatriculations de véhicules neufs**.

Eurostat, l'office européen de la statistique publiera pour l'**Union européenne** et la **zone euro**, les chiffres du **chômage** à fin février et une estimation flash de l'**inflation** en mars.

Au **Japon**, les données des **ventes au détail**, le **taux de chômage** et le **ratio emplois/demandeur d'emploi** en février seront publiés. Les données provisoires de l'**inflation** attendue en mars seront disponibles. La diffusion des statistiques mensuels de février de la **production industrielle** et les prévisions pour mars et avril est également attendue. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution des **commandes de construction et les mises en chantier** en février.

En **Chine** les indicateurs **PMI** de mars devraient être rendus publics.

Au **Royaume-Uni**, il sera possible de suivre l'évolution de la **balance des paiements courants** et de consulter les résultats détaillés de la **croissance** au dernier trimestre 2022.

En **Allemagne**, l'indice des **prix des importations** et les **ventes au détail** de février.

En **Espagne**, le montant de la **balance des paiements courants** en janvier sera rendu public.

Les données de **l'inflation** attendue en **Italie** en mars feront l'objet d'une publication. Il sera également possible l'évolution, en janvier des **ventes industrielles**.

Aux **États-Unis**, seront communiqués, pour le mois de février, **l'indice des prix à la consommation des ménages (PCE et PCE core)**, les **revenus et les dépenses des ménages** ainsi que la **consommation personnelle réelle**. L'indice **PCE de la Fed de Dallas** de février et le **PMI de Chicago** de mars devraient également être rendu public.

LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2021	2 474	3 549	1 775	1 191	12 172
PIB par tête en 2021 En euros	36 379	42 666	29 878	25 008	35 438
Croissance du PIB 2022	+2,6 %	+1,9 %	+3,9 %	+5,5 %	+3,2 %
quatrième trimestre 2022	+0,1 %	+0,2 %	+0,5 %	+0,2 %	+0,3 %
Inflation En % - février 2023	7,3	9,3	9,8	6,0	8,5
Taux de chômage En % - janvier 2023	7,1	3,0	7,9	13,0	6,7
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 (2021)* en %	33,6	34,2	37,0	33,0	33,2
Dépenses publiques En % du PIB 2021	59,0	51,3	55,3	50,6	52,
Solde public En % du PIB 2021	-6,5	-3,7	-7,2	-6,9	-5,1
Dettes publiques En % du PIB 2021	112,8	68,6	150,3	118,3	97,2
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 % 2021	2,6	7,4	2,8	1,7	24,7
Taux d'épargne en % du revenu disponible brut	15,1	19,5	11,0	8,5	13,2

*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 Économique du CERCLE DE L'ÉPARGNE

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

Toute utilisation partielle des articles de la lettre doit faire l'objet de la mention de la source, Cercle de l'Épargne. Tout usage d'un article dans son intégralité doit faire l'objet d'une autorisation préalable.



**LE CERCLE DE L'ÉPARGNE
CENTRE DE REFLEXION D'AG2R LA MONDIALE**

14/16, BOULEVARD MALESHERBES • 75008 PARIS

**TEL. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36
contact@cercledelepargne.fr • www.cercledelepargne.fr**

**LE CERCLE DE L'ÉPARGNE
partenaire de l'association d'assurés AMPHITEA**

