

### L'édito de la semaine

- La crise de l'immobilier n'est pas celle des taux d'intérêt

### Le Coin de l'épargne

- Inflation et croissance, le dilemme des banquiers centraux
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Pas de pause estivale pour le Livret A

### Le Coin de l'économie

- Comptes publics, l'heure des choix
- Un déficit de construction de logements préoccupant
- Les finances publiques face à la baisse de la productivité
- La soutenabilité des dettes publiques en question

### D'hier à demain

- Dégradation du climat des affaires en France
- Les infirmières et l'hôpital, des relations complexes
- Maintien à un haut niveau de la création d'entreprises en France

### Le Coin des tendances

- « De brics et de broc »
- L'Allemagne, touchée mais pas coulée
- La France, le pays de la baguette et des gâteaux

### Le Coin des graphiques

- La montée en puissance des dépôts à terme
- Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat en France

### Le Coin de l'agenda économique

### Le Coin des statistiques

## L'ÉDITO DE PHILIPPE CREVEL

### La crise de l'immobilier n'est pas celle des taux d'intérêt

Avec la hausse des taux d'intérêt, le secteur de l'immobilier serait au bord du gouffre. La diminution du nombre prêts entraînerait celle des transactions et amènerait une baisse des prix. Des milliers d'emplois seraient en jeu dans les secteurs du bâtiment et de la vente de logements.

L'imminence d'un krach est sans nul doute surjouée. Les taux d'intérêt ont retrouvé leur niveau des années 2000. La période 2015/2021 était atypique, marquée par la mise en œuvre de politiques monétaires non-conventionnelles. Ce ne sont pas les taux d'aujourd'hui qui sont anormaux mais ceux d'hier. Avec l'inflation qui dépasse encore 4 %, les taux réels pratiqués en matière immobilière sont négatifs, ce qui n'était pas arrivé depuis de nombreuses années. Cela signifie qu'avec l'inflation, le poids des remboursements tend à diminuer. Après une période faste et après les confinements, le repli des transactions immobilières est également assez logique. 2021 et 2022 ont été deux années records en la matière, leur nombre dépassant un million, quand dans les années 2010, la moyenne était de 800 000. Il en est de même pour les prix des logements qui ont connu une progression sans précédent depuis le début du siècle, à peine freinée par la crise de 2008/2009 et par l'épidémie de covid. Ils ont doublé en vingt ans. La baisse constatée, ces derniers mois, est homéopathique et n'est pas générale. Elle est sans comparaison à celle du début des années 1990. Elle est également plus faible que celle constatée aux Etats-Unis en 2022.

La véritable barrière à l'accession à la propriété n'est pas les taux d'intérêt mais le prix des logements qui est déconnecté des revenus des ménages. Les faibles taux d'intérêt sont en partie responsables de la hausse irraisonnable des prix de l'immobilier. Ils ont conduit de nombreux investisseurs à se détourner des obligations au profit de la pierre en jouant avec l'effet de levier. Les faibles taux ont conduit à une concentration du parc locatif, le nombre de logements possédés par bailleur augmentant fortement. Selon l'INSEE, les ménages propriétaires d'au moins 5 logements représentent 3,5 % des ménages, mais détiennent 50 % des logements en location possédés par des particuliers. Contrairement à certaines allégations, les taux d'intérêt extrêmement bas de ces dernières années ont pénalisé les ménages les plus modestes, les primo-accédants, en alimentant la hausse des prix. La meilleure preuve est fournie par la stabilité depuis 2008 de la proportion de Français propriétaires de leur résidence principale quand, auparavant, ce taux augmentait régulièrement. Le marché de l'immobilier est devenu un marché d'entre soi. La possession d'un bien est nécessaire pour en acquérir un autre. En limitant la concurrence, cette concentration conduit à la hausse des loyers. Par ailleurs, le développement des plateformes en ligne de mise en relation s'est traduit par le développement des locations saisonnières hautement rémunératrices au détriment des locations classiques. Si initialement, les premières avaient vocation à fournir de simples revenus d'appoint aux propriétaires, au fil des années, elles sont devenues des activités économiques lucratives. Cette

évolution concourt à la pénurie de logements locatifs au centre des grandes agglomérations et dans les communes touristiques.

La crise de l'immobilier, en France, est avant tout celle de la construction. Fin juin 2023, sur douze mois, moins de 340 000 logements étaient en construction, contre plus de 420 000 au début de l'année 2018. Chaque année, il manque en France plus de 150 000 logements pour couvrir les besoins d'une population en augmentation et qui se concentre sur certaines parties du territoire, les grandes agglomérations et les littoraux. Les besoins augmentent également avec le nombre accru de familles monoparentales et de célibataires. Ce déficit de construction alimente la hausse des prix de l'immobilier et est à l'origine du mal-logement. Le sentiment de défiance et de déclassement qui s'est diffusé au sein de la société française, ces vingt dernières années, est en grande partie imputable à la progression des dépenses de logement au sein du budget familial. Pour les ménages les plus modestes qui ne peuvent pas accéder au logement social, ce poste peut représenter plus de 40 % des dépenses. La France pratique le malthusianisme en matière immobilière en freinant la construction à travers une raréfaction du foncier. Le choix de réduire l'artificialisation des sols suppose une densification urbaine qui n'est pas souhaitée par les élus ni la population. Elle conduit, de manière paradoxale, au maintien de logements vétustes mal isolés. L'accès à un logement digne constitue un droit élémentaire ce qui suppose de faciliter l'obtention de permis de construire. Pour cela, il faut accroître, au moins pour quelques années, les espaces constructibles dans les zones sous tension. Que des mesures soient prises afin d'éviter le développement anarchique des locations saisonnières semble également indispensable. En la matière, une harmonisation des règles fiscales entre les différents loueurs constitue un minimum. Est-il logique que les propriétaires puissent louer sans contrainte leur résidence principale 120 jours, ce qui correspond à l'ensemble de la période estivale ? Un durcissement de la fiscalité sur les plus-values pourrait être également imaginé. Pour favoriser la mobilité des biens, le système d'abattement pourrait être supprimé et remplacé par un mécanisme prenant en compte l'inflation. Par ailleurs, le taux des plus-values pourrait être relevé au-delà d'un certain montant pour casser la spéculation. La question de l'application de la taxation des plus-values pour les résidences principales au-delà d'un certain niveau pourrait être également posée même si les Français y sont farouchement opposés.

La crise du logement qui existe depuis des années n'est pas celle que nous croyons. Pour autant, les pouvoirs publics tardent à prendre des mesures afin de la résoudre voire l'alimentent en limitant la construction. Un big bang immobilier s'impose en France non seulement pour le secteur du bâtiment mais surtout pour les ménages afin que ces derniers puissent accéder à des logements de qualité, conformes aux impératifs de la transition énergétique.

Philippe Crevel

## LE COIN DES ÉPARGNANTS

### Inflation et croissance, le dilemme des banquiers centraux

Lors du symposium de Jackson Hole qui se tient chaque année à la fin du mois d'août aux Etats-Unis et réunit les banquiers centraux, le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, a confirmé que la politique monétaire restera restrictive jusqu'à ce que l'inflation décélère de manière significative. Il a souligné que la banque centrale était prête à augmenter ses taux directeurs une nouvelle fois, mais les décisions seront prises avec la plus grande « précaution ». La Réserve fédérale américaine pourrait être contrainte de relever davantage que prévu les taux d'intérêt pour s'assurer que l'inflation est contenue, a-t-il ainsi déclaré. L'objectif de la FED reste de faire revenir l'inflation à 2 %. Jerome Powell reste prudent par rapport aux bons résultats de ces deux derniers mois. La Présidente de la BCE doit faire face à une situation plus complexe que celle de son homologue américain. La croissance de la zone euro s'étiole de mois en mois, faisant craindre une récession. Or, si l'inflation baisse, elle demeure élevée. Par ailleurs, la diminution constatée depuis deux mois est avant tout liée à un effet base. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste éloignée de la cible des 2 % et tarde à diminuer. La BCE souhaite sans nul doute marquer sa résolution à casser les anticipations inflationnistes en relevant au moins encore une fois ses taux directeurs. Elle devra le faire rapidement afin de ne pas se placer sous la pression des gouvernements en cas d'installation de la récession. Cela pourrait conduire à une nouvelle hausse en septembre quand, il y a quelques temps, l'idée d'une pause avait été émise.

Dans ce contexte, les investisseurs ont, durant la semaine, opté pour la prudence intégrant de plus en plus de nouveaux relèvements des taux directeurs afin de lutter contre l'inflation. Les indices boursiers ont légèrement augmenté les cinq derniers jours. Le CAC40 a gagné 0,89 % et le S&P 500, 0,87 %. Le baril de pétrole Brent est resté stable autour de 84 dollars, les signes de ralentissement de l'activité au niveau mondial s'étant multipliés. Les taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans se sont légèrement détendus en Europe.

### Le tableau de la semaine des marchés financiers

|                                                       | Résultats<br>25 août 2023 | Évolution<br>sur une<br>semaine | Résultats<br>30 déc. 2022 | Résultats<br>31 déc. 2021 |
|-------------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>CAC 40</b>                                         | 7 229,60                  | +0,89 %                         | 6 471,31                  | 7 153,03                  |
| <b>Dow Jones</b>                                      | 34 346,90                 | -0,55 %                         | 33 147,25                 | 36 338,30                 |
| <b>S&amp;P 500</b>                                    | 4 405,71                  | +0,87 %                         | 3839,50                   | 4766,18                   |
| <b>Nasdaq</b>                                         | 14 941,83                 | +1,72%                          | 10 466,48                 | 15 644,97                 |
| <b>Dax Xetra (Allemagne)</b>                          | 15 631,82                 | +0,52 %                         | 13 923,59                 | 15 884,86                 |
| <b>Footsie 100<br/>(Royaume-Uni)</b>                  | 7 338,58                  | +0,94 %                         | 7 451,74                  | 7 384,54                  |
| <b>Eurostoxx 50</b>                                   | 4 236,25                  | +0,44 %                         | 3792,28                   | 4,298,41                  |
| <b>Nikkei 225 (Japon)</b>                             | 31 624,28                 | +2,66 %                         | 26 094,50                 | 28 791,71                 |
| <b>Shanghai Composite</b>                             | 3 064,07                  | -1,59 %                         | 3 089,26                  | 3 639,78                  |
| <b>Taux OAT France à 10<br/>ans</b>                   | +3,087 %                  | -0,070 pt                       | +3,106 %                  | +0,193 %                  |
| <b>Taux Bund allemand à<br/>10 ans</b>                | +2,559 %                  | -0,054 pt                       | +2,564 %                  | -0,181 %                  |
| <b>Taux Trésor US à 10 ans</b>                        | +4,251 %                  | +0,018pt                        | +3,884 %                  | +1,505 %                  |
| <b>Cours de l'euro/dollar</b>                         | 1,0792                    | -1,04 %                         | 1,0697                    | 1,1378                    |
| <b>Cours de l'once d'or en<br/>dollars</b>            | 1 908,35                  | +1,02 %                         | 1 815,38                  | 1 825,350                 |
| <b>Cours du baril de<br/>pétrole Brent en dollars</b> | 84,09                     | -0,70 %                         | 84,08                     | 78,140                    |

Cercle de l'Épargne

## **Pas de pause estivale pour le Livret A**

Le Livret A et le Livret de Développement Durable et Solidaire (LDDS) ont, selon la Caisse des dépôts, enregistré, en juillet, un nouveau mois de forte collecte, avec 3,13 milliards d'euros portant le total, depuis le début de l'année, à 37,67 milliards d'euros. L'encours de ces deux produits s'élevait ainsi, à fin juillet, à 547,4 milliards d'euros.

## **Le Livret A, toujours la course en tête**

Au mois de juillet, malgré l'absence d'annonce de revalorisation de son taux de rémunération, le Livret A continue sur la lancée du premier semestre avec une collecte de 2,16 milliards d'euros. Celle-ci fait suite à celles des mois de juin (1,34 milliard d'euros), de mai (2,47 milliards d'euros) et d'avril (2,33 milliards d'euros) qui avaient été exceptionnelles. Cette collecte est proche de celle du mois de juillet 2022, 2,64 milliards d'euros. La collecte du mois de juillet 2023 est supérieure à la moyenne de ces dix dernières années. Toujours sur cette même période, seules deux décollectes, en 2014 et 2015, ont été enregistrées.

Pour les sept premiers mois de l'année, la collecte du Livret A atteint 28 milliards d'euros, ce qui constitue un nouveau record. De son côté, l'encours fin juillet s'élevait, à 403,4 milliards d'euros, également record à battre.

## **Le Livret de Développement Durable Solidaire toujours dans les traces de son aîné**

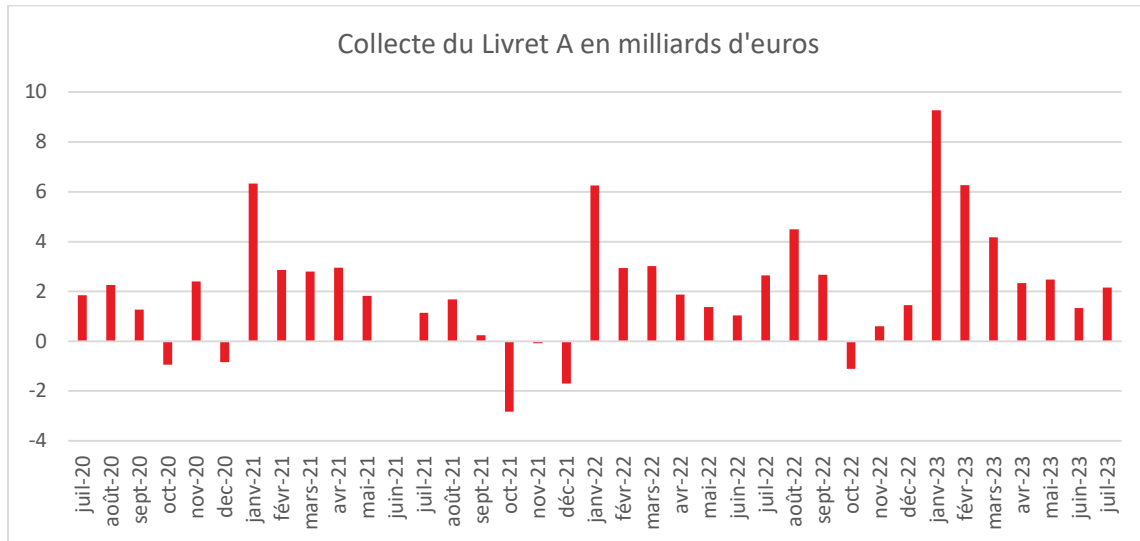
La collecte du mois de juillet 2023 du LDDS a été de 0,97 milliard d'euros, contre 0,83 en juin et 1,05 milliard d'euros en mai. Elle s'était élevée à 0,48 milliard d'euros en juillet 2022. Sur les sept premiers mois de l'année, le LDDS a enregistré un flux net de 9,67 milliards d'euros portant son encours à 144 milliards d'euros.

## **Une propension à l'épargne de précaution affirmée**

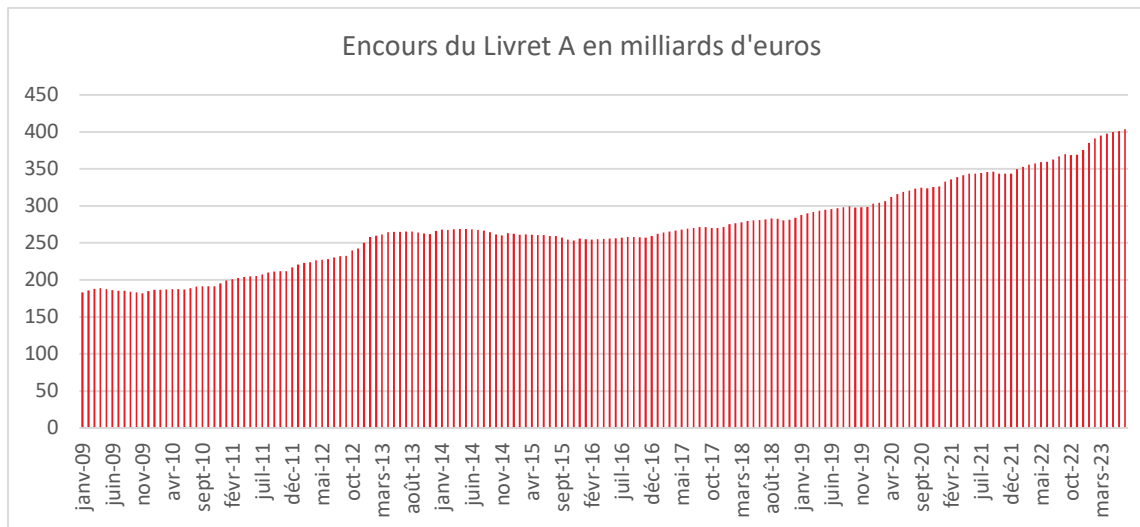
Malgré la décision de non-revalorisation du taux pendant 18 mois, les ménages ne modifient pas leur comportement. Ils privilégient l'épargne de précaution en puisant notamment sur leurs comptes courants dont l'encours est en forte baisse depuis le mois de septembre dernier. Ils effectuent également des arbitrages au détriment des livrets fiscalisés qui sont faiblement rémunérés. En revanche, le Livret A et le LDDS sont concurrencés par les dépôts et compte à terme qui peuvent offrir des rendements attractifs et qui ne sont pas soumis à des plafonds de versement. Les dépôts à terme deviennent la solution de placements pour les ménages ayant saturé leurs livrets A et leurs LDDS.

## Vers une année record

Au cœur de l'été, les ménages privilégient toujours l'épargne à la consommation. La collecte devrait se modérer durant l'automne avec l'augmentation traditionnelle des dépenses. Néanmoins, l'année 2023, devrait battre des records. À la différence des Américains mais à l'instar des Allemands, les Français sont en mode fourmis par crainte d'une dégradation de la situation économique ou par simple effet du vieillissement démographique.



Cercle de l'Épargne – données Caisse des dépôts et consignations



Cercle de l'Épargne – données Caisse des dépôts et consignations



## LE COIN DE L'ÉCONOMIE

### Comptes publics, l'heure des choix

Le gouvernement a prévu le retour du déficit public, en France, en-dessous de 3 % du PIB pour 2027, soit une réduction de 1,7 point en quatre ans. Compte tenu de l'évolution naturelle des dépenses, de l'accumulation des besoins en matière de défense, de retraite, de santé, d'éducation et des investissements à réaliser dans le cadre de la transition énergétique, l'assainissement des comptes publics constitue un véritable défi d'autant plus que la croissance potentielle tend à s'affaiblir et que la charge des intérêts de la dette est en augmentation.

Au sein de la zone euro, depuis la survenue de la crise covid, la France est le pays qui enregistre les plus mauvais résultats en matière de finances publiques. Après avoir atteint près de 9 points de PIB en 2020, son déficit public reste proche de 5 points de PIB. Après le « quoi qu'il en coûte » lié à l'épidémie, le gouvernement a décidé d'amortir les conséquences de la guerre en Ukraine pour les ménages et les entreprises. La dette publique a progressé de vingt points en quatre ans pour atteindre plus de 112 % du PIB. À la différence de nos principaux partenaires, la dette n'a pas connu de réelle décrue en France.

La situation des finances publiques est rendue délicate par l'affaiblissement de la croissance potentielle. Celle-ci dépend de l'évolution de la population active, du taux d'emploi et des gains de productivité. La population âgée de 20 à 64 ans baissera de 0,3 à 0,9 % l'an entre 2023 et 2030. Pour contrecarrer cette baisse, les pouvoirs publics peuvent améliorer le taux d'activité et le taux de chômage. La France se caractérise en effet par un faible taux d'activité chez les moins de 25 ans et après 55 ans. Le taux de chômage même s'il a fortement baissé depuis trois ans reste élevé, 7,3 % contre 6,3 % au sein de la zone euro et 3 % en Allemagne. Un des objectifs de la réforme des retraites est de faciliter l'augmentation du taux d'emploi des seniors. De son côté, la productivité par tête qui augmentait sur longue période de 1 % avant la crise sanitaire est en baisse depuis. Dans ces conditions, la croissance potentielle de la France ne serait que de 0,3 % par an sur la période 2023-2027 en France. La France ferait un peu moins bien que l'ensemble de la zone euro (0,5 % par an) en raison de la disparition des gains de productivité.

La hausse des taux d'intérêt complique également la donne. Après avoir atteint un point bas en 2020, (-0,3 %), ils sont remontés à 3 % - en lien avec le relèvement des taux directeurs et l'arrêt par la Banque Centrale Européenne, des rachats d'obligations. Le poids des intérêts payés sur la dette publique qui était passé de 3 à 1,2 point de PIB de 2002 à 2020 a atteint 1,9 point de PIB en 2023. Si les taux des obligations à 10 ans se stabilisent à 3,5 %, la charge de la dette représentera, en 2027, 3,5 points de PIB. Pour l'ensemble de la zone euro, ce ratio devrait être de 2,9 points de PIB toujours à l'horizon 2027. Cette différence est liée au montant de la dette publique qui est en moyenne inférieure à celle de la France au sein de la zone euro (90 % du PIB en 2022).



L'évolution de la croissance potentielle et de la charge de la dette amène spontanément une aggravation du déficit public primaire (déficit avant paiement des intérêts de la dette) que Patrick Artus, le chef économiste de Natixis, estime à 0,3 point de PIB par an. Pour la zone euro, la dérive serait de 0,2 point de PIB.

Le gouvernement d'Elisabeth Borne est confronté à une menace d'emballlement des déficits publics. Pour endiguer ce risque, le gouvernement a comme solution la mise en œuvre d'un plan de réduction des dépenses ou/et d'un relèvement des prélèvements obligatoires. Un durcissement de la politique budgétaire a comme inconvénient, à court terme, de réduire la croissance qui est déjà pénalisée par la hausse des taux d'intérêt. En revanche, sur longue période, un assainissement des comptes publics est, en règle générale, favorable à l'activité surtout s'il est le résultat d'une réduction des dépenses.

### **Un déficit de construction de logements préoccupant**

Avec la hausse des taux d'intérêt enclenchée par les autorités monétaires afin de mettre un terme à la vague inflationniste occasionné par la crise covid et la guerre en Ukraine, les ménages réduisent leurs investissements en logements. Cette diminution contribue à déséquilibrer le marché de l'immobilier et à fragiliser le secteur du bâtiment.

Les taux d'intérêt sur les crédits immobiliers aux ménages sont passés de 1,4 % à près de 4 % de 2020 à 2023 en France et au sein de la zone euro. Ils ont retrouvé le niveau qu'ils avaient avant la crise financière de 2008/2009. Ils demeurent inférieurs à leur niveau de 2002 (6 %). Aux Etats-Unis, sur ces quatre dernières années, les taux d'intérêt pour les prêts immobiliers des ménages ont doublé pour atteindre 6 %. Ils sont à leur plus haut niveau sur ces vingt dernières années. L'investissement immobilier est dans ce contexte en fort recul tant en zone euro qu'aux Etats-Unis. La baisse est plus prononcée au sein de ce dernier pays (-15 % en rythme annuel lors du premier semestre 2023 contre -5 % en zone euro).

Avec une inflation dépassant les 5 %, les taux d'intérêt pour les crédits immobiliers sont en termes réels négatifs mais les ménages n'en profitent guère. Le niveau d'endettement de ces derniers est contraint par leurs revenus qui évoluent moins rapidement que les prix et les taux d'intérêt. Les capacités d'endettement des ménages n'augmentent pas voire se réduisent compte tenu des charges d'intérêt, d'autant plus que les pouvoirs publics ont durci les conditions d'accès aux prêts. Par ailleurs, l'augmentation des taux d'intérêt se combine avec des prix immobiliers élevés. Ils ont doublé en vingt ans en France comme dans la zone euro.

Que ce soit en France, en zone euro ou aux Etats-Unis, le recul de l'investissement immobilier entraîne une baisse du nombre de logements mis en chantier qui est désormais inférieur aux besoins des populations. En France, ce nombre était, en rythme annuel, fin juin, de 337 000 quand les besoins sont évalués à 500 000. Aux Etats-Unis, ce nombre est inférieur à 1,5 million quand il dépassait 2 millions avant la

crise financière de 2008. Pour l'ensemble de la zone euro, les mises en chantier étaient au cours du premier semestre 2023 inférieures de 40 % à leur niveau de 2008.

Le déficit de constructions qui est manifeste depuis une dizaine d'années favorise la hausse des prix de l'immobilier. Il pénalise les locataires et les primo-accédants à la propriété qui sont confrontés à une raréfaction de l'offre. Cette situation provoque une hausse des loyers en particulier aux Etats-Unis (+8 % au premier semestre 2023). Le manque de logements crée une bulle spéculative, les prix de l'immobilier étant de plus en plus déconnectée de l'évolution des revenus des ménages.

Le recul de l'investissement immobilier n'est pas sans incidence sur la croissance. L'emploi dans le secteur du bâtiment tend à diminuer. Ce secteur est confronté également à un problème de recrutement en raison de sa faible attractivité. Compte tenu du poids de ce secteur, de 3 à 5 % du PIB au sein de l'OCDE, ses difficultés ne sont pas sans incidence sur la croissance économique.

L'immobilier qui est un investissement de long terme est dépendant de l'évolution des taux d'intérêt à court terme. Les taux des prêts à 10 ou à 15 ans devraient être plus en lien avec les taux d'inflation sur longue période. Au-delà de la question des taux, la relance de la construction est nécessaire pour résoudre la crise du logement. Elle suppose une modernisation du secteur du logement et un accès facilité au foncier. Or, la volonté des pouvoirs publics de lutter contre l'artificialisation des sols réduit les possibilités de construire.

### **Les finances publiques face à la baisse de la productivité**

Depuis 2017, la productivité du travail est orientée, au sein de la zone euro à la baisse. Après avoir augmenté, en France, de 5 % de 2010 à 2016, elle a baissé de 3 % de 2017 à 2023. En Allemagne, les chiffres respectifs sont 6 et 1 %, en Espagne de 5 et 2 % et en Italie de 0 et 0 %.

Si la tendance de la productivité du travail de 2010 à 2016 s'était prolongée de 2017 au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, le niveau de la productivité du travail serait :

- supérieur de 8 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2023 en Allemagne ;
- supérieur de 8 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2023 en France ;
- supérieur de 6 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2023 en Espagne ;
- le même au 2<sup>e</sup> trimestre 2023 en Italie.

Si cette faiblesse de la productivité se poursuit, le déficit de croissance sur la période 2023/2027 est évalué par Patrick Artus, le chef économiste de Natixis à

- 5 % en Allemagne ;
- 8 % en France ;
- 7,5 % en Espagne.

L'Italie n'ayant pas engrangé de gains de productivité ces quinze dernières années, n'est pas affectée par leur baisse. En revanche, le prix à payer pour ce pays est une croissance potentielle faible.

Une productivité déclinante pèse sur la croissance et contribue à une hausse du déficit public à fiscalité inchangée. Celui-ci pourrait être accru en 2027 de :

- 2 points de PIB en Allemagne ;
- 3,6 points de PIB en France ;
- 3,0 points de PIB en Espagne.

Les marges de manœuvre fiscales sont assez réduites. En 2022, les prélèvements obligatoires s'élevaient, en effet, à 45 % du PIB en France, à 42,5 % en Italie, à 40,5 % en Espagne et à 38,9 % en Allemagne.

La restauration des gains de productivité est une nécessité pour éviter un dérapage des déficits publics qui ne serait pas supportable financièrement pour les pays de la zone euro. Les gouvernements ne peuvent guère compter sur les prélèvements pour équilibrer les finances publiques.

### **La soutenabilité des dettes publiques en question**

Quelle est le niveau de dette soutenable sur le plan financier et économique ? Durant de nombreuses années, les 60 % du PIB de dette publique ont été considérés comme un niveau à ne pas dépasser par crainte d'un risque d'emballement. La barre des 100 % était également mis en avant comme seuil à partir duquel la dette porte atteinte à la croissance. Ces seuils sont avant tout symboliques car la soutenabilité de la dette dépend d'un grand nombre de facteurs, les taux d'intérêt, le taux d'épargne, le déficit public primaire (déficit avant paiement des intérêts), etc.

En vingt ans, la dette publique a fortement progressé dans les pays de l'OCDE, à l'exception de l'Allemagne. De 2002 à 2022, elle est passée de 150 à 250 % du PIB au Japon, de 110 à 150 % en Italie, de 60 à 120 % aux Etats-Unis, de 60 à 112 % en France, de 55 à 115 % en Espagne et de 45 à 100 % au Royaume-Uni. En Allemagne, la hausse est plus mesurée, la dette publique s'élevait en 2022 à 66 % contre 60 % en 2002. Au sein de l'OCDE, le Japon, les Etats-Unis et la France figurent parmi les pays où la dette publique demeure orientée à la hausse en raison d'importants déficits publics.

La hausse des taux d'intérêt rend plus complexe la gestion des dettes publiques. Elle accroît le surcoût à payer. Ce surcoût est d'autant plus sensible que la croissance tend à s'étioler. En la matière, la soutenabilité de la dette suppose que le taux d'intérêt réel à long terme soit inférieur au taux de croissance à long terme. En prenant en compte le taux d'intérêt réel à long terme (calculé comme la différence entre le taux d'intérêt à 10 ans et le swap d'inflation à 10 ans et le taux de croissance du PIB lissé sur 4 ans, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, l'Allemagne et la

France sont dans une meilleure situation que l'Espagne ou l'Italie. Ces deux derniers pays pour maîtriser leur dette publique sont condamnés à dégager un solde budgétaire primaire (solde avant paiement des intérêts de la dette) positif. Ils pourraient être rejoint par d'autres pays de l'OCDE compte tenu de l'affaiblissement de la croissance potentielle en lien avec la diminution de la population en âge de travailler et de la productivité. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt conduit à réduire voire à annihiler l'écart avec la croissance économique. La hausse des investissements en lien avec la transition énergétique s'accompagne de besoins de financement plus importants ce qui induit des augmentations de taux d'intérêt.

Si le processus de relèvement de taux d'intérêt se poursuit, tous les Etats seront amenés à réduire leur déficit primaire qui se situe entre -5 et -1 % du PIB. Compte tenu de la hausse des dépenses publiques provoquée par le vieillissement de la population, l'effort de défense ou la transition énergétique, les marges de manœuvre des pouvoirs publics dans les prochaines années seront faibles. Ceux-ci pourraient être condamnés à augmenter les prélèvements obligatoires.

Compte tenu de l'état de l'opinion et du niveau déjà atteint par les prélèvements obligatoires, la France et l'Italie risquent d'éprouver des difficultés à réduire leur déficit primaire. La pression fiscale atteint dans ces deux pays respectivement 45 et 42 % du PIB. Les Etats-Unis avec un taux de prélèvements obligatoires de 27 %, l'Espagne avec un taux de 39 % ou l'Allemagne avec un taux de 20 % disposent de marges de manœuvre plus importantes. La France comme l'Italie pourraient être tentées par une fuite en avant en acceptant une augmentation de leur endettement mais avec comme risques une augmentation des taux d'intérêt. Par ailleurs, leurs partenaires européens au nom de la défense de la monnaie commune pourraient les sommer à assainir leurs comptes publics.

Pour avoir une vision globale de la soutenabilité de la dette publique, il convient également de prendre en compte le taux d'épargne. En la matière, la France, l'Allemagne et surtout le Japon bénéficient d'un réel avantage. Dans ces pays, les ménages épargnent des sommes importantes et acceptent de les placer sur des titres publics. Au Japon, la dette est à plus de 75 % détenue par les citoyens. Les Etats-Unis bénéficient de leur côté de la force du dollar qui leur permet d'attirer des capitaux du monde entier pour financer leur économie et leur dette publique. La forte croissance potentielle des Etats-Unis constitue également un atout pour le financement des déficits publics.

La soutenabilité de la dette publique dépend donc des taux d'intérêt, du déficit primaire, de la pression fiscale, des capacités d'épargne et de son allocation, ainsi que de la croissance potentielle. Le point central en matière de soutenabilité de la dette publique reste la confiance. Tant que les investisseurs estiment qu'un Etat a la capacité de rembourser dans les prochaines années ses emprunts, il n'y a pas de problème. Si un doute s'immisce comme ce fut le cas, en 2010, pour la Grèce, une crise des dettes souveraines peut survenir. Un fort ralentissement de la croissance en lien avec, par exemple, une augmentation des prix du pétrole, la persistance de

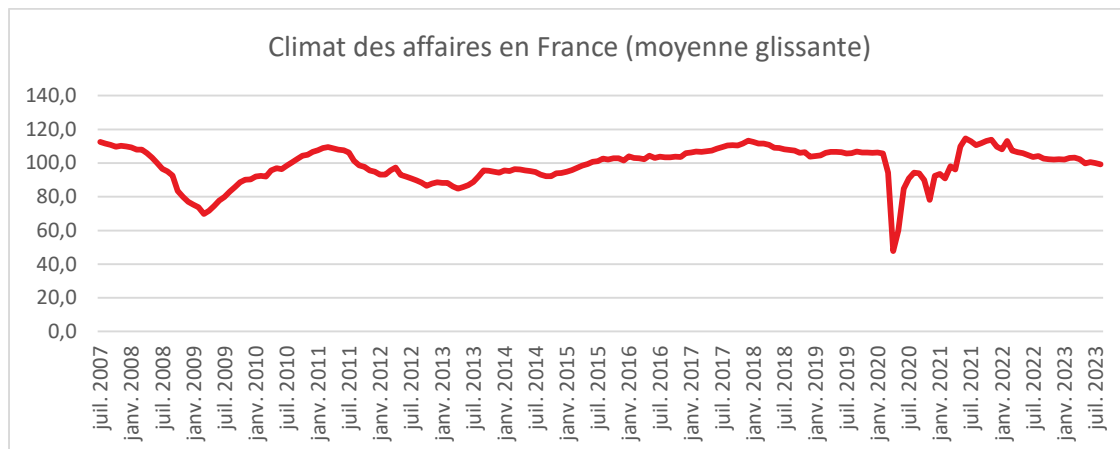
l'inflation obligeant le maintien de taux d'intérêt élevés pourraient créer une onde de choc surtout si des divergences de situation entre les Etats membres de l'OCDE apparaissaient.

## D'HIER À DEMAIN

### Dégradation du climat des affaires en France

En août, l'optimisme des chefs d'entreprise est en baisse. L'indicateur de l'INSEE qui mesure le climat des affaires passe en-dessous de sa moyenne de longue période. A 99, il est en baisse d'un point sur un mois et est au plus bas depuis avril 2021, mois qui était encore marqué par les confinements liés au covid. Le recul du mois d'août s'explique par la détérioration de la situation conjoncturelle dans l'industrie manufacturière et les services.

Dans l'industrie, le climat des affaires se dégrade nettement, principalement pénalisé par les soldes d'opinion sur les carnets de commandes et la production passée. Dans les services, l'indicateur de climat des affaires diminue par rapport à juillet et rejoint sa moyenne de longue période, du fait notamment du recul des soldes d'opinion relatifs à l'activité. Dans le commerce de détail (y compris commerce et réparation d'automobiles), le climat des affaires demeure stable, au-dessus de sa moyenne de longue période. Dans le bâtiment, le climat des affaires s'améliore en revanche en raison d'un rebond des soldes d'opinion sur l'activité récente et à venir. Sur le front de l'emploi, un retournement de tendance est confirmé. L'indicateur synthétique de climat de l'emploi perd cinq points et, à 101, il se situe juste au-dessus de sa moyenne de longue période (100). Il s'agit de son plus bas niveau depuis avril 2021. Cette dégradation provient notamment du recul du solde d'opinion concernant l'évolution à venir des effectifs dans les services (hors agences d'intérim) et, dans une moindre mesure, de la baisse du solde relatif à l'évolution récente des effectifs dans ce même secteur ainsi que dans l'industrie manufacturière.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

## Les infirmières et l'hôpital, des relations complexes

Le métier d'infirmière à l'hôpital est considéré comme pénible et faiblement rémunérateur. Cette situation explique les nombreux départs soit vers les cliniques, ou soit au profit d'un exercice dans le cadre libéral de la profession. Selon la DREES, cinq ans après leur entrée dans la profession, 13 % des infirmières n'occupent aucun emploi salarié au cours de l'année et 21 % après dix ans. Le statut protecteur de la fonction publique hospitalière permet néanmoins de conserver la majorité des personnes formées par les écoles publiques d'infirmières.

Sur la période considérée (1989-2019), parmi les personnes qui ont encore un emploi salarié cinq ans après leur premier poste d'infirmière hospitalière, 67 % exercent toujours cette profession à l'hôpital, 9 % sont toujours infirmières salariées mais pour un autre type d'employeur (EHPAD, clinique, administration publique, agence d'intérim), 6 % ont changé de métier mais sont restées dans le secteur hospitalier et 5 % ont changé de profession et de secteur.

Les proportions d'infirmières hospitalières exerçant toujours la même profession cinq et dix ans après le début de leur carrière évoluent dans le temps. La part de celles qui sont toujours infirmières à l'hôpital cinq ans après le début de leur carrière atteint 69 % pour celles entrées dans la profession entre 1990 et 1994, avant de décliner progressivement jusqu'à 64 % pour celles qui y sont entrées entre 2005 et 2009, puis de remonter à 72 % pour celles entrées entre 2010 et 2014.

Après dix ans, une infirmière hospitalière sur dix a quitté son emploi salarié pour un exercice libéral exclusif. La part de celles qui occupent un emploi indépendant, de façon exclusive ou non, augmente au cours du temps durant les dix premières années suivant l'obtention du diplôme, avant de plafonner puis de décroître légèrement. 13 % d'entre elles ont un emploi indépendant cinq ans après leurs débuts comme infirmière hospitalière, et 17 % après dix ans. Une majorité de celles et ceux qui font le choix du statut libéral le font de manière exclusive.

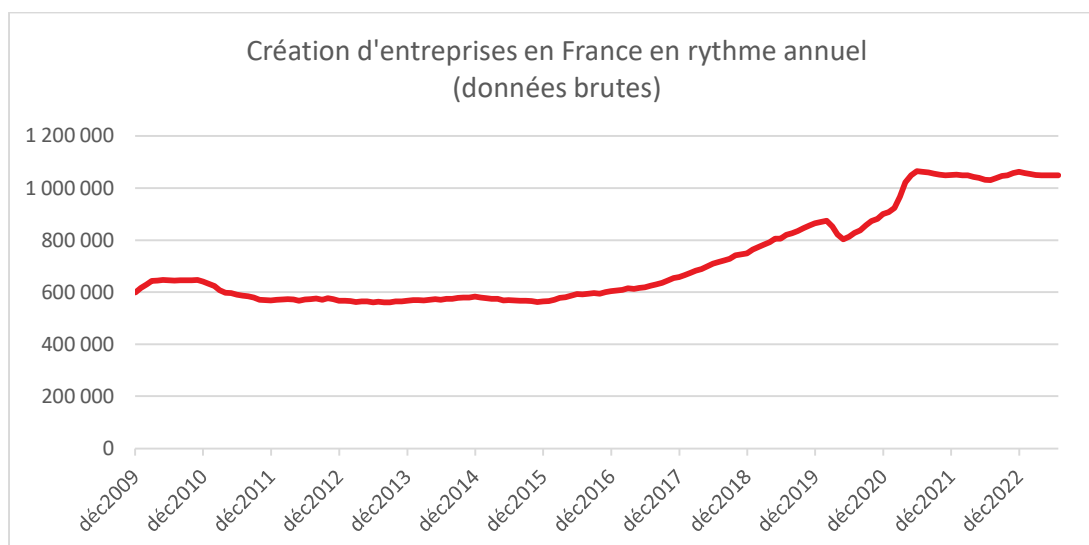
Cinq ans après le début d'activité, 5 % des infirmières n'occupent plus aucun emploi. Ce taux est de 11 % dix ans après. Ces taux élevés s'expliquent par la naissance du premier et du deuxième enfant. Les infirmières qui ont eu un ou plusieurs enfants ont tendance à réduire leur temps de travail, que ce soit à l'hôpital ou en tant que libérales. Cette diminution s'explique essentiellement par des passages à temps partiel. La fréquence de ces passages à temps partiel est comparable à celle qu'on peut mesurer sur la totalité de l'emploi salarié. Néanmoins à la différence des salariées des autres secteurs d'activité, les infirmières sont plus nombreuses à arrêter leur activité pour s'occuper de leurs enfants. Cette spécificité peut s'expliquer par la possibilité de reprendre facilement leur travail après une ou deux années d'interruption que ce soit en intérim ou en libéral.



## Maintien à un haut niveau de la création d'entreprises en France

En juillet, le nombre total de créations d'entreprises, tous types d'entreprises confondus, a, selon l'INSEE augmenté de nouveau sur un mois (+4,4 % après +2,5 % en juin, en données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables). Cette augmentation est due à une nouvelle hausse soutenue des immatriculations de micro-entrepreneurs (+5,5 % après +4,3 %) et à un rebond des créations d'entreprises classiques (+2,5 % après -0,5 %). En données brutes, le nombre total d'entreprises créées sur les douze derniers mois (août 2022 à juillet 2023) augmente de 1,7 % par rapport à celui des mêmes mois un an plus tôt (août 2021 à juillet 2022). Sur un an ; les créations d'entreprises sous le régime de micro-entrepreneur augmente de +4,5 % quand celles d'entreprises individuelles classiques diminuent de -4,2 % tout comme celles de sociétés plus légèrement (-1,8 %).

Au mois de juillet, les créations ont été dynamiques dans les secteurs des transports et entreposage (+17,5 % après +2,2 %), des services aux ménages (+5,8 % après +1,8 %) et du commerce y compris le commerce et la réparation automobiles (+3,6 % après +0,3 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE



## LE COIN DES TENDANCES

### « De brics et de broc »

Le club des Brics qui rassemble des pays émergents a admis six nouveaux membres l'Arabie Saoudite, l'Argentine, les Emirats d'Arabe Unis, l'Iran, l'Egypte et l'Ethiopie. Ces pays rejoignent la Chine, la Russie, l'Inde, l'Afrique du Sud et le Brésil. L'objectif est clair est de constituer un contrepoids au G7 et peser sur le cours de l'économie mondiale. A compter du 1<sup>er</sup> janvier 2024, les BRICS rassembleront 3,7 milliards d'habitants, soit 45 % de la population mondiale, contre 775 millions d'habitants pour le G7 qui réunit l'Allemagne, le Canada, les Etats-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni. En matière de PIB, les pays du G7 conservent un avantage, 43 000 milliards de dollars contre 30 000 pour les BRICS. La dynamique est en revanche en faveur des seconds. En 1975, les pays du G7 représentaient plus des deux tiers du PIB mondial contre 43 % en 2022. Dans le même temps, le PIB des BRICS est passé de 5 % du PIB mondial (pays initiaux) à 30 %. En revanche, l'écart en matière de PIB par habitant demeure élevé, le rapport étant de 1 à près de 4. Au niveau du commerce mondial, les BRICS sont devenus incontournables et font jeu égal avec les pays occidentaux. En quelques décennies, la Chine est devenue la première puissance commerciale mondiale. L'Arabie saoudite, les Emirats Arabes Unis et la Russie sont les principaux exportateurs d'énergies fossiles. En concentrant un grand nombre d'usines, les onze pays émergents figurent parmi les principaux émetteurs de gaz à effet de serre, 22 millions de tonnes équivalent pétrole en 2022, contre quelque 9 millions de tonnes équivalent pétrole pour le G7. Ces émissions sont en partie réalisées pour le compte des pays importateurs. Il n'en demeure pas moins que la transition énergétique est un défi majeur pour ces pays.

Les BRICS se distinguent des pays du G7 par leur hétérogénéité. Ils rassemblent des Etats autoritaires comme la Chine ou la Russie et des démocraties comme l'Inde, le Brésil ou l'Afrique du Sud. Ce bloc comprend des Etats à forte imprégnation religieuse comme l'Iran ou l'Arabie saoudite. Les Etats membres de ce groupe entretiennent parfois des relations complexes. L'Inde et la Chine ont de nombreux différends qui dans le passé se sont traduits par de nombreux incidents militaires. L'Iran et l'Arabie saoudite, la première étant chiite et la seconde sunnite, ont longtemps entretenu de mauvaises relations. Ces deux pays se sont opposés indirectement au Yémen. Si la Chine, le Brésil et dans une moindre mesure le Brésil sont des pays ayant une industrie puissante, il n'en est pas de même pour l'Egypte, l'Afrique du Sud ou la Russie. Les niveaux de vie diffèrent de manière plus importante qu'au sein du G7. Entre l'Egypte, l'Ethiopie et le Brésil, les écarts de niveau de vie sont élevés. Le point de convergence de ces pays est actuellement leur défiance à l'encontre des pays occidentaux et la volonté de promouvoir un autre ordre mondial moins dépendants des Etats-Unis. Sur ce terrain, des nuances existent également. Si la Russie est en opposition totale à l'Occident depuis le début de la guerre en Ukraine, les autres pays sont plus prudents. La croissance de l'Arabie Saoudite, des Emirats Arabes Unis, de l'Ethiopie, de la Chine et de l'Inde dépend des importations du G7. L'Egypte a besoin des aides occidentales en

particulier pour assurer sa sécurité. L'Arabie Saoudite souhaite s'affranchir de la tutelle américaine mais sans pour autant casser les liens. En face, les pays du G7 partagent un même idéal démocratique et sont membres des mêmes alliances militaires. Ils ont montré leur unité lors de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

La montée en puissance des pays émergents et leur volonté de peser sur les rapports de force géopolitique est assez logique. L'absence de cohérence du groupe et les intérêts divergents constituent des freins à son affirmation.

### **L'Allemagne, touchée mais pas coulée !**

Les années 2010 furent une décennie en or pour l'Allemagne avec, à la clef, l'absence de chômage, des excédents commerciaux sans précédent, et une croissance supérieure à celle de ses partenaires. Depuis la crise covid, le modèle allemand qui repose sur l'industrie et les exportations s'enraye. Les échanges avec la Chine qui est devenue son premier client sont remis en cause par la multiplication des sanctions commerciales et par le ralentissement de la croissance de ce pays. L'industrie est confrontée à la montée des prix de l'énergie et des matières premières. Cette dernière doit, en outre, gérer le défi de la transition énergétique.

Quelques années après avoir été qualifiée d'Etat malade de l'Union européenne, l'Allemagne, a vécu à partir de 2003 un deuxième miracle économique après celui des années 1950/1960. La crise financière de 2008/2009 a, à peine, entravé la croissance. Ce miracle a été imputé, en partie, aux réformes du marché du travail initiées par Gerhard Schröder, chancelier de 1998 à 2005, associées à la restauration des comptes publics. L'économie allemande a profité du décollage des pays de l'Asie du Sud-Est. Sa spécialisation coïncidait avec les besoins de ces pays en biens d'équipement et en voitures de luxe. 7 millions d'emplois ont été créés pour satisfaire la demande en provenance des pays émergents. Du milieu des années 2000 à la fin des années 2010, le PIB allemand a progressé de 24 %, contre 22 % pour celui du Royaume-Uni et 18 % pour la France. Cette période a été marquée par un consensus important au sein de la population avec une convergence de vue entre les employeurs et les syndicats. Angela Merkel a représenté pendant une dizaine d'années cette Allemagne qui gagne avec comme symbole la victoire de la Mannschaft à la coupe du monde de football en 2014. C'est l'époque où l'on se plaît à définir le football comme un sport se pratiquant à onze contre onze avec un ballon, et à la fin c'est l'Allemagne qui gagne. L'Allemagne supplante tous les autres Etats de l'Union européenne au point qu'Outre-Atlantique, de nombreux experts en géopolitique estiment que l'Europe est désormais allemande. Lors du début de l'épidémie de covid, l'Allemagne dont les finances publiques sont saines, ne connaît pas les mêmes problèmes que l'Italie ou la France. Moins touchée par la première vague, elle n'est pas confrontée au problème du manque de lits. Les autorités ne décident pas l'instauration d'un confinement strict, ce qui permet d'éviter un arrêt brutal de l'économie. Le pays sera, en revanche, plus durement frappé par le covid à l'occasion des deuxième et troisième vagues. Les confinements locaux perdureront plus longtemps que dans la moyenne des pays de la zone euro. Nul n'imagine alors

que la réussite allemande puisse être rapidement remise en cause. A l'image de l'équipe d'Allemagne de football qui connaît déconvenues sur déconvenues depuis huit ans, les atouts de l'économie allemande se fissurent les uns après les autres. En 2023, Cette dernière est entrée en récession et connaît une expansion moins rapide que la France ou l'Espagne sur ces cinq dernières années.

### **Une industrie fragilisée par l'augmentation des prix de l'énergie**

Avant la guerre en Ukraine, près de la moitié du gaz naturel consommée par le pays provenait de Russie et un quart du pétrole. L'industrie allemande a prospéré dans les années 2000 grâce à un accès abondant et relativement peu coûteux à des deux énergies carbonées. En quelques mois, elle a dû trouver de nouveaux fournisseurs au prix d'un surcoût non négligeable. La Russie était hors Union européenne le quatrième pays d'exportation pour l'Allemagne. Celle-ci absorbait 2,5 % des importations allemandes. L'industrie allemande dont l'intensité énergétique est élevée a été contrainte de diminuer sa production en 2022 en raison du doublement du prix de l'énergie. Des usines ont été contraintes de fermer. Face à l'augmentation des coûts, des entreprises des secteurs de la chimie, du verre, de la céramique ou du papier ont décidé de fermer des usines. Le gouvernement allemand s'est résigné à verser 2 milliards d'euros au sidérurgiste, ThyssenKrupp, afin qu'il maintienne ses aciéries en activité, tout en les rendant plus vertes. Intel est en négociation avec les fournisseurs d'électricité locaux afin de stabiliser le prix à 100 euros le mwh pendant deux décennies afin de continuer de fabriquer des microprocesseurs. L'indice manufacturier des directeurs d'achats est au plus bas depuis les premiers mois du covid. Des enquêtes telles que l'indice IFO montrent que les chefs d'entreprise allemands ne croient guère à un renversement de tendance. Le FMI estime que l'économie du pays ne croîtra que de 8 % entre 2019 et 2028, à peu près aussi vite que la Grande-Bretagne, mais moins vite que la France (+10 %), les Pays-Bas (+15 %) et les Etats-Unis (+17 %).

### **L'Allemagne face à un nouvel ordre international**

Le premier défi auquel l'Allemagne est confrontée est d'ordre géopolitique. Les Etats-Unis et de nombreux Etats membre de l'Union européenne souhaitent repenser les chaînes d'approvisionnement afin d'être moins dépendantes d'un seul fournisseur non occidental, en particulier la Chine. Cette dernière, en réaction, entend également limiter l'accès à son marché aux entreprises occidentales. L'Allemagne risque d'être la principale perdante, à terme, de cette segmentation du commerce international. En 2022, les exportations vers la Chine représentaient 3,2 % du PIB, contre 2,2 % du PIB pour les Pays-Bas, 1,8 % du PIB pour le Royaume-Uni et 1,4 % du PIB pour la France. Le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise freine les importations allemandes. Par ailleurs, la Chine entend réduire ses achats en Occident et développe des productions de substitution. L'électrification du parc automobile qui s'effectue à grande vitesse a changé le rapport de force. La Chine qui dispose d'un quasi-monopole sur la production de batteries en profite pour imposer

ses voitures à l'exportation. En parallèle, les importations de véhicules à moteur thermique, la spécialité allemande, se réduisent.

L'Allemagne réagit face à la concurrence chinoise. Des entreprises implantent sur son territoire des usines de microprocesseurs ou de batteries. Le fabricant américain de véhicules électriques, Tesla, a déjà construit une usine près de Berlin et prévoit de l'agrandir. Intel a accepté de créer un centre de fabrication de microprocesseurs à hauteur de 30 milliards d'euros à Magdebourg, dans le centre de l'Allemagne. Le constructeur taïwanais TSMC et trois autres fabricants de microprocesseurs ont annoncé le 8 août dernier un projet de construction d'une usine de 10 milliards d'euros à Dresde. Ces implantations sont obtenues en contrepartie d'importantes subventions de la part des pouvoirs publics. L'Etat allemand a offert 10 milliards d'euros de subventions à Intel et 5 milliards d'euros à TSMC sans espoir de pouvoir les récupérer sur le terrain fiscal.

### **Le difficile virage de la transition énergétique**

L'Allemagne est une économie qui a toujours reposé sur les énergies carbonées, le charbon, le pétrole ou le gaz. Au XIX<sup>e</sup> siècle, le pays tire sa richesse de la sidérurgie et de la construction navale. Au XX<sup>e</sup> siècle, l'industrie automobile et la chimie ont pris le relais. Son empreinte carbone est élevée ; elle est supérieure de 50 % à celle de la France. Si depuis des années, des politiques d'économies d'énergie sont mises en place, elles n'ont pas réussi à changer la donne. La guerre en Ukraine a nécessité la réouverture de centrales au charbon qui ont accru les émissions de gaz à effet de serre. L'atteinte de la neutralité carbone d'ici 2050 constitue pour l'Allemagne un réel défi. Le plan initial, imaginé dans les années 2010, était de remplacer l'énergie nucléaire par des énergies renouvelables et du gaz russe bon marché. Le gaz russe a disparu et les investissements dans les énergies renouvelables ont été insuffisants. L'interconnexion des réseaux électriques demeure imparfaite, les Länder d'Allemagne du Nord et de l'Est ne souhaitant pas financer ceux du Sud jugés riches et consommateurs (Bavière, Bad Württemberg). Comme dans le reste de l'Europe, les populations locales s'opposent à l'installation d'éoliennes et de panneaux solaires et déposent de multiples recours pour retarder les projets en cours. Or, quatre à six éoliennes terrestres devraient être installées par jour pour atteindre l'objectif officiel de 80 % d'électricité renouvelable d'ici 2030.

Les constructeurs automobiles allemands – BMW, Mercedes, Porsche, Volkswagen – ont pris du retard en matière d'électrification de leur gamme. Ils sont concurrencés par les constructeurs chinoises et par l'entreprise américaine, Tesla. La capitalisation boursière combinée des quatre sociétés représente désormais moins de la moitié du fabricant américain. La Chine a vendu 2,7 millions de véhicules à l'étranger en 2022, contre moins de 400 000 en 2015. Les deux cinquièmes étaient électriques ou hybrides. Les entreprises allemandes en acquièrent de plus en plus. Sixt, une société de location de voitures allemande, a récemment commandé 100 000 véhicules au constructeur automobile chinois, Byd.

## **La contrainte aigue du vieillissement démographique**

Plus que tout autre pays de l'OCDE, l'Allemagne est confrontée au problème du vieillissement de sa population. Sa population en âge de travailler représente 64% du total, soit la même proportion qu'aux Etats-Unis mais, l'âge médian y est de 45 ans, contre 39 pour les seconds. En raison des restrictions imposées après la Seconde Guerre mondiale et des décès occasionnés par celle-ci, l'Allemagne n'a pas bénéficié d'un baby-boom aussi puissant qu'au sein des autres pays de l'OCDE. Depuis une dizaine d'années, à l'exception de la brève période du covid, l'économie allemande souffre d'un manque de main d'œuvre. Compte tenu de la pyramide des âges, le marché du travail perdra 7 millions de ses 45 millions de travailleurs d'ici 2035. Le pays ne peut plus compter sur l'immigration en provenance des pays d'Europe de l'Est qui sont également confrontés à des pénuries de main d'œuvre. L'Allemagne multiplie les lois en faveur de l'immigration extra-européenne afin de permettre aux entreprises de recruter. Le pays est devenu en quelques années le premier pays d'accueil d'immigrés en Europe loin devant la France, l'Italie ou l'Espagne.

## **Un retard marqué dans le numérique**

Les Allemands ne sont des adeptes du digital. Pour les paiements, ils préfèrent le numéraire. Ils sont nombreux à avoir demandé à Google maps à flouter leur maison. Selon les statistiques d'Eurostat, seuls les Bulgares, les Italiens et les Roumains utilisent moins les services gouvernementaux numériques que les Allemands. Cette faible appétence au numérique est un frein aux gains de productivité. Elle est aussi une contrainte compte tenu du déficit de main d'œuvre. L'intelligence artificielle fait l'objet, dans le pays, de beaucoup de réserves.

## **Une administration à faible efficience**

Le poids de la bureaucratie est de plus en plus perçu comme un handicap. Manfred Bischoff, l'ancien Président d'Airbus, soulignait avec délice que l'administration allemande avait par rapport à celle de la France un atout indéniable : sa médiocrité. Elle n'attire pas les meilleurs étudiants et rechignent à se moderniser. Cela avait, à ses yeux, comme avantage de permettre au secteur privé diriger l'économie quand en France, l'administration s'est emparée de cette mission. La faible efficacité de l'administration semble se retourner contre l'économie allemande. Les permis de construire prennent 50 % de plus que la moyenne de l'OCDE à être délivrés. Les essais cliniques sont presque impossibles à réaliser en Allemagne obligeant les entreprises de biotechnologie d'ouvrir des centres de recherche à l'étranger. Les demandes d'agrément l'installation produisant de l'énergie peuvent s'étaler sur plus d'une année. A raison 70 % des Allemands pensent que l'État, faute de s'être modernisé, est incapable de répondre aux demandes des particuliers ou des entreprises. L'inertie administrative devient un véritable goulet d'étranglement. L'opposition croissante entre les Länder et l'Etat fédéral pèse sur l'économie, les décisions étant lentes et pouvant donner lieu à des remises en cause. Angela Merkel a ainsi éprouvé d'importantes difficultés à imposer ses vues durant la crise sanitaire. La structure fédérale allemande a créé un patchwork de fiefs



numériques farouchement gardés. Les systèmes informatiques ne sont pas interconnectés et ne facilitent pas les transferts de données

Sur le terrain politique, l'Allemagne doit gérer la montée de l'extrême droite au sein des Länder de l'Est. Alternative für Deutschland, a recueilli à certaines élections 20 % des voix. L'effritement du consensus s'il est moindre que dans d'autres pays comme la France ou l'Italie, constitue une nouveauté pour l'Allemagne. Des dissensions apparaissent au sein de la majorité qui associent le SPD, les verts et les libéraux. Certains veulent relancer l'économie en multipliant les aides quand d'autres restent fidèles à l'orthodoxie financière.

### **L'Allemagne reste l'Allemagne**

Les succès du pays ont longtemps masqué l'insuffisance de ses institutions et de son administration. Malgré tout, l'Allemagne dispose d'atouts indéniables. Son taux d'endettement public demeure inférieur à celui des autres grands pays européens, la France, l'Italie ou l'Espagne. Même s'ils ont été rognés, elle continue à dégager d'importants excédents commerciaux. Les entreprises soutenues par leurs banques et leurs actionnaires disposent de capacités d'investissement élevées leur permettant de relever le défi de la transition énergétique. L'Allemagne grâce à son industrie est capable de générer facilement des gains de productivité à la différence de la France qui est un pays tertiaire. Les revenus sont Outre-Rhin bien plus élevés qu'en France. L'écart est de plus de 15 % et les prélèvements obligatoires sont de 5 points plus faibles. Si l'Allemagne est un pays blessé, elle est loin d'être défaite.

### **La France, le pays de la baguette et des gâteaux**

La France compte plus de 39 000 boulangeries artisanales. Ce nombre a baissé de 1970 jusqu'aux années 2000 passant de 45 500 à 33 000 avant de remonter progressivement. Le renouveau des boulangeries est lié à leur développement sur le créneau des plats à emporter et sur celui des pains spéciaux à forte valeur ajoutée. Les boulangeries se sont, par ailleurs, implantées, en périphérie des villes sur les ronds-points ou au sein des centres commerciaux. Le secteur s'est industrialisé avec l'apparition de chaînes de franchises et avec une concentration de plus en plus marquée. Les 39 000 boulangeries relèvent de 33 000 entreprises, ces dernières pouvant avoir plusieurs établissements.

### **Un secteur économique puissant et en pleine mutation**

En 80 ans, la consommation de pain a fortement évolué. Aliment de base et de première nécessité, ce dernier est devenu un produit plaisir. En 1950, chaque Français consommait en moyenne 900 grammes de pain par jour. Aujourd'hui, cette consommation est estimée à 94 grammes par jour et par personne. Pour autant, le territoire continue d'avoir un réseau dense de boulangeries (1 boulangerie pour 1800 habitants). La boulangerie-pâtisserie se classe au premier rang des entreprises du commerce de détail alimentaire. Chaque année, ce sont plus de 6 milliards de baguettes

qui sortent des fournils auxquelles il faut ajouter les baguettes issues des boulangeries industrielles. Le chiffre d'affaires de la boulangerie-pâtisserie s'élevait, en 2019, à plus de 11 milliards d'euros selon l'INSEE. Le chiffre d'affaires moyen par entreprise est d'environ 300 000 euros. Des écarts importants existent entre les boulangeries en fonction de leur localisation et de leurs activités. Le secteur emploie plus de 180 000 personnes dont 100 000 salariés, 29 000 apprentis et 60 000 chefs d'entreprise (+conjointes). 51 % des salariés sont des femmes, employées majoritairement à la vente. Les hommes sont majoritairement employés à la fabrication. La forte proportion d'apprentis en boulangerie-pâtisserie en fait un secteur très jeune, la moyenne d'âge des femmes salariées est de 33,6 ans, celle des hommes est de 30,2 ans.

En 2022, les ouvertures de nouvelles boulangeries ont excédé de 2 538 les fermetures. En Ile-de-France, le nombre de boulangeries a progressé de 20 % de 2017 à 2022. Cette région en compte désormais plus de 5 400 boulangeries. Paris avait, en 2022, 1 360 établissements, ce nombre ayant progressé de 9 % depuis 2017. En Seine-Saint-Denis, la progression atteint 35 %, en Val-de-Marne, +27 % et dans le Val-d'Oise, +26 %. Les autres régions connaissent également de forte croissance. En Auvergne Rhône-Alpes, selon le cabinet d'études économiques Altares près de 1 700 ouvertures de boulangeries ont été enregistrées depuis 2018, et plus de 1 300 en région Provence Alpes Côte d'Azur tout comme en Nouvelle-Aquitaine,

Les boulangeries – pâtisseries ont résisté à la grande distribution qui propose la vente de pains. Selon les données de la Confédération nationale de la boulangerie-pâtisserie française (CNBPF), le secteur artisanal représente 60 % des ventes de pain en France, contre 31 % pour les terminaux de cuisson et 9 % seulement pour les grandes surfaces. Les boulangeries ont étendu la gamme des produits proposés. Elles vendent désormais des sandwiches, des sales, des pizzas, des tartes salées, etc. Elles se sont dotées d'espaces de consommation sur place. Elles ont ainsi concurrencé les « fast-food ». Le pain ne représente plus que 40 % de l'activité globale du secteur. Les boulangeries suivent les mouvements de la population en s'installant en périphérie et notamment près des grands axes de circulation. Ce choix d'implantation permet d'être au plus près des consommateurs et de réduire le coût du foncier. Des chaînes de boulangerie se sont ainsi développées rapidement. Créé en 2004 dans le sud de la France, le groupe « Marie Blachère » a ouvert plus de 700 établissements en moins de deux décennies et a réalisé 800 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2022. Le groupe « Ange » compte ainsi désormais plus de 200 boulangeries et le groupe « Louise » une centaine. Les employés de la chaîne « Cyril Avert » servent des baguettes aux automobilistes au volant, en pur service drive. Jules & John fait de même dans plus de 20 villes en France. Ces chaînes de franchises utilisent les méthodes marketing de la grande distribution (large choix, prix bas, produit gratuit, etc.) au monde de la boulangerie traditionnelle. Ils permettent une standardisation de la production tout en veillant à maintenir un certain niveau de qualité. En multipliant rapidement les points de vente, ces chaînes entendent capter une part de marché importante et réduire ainsi la concurrence. Comme dans d'autres secteurs, les indépendants risquent d'être de moins en moins nombreux. Dans les grandes agglomérations, aidés en cela par les entreprises de meunerie, une concentration est également en cours. Des boulangers rachètent plusieurs



établissements afin d'atteindre une taille critique et pouvoir ainsi concurrencer les chaînes comme « Paul » ou « Kaiser ».

La pâtisserie connaît un essor important avec la médiatisation des chefs pâtisseries. Elle offre de solides marges aux propriétaires de boulangeries et constitue un élément clef du chiffre d'affaires. De nombreux chefs ont ainsi ouvert leur établissement (Cyril Lignac, Pierre Hermé, Christophe Michalak, etc.). La pâtisserie est soumise à des exigences d'ouverture plus faibles que les boulangeries permettant la multiplication des points de vente. Si l'appellation « boulangerie » exige une fabrication sur place, il n'en est pas de même pour celle de « pâtisserie ». Il en résulte une industrialisation croissante de cette dernière. Un nombre croissant d'entre-elles passerait par des centres de production industrielle qui distribuent leurs produits en boutiques, en grandes surfaces ou en restaurants et cafés. Les marges sont confortables et les durées de conservation des produits fabriqués plus longues que dans la boulangerie. Dans le prolongement des pâtisseries, il convient également de souligner le développement de réseaux de chocolatiers qui ont réussi à industrialiser un savoir-faire artisanal (Patrick Roger, La Maison du Chocolat, Jean-Paul Hévin, Alain Ducasse, etc.).

### **Un métier attractif mais difficile**

Avec le développement des points de vente, le secteur de la boulangerie attire de nombreux jeunes. Le nombre d'apprentis en boulangerie-pâtisserie est ainsi passé de 21 000 en 2021 à 29 000 en 2022. Les femmes représentent désormais plus de 30 % des jeunes en apprentissage dans ce secteur. Le succès des émissions culinaires comme « Le meilleur pâtissier » contribue à attirer de nombreuses personnes. Au-delà de cette attractivité, le métier reste difficile. 25 % des apprentis abandonnent dès la première année.

### **Des fonds de commerce recherchés et chers**

Si de nombreux commerces n'arrivent pas à trouver de repreneurs, ce n'est pas le cas des boulangeries-pâtisseries. Les fonds se vendent à hauteur de 60 à 110 % du chiffre d'affaires annuel voire plus pour certains établissements particulièrement bien situés. Certains peuvent se vendre jusqu'à plusieurs millions.

L'achat d'une boulangerie est soumis à certaines conditions. L'exploitant doit disposer d'un diplôme de boulanger – pâtissier (CAP, baccalauréat professionnel, brevet de spécialité ou attestation de spécialité professionnelle). Il doit d'inscrire soit en tant qu'artisan ou en tant qu'artisan -commerçant.

### **Les boulangeries face à la guerre en Ukraine**

Les boulangeries ont subi la forte augmentation du prix de l'énergie et des céréales. Elles ont eu accès aux aides mises en place par le ministère de l'Économie (bouclier tarifaire, amortisseur du relèvement du prix de l'électricité, aides au paiement des

factures). Une partie des augmentations de coûts s'est répercutée sur les prix de vente des produits. Depuis un an, une augmentation du nombre de défaillances est constatée mais qui ne conduit pas à une destruction nette de boulangeries, le mouvement de création demeurant important.

Depuis vingt ans, le secteur de la boulangerie connaît de multiples évolutions. Face à l'émergence de véritables chaînes industrielles disposant de nombreux points de vente, les artisans boulangers ont réagi en s'affiliant à des chaînes de franchises ou en constituant des groupes comportant plusieurs établissements. L'élargissement de l'offre de produits a été une solution pour maintenir et développer le chiffre d'affaires. Les boulangeries se sont mises ainsi à concurrencer les fast-foods, les snacks et les restaurants. La dernière tendance est à l'installation de boulangeries en périphérie des centres urbains. Dotées de vaste parking, elles proposent une large gamme de pains et permettent aux automobilistes sur des tranches horaires larges d'acheter et de consommer sur place.

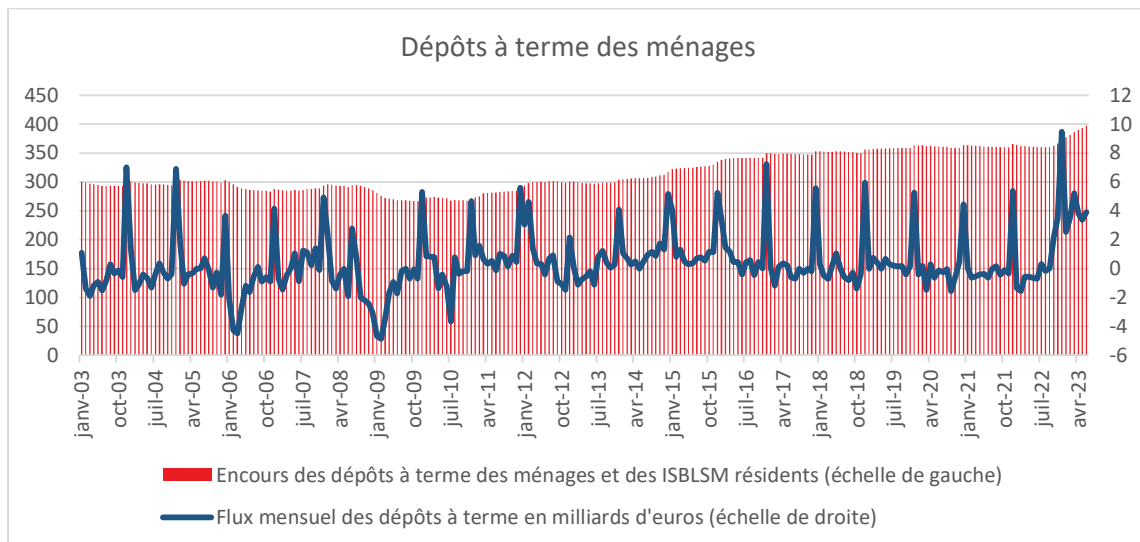
## LE COIN DES GRAPHIQUES

### La montée en puissance des dépôts à terme

Un compte à terme ou dépôt à terme est un compte d'épargne qui offre un taux d'intérêt élevé à condition que les sommes déposées soient bloquées pendant un certain temps, fréquemment, trois ou six mois. Ce produit n'est pas soumis à un risque de capital.

L'encours des dépôts à terme a progressé durant le premier semestre 2023 de 22 milliards d'euros pour atteindre 397,3 milliards d'euros. De septembre 2018 à septembre 2020, l'encours des dépôts à terme était relativement stable autour de 360 milliards d'euros. Avec les taux bas, ce produit avait perdu en attractivité ; il était de moins en moins proposé, par les banques, aux clients. La hausse des taux a redonné du lustre à ce produit. Face à l'inflation et à la concurrence des livrets réglementés, les banques offrent des rémunérations plus importantes, autour de 3 % au mois de juillet 2023. Les dépôts à terme sont utilisés par les épargnants qui ont saturé leurs livrets réglementés et qui n'ont pas un besoin immédiat de liquidités. Ce produit peut être un placement d'attente, par exemple en cas de vente d'un logement. L'augmentation du nombre de Livrets A et de LDDS au plafond conduit les ménages concernés à sélectionner d'autres produits parmi lesquels figurent les comptes à terme.

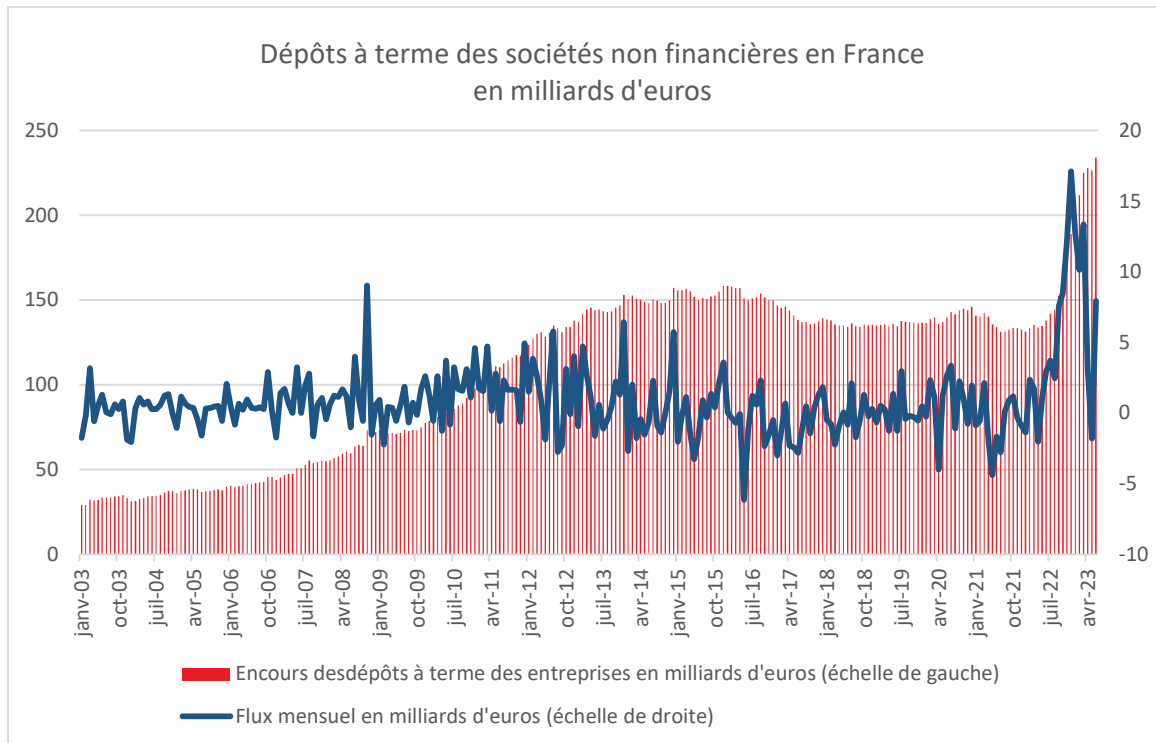
5,3 millions de livrets A détenus par des personnes physiques dépassent le plafond réglementaire de 22 950 euros, soit 9,6 % des détenteurs (1 million de livrets de plus qu'en 2021). Un quart des LDDS dépassent le plafond réglementaire de 12 000 euros.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

## Les entreprises également

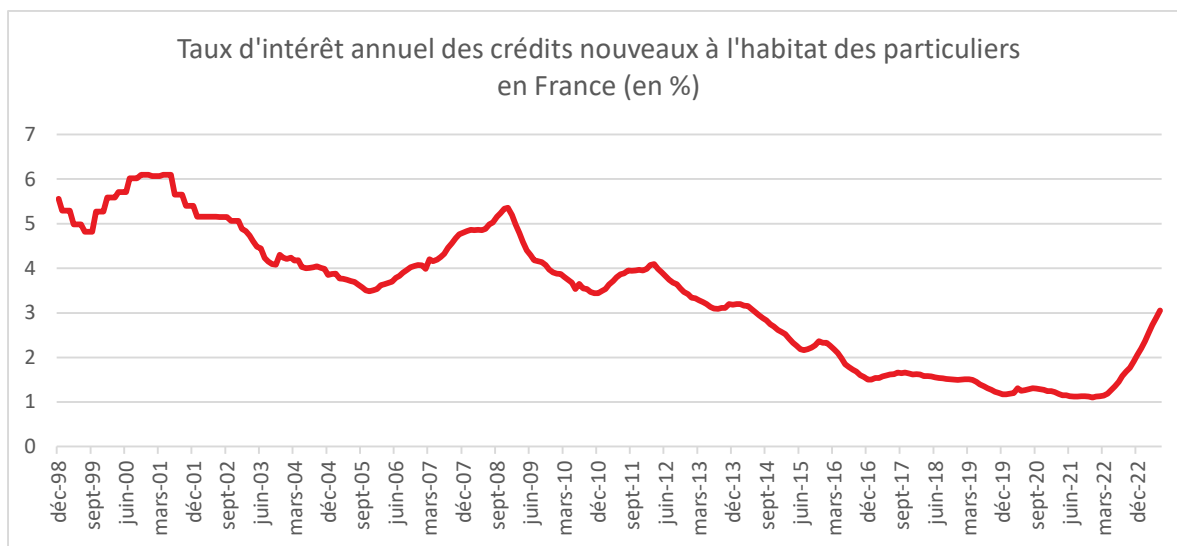
Avec la hausse des taux d'intérêt et afin de protéger autant que possible leurs liquidités des effets de l'inflation, les entreprises recourent de plus en plus fréquemment aux dépôts à terme que les banques proposent à nouveau depuis quelques mois. En six mois, l'encours a progressé de plus de 45 milliards d'euros et de 96 milliards d'euros à un an. Les flux moyens de janvier à juin 2023 atteignent plus de 7 milliards d'euros. Ce succès est lié à la rémunération des dépôts et comptes à terme qui se situent en fonction des durées retenues entre 2 et 3,5 %.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

## Taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat en France

Le taux moyen des nouveaux crédits à l'habitat pour les particuliers est passé de 1,1 % en décembre 2021 à 3,05 % en juin 2023. Il a ainsi retrouvé leur niveau de 2013. Il est inférieur à son niveau moyen des années 2000 (4,7 %). En termes réels, les taux sont encore négatifs d'au moins un point. La progression des salaires depuis le début de l'année devrait limiter les pertes de pouvoir d'achat en 2023 et se traduire par une augmentation à terme des capacités d'emprunt. Les taux d'intérêt devraient poursuivre leur hausse jusqu'à la fin de l'année avant de se stabiliser. Une décrue est possible au cours du second semestre 2024.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

## LE COIN DE L'AGENDA ÉCONOMIQUE

### Lundi 28 août

Eurostat publiera les données actualisées du **commerce international de biens de l'Union européenne** au deuxième trimestre 2023. La BCE communiquera de son côté les chiffres des **Prêts aux Sociétés Non Financières** en juillet.

Aux **États-Unis**, l'**indice manufacturier Fed de Dallas** d'août sera disponible.

### Mardi 29 août

En **France**, l'**enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages** pour le mois d'août et les chiffres des **constructions de locaux et de logements** de juillet seront rendus publics.

Au **Japon**, le **ratio emploi/demandeurs d'emploi** et le **taux de chômage** de juillet seront communiquées.

En **Allemagne**, l'indicateur **Confiance des consommateurs GfK** de septembre.

En **Espagne**, les chiffres des **ventes au détail** à fin juillet seront publiées.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution du **marché de l'immobilier** avec la diffusion de l'**indice des prix immobilier** et l'**indice S&P/CS composite-20 des prix des logements** de juin. Le **rapport JOLTS – Nouvelles offres d'emploi** de juillet sera disponible. Pour le mois d'août, l'indicateur **Confiance des consommateurs – Conference Board**, l'**indice Fed de Dallas - Revenus des services** et les **Perspectives du secteur services au Texas** seront par ailleurs rendus publics.

### Mercredi 30 août

Au Japon, l'indicateur **confiance des ménages** d'août sera publié.

En **Allemagne** et en **Espagne**, une estimation de l'**inflation** attendue en août sera disponible.

En **Italie**, les indicateurs **Confiance des entreprises** et **confiance des consommateurs** d'août seront publiés. Il sera également possible de consulter les chiffres des **ventes industrielles** en juin.

Au **Royaume-Uni**, la banque centrale publiera les chiffres du **crédit à la consommation**, des **prêts hypothécaires** et des **approbations d'hypothèques** de juillet.



Dans l'**Union européenne** et le **Royaume-Uni**, les données à fin juillet relatives aux **immatriculations de voitures** seront rendues publiques.

La **Commission européenne**, diffusera l'**enquête confiance des consommateurs et des entreprises** et l'indicateur **Climat des affaires** d'août. Il sera également possible de consulter les indicateurs conjoncturels, **sentiment économique, sentiment industriel, les perspectives des prix de ventes** ainsi que **ses prévisions de l'inflation des prix à la consommation**.

Aux **États-Unis**, les résultats détaillés de la **croissance** constatée au deuxième trimestre seront disponibles. Il sera également possible de consulter les résultats définitifs de l'indice des **prix à la consommation des ménages** et des **dépenses de consommation réelles** sur le trimestre écoulé. Pour le mois de juillet, seront publiés, les **stocks de détails** (hors Auto), la **balance commerciale des biens** ainsi que les données relatives aux **promesses de ventes de logements**. Les chiffres des **créations d'emplois non agricoles ADP** d'août seront également diffusés.

#### **Jeudi 31 août**

Pour la **France**, L'INSEE publiera les résultats détaillés de la **croissance** constatée au deuxième trimestre et les résultats provisoires de l'**inflation** attendue en août. Les données des **dépenses de consommation des ménages en biens**, les **Indices de prix de production et d'importation de l'industrie**, l'**Indice de production dans les services** ainsi que le **volume des ventes dans le commerce** à fin juillet seront également publiés.

Il sera possible de suivre l'évolution attendue de l'**inflation** en août dans la **zone euro**. Eurostat publiera également pour la **zone euro et l'Union européenne**, les données du **chômage** en août.

Au **Japon**, les données de la **production industrielle** constatée en juillet et les perspectives d'évolution en août et en septembre seront diffusées. Il sera également possible de suivre l'évolution des **ventes au détail** en juillet. Les chiffres à fin juillet des **commandes de construction** et de **misés en chantiers** seront également disponibles.

Les indicateurs **PMI** d'août de la **Chine** seront disponibles.

En **Allemagne**, l'**indice des prix à l'importation** et les chiffres des **ventes au détail** de juillet seront diffusés. Il sera également possible de suivre l'**évolution du taux de chômage** et **nombre de chômeurs** en août.

En **Italie**, le **taux de chômage** à la fin août sera rendu public.

En **Espagne** le montant de la **balance des paiements courants** à fin juin sera diffusé.

Aux **États-Unis**, les **indices PCE et PCE core des prix à la consommation des ménages** de juillet seront rendus publics. Il sera également possible de suivre sur le mois de juillet l'évolution des **dépenses et des revenus des ménages** ainsi que la **consommation personnelle réelle**. Par ailleurs, l'**indice PCE de la Fed de Dallas** de juillet ainsi que l'**indice PMI de Chicago** et les **suppressions d'emplois Challenger d'août** seront disponibles.

### Vendredi 1<sup>er</sup> septembre

En **France**, la direction générale du Trésor communiquera sur la **situation budgétaire de l'État** de juillet.

L'office européen de la statistique publiera un article et des statistiques sur l'évolution du **Commerce de l'Union européenne avec la Russie** au deuxième trimestre 2023.

Au **Japon**, il sera possible de consulter les **dépenses en capital** au deuxième trimestre.

Le **PMI manufacturier** d'août sera rendu public pour le **Japon**, la **Chine** l'**Union européenne et ses pays membres**, le **Royaume-Uni** ainsi que les **États-Unis**.

En **Italie**, les données détaillées de la **croissance** constatée au deuxième trimestre seront disponibles.

Aux **États-Unis**, le **taux de chômage**, le **taux de participation** ainsi que les statistiques détaillées relatives à l'**évolution du salaire**, à la **durée de travail** et aux **créations d'emploi** en août seront disponibles. Il sera également possible de suivre l'évolution des **dépenses de construction** en juillet et de consulter les indicateurs conjoncturels **ISM manufacturier** d'août.

### Lundi 4 septembre

En **France** les dernières données disponibles relatives aux **Immatriculations de véhicules neufs** seront publiées.

En **Allemagne**, les résultats des **importations**, des **exportations** et de la **balance commerciale** de juillet seront disponibles.

Pour l'**Union européenne**, l'**indice Sentix de confiance des investisseurs** de septembre sera diffusé.

### Mardi 5 septembre

Eurostat publiera l'indicateur de juillet **Prix à la production industrielle, marché intérieur** pour la **zone euro et l'Union européenne**.

Au **Royaume-Uni**, les données des **ventes au détail BRC** en août seront disponibles.

Au **Japon**, il sera possible de suivre les **dépenses des ménages** en juillet.

L'**indice PMI de services** d'août sera accessible pour le **Japon**, la **Chine**.

L'**indice PMI de services et le PMI composite** d'août des pays membres de l'**Union européenne**, et le **Royaume-Uni** seront disponibles.

Aux **États-Unis**, l'indice des **tendances de l'emploi-Conference Board** d'août sera rendu public. Il sera possible de consulter les chiffres des **commandes de biens durables et des commandes à l'industrie** à fin juillet.

### **Mercredi 6 septembre**

Le **chiffre d'affaires des services** en juin et au deuxième trimestre 2023 sera communiqué pour la **zone euro et l'Union européenne**. Il sera également possible de consulter les données de juillet relatives au **commerce de détail** et l'indicateur **Prix des importations industrielles**.

En **Allemagne**, les résultats des **commandes à l'industrie** à fin juillet seront disponibles.

Pour les pays de l'**Union européenne et le Royaume-Uni**, le **PMI construction** d'août sera diffusé.

Aux **États-Unis**, le montant de la **balance commerciale** à fin juillet sera publié. Pour le mois d'août, le **PMI composite et le PMI services**, ainsi que les **indicateurs ISM non manufacturier** seront diffusés.

### **Jedi 7 septembre**

L'office européen de la statistique diffusera les données détaillées du **PIB et principaux agrégats/emploi** pour le deuxième trimestre dans l'**Union européenne et la zone euro**.

En **France**, les chiffres de l'**emploi salarié** ainsi que les **indices des prix des logements anciens** du deuxième trimestre seront rendus publics. Les **résultats du commerce extérieur - Importations et exportations de biens et la balance des paiements** courants à fin juillet seront disponibles. Il sera également possible de consulter le montant des **réserves officielles de change** à fin août.

En **Chine**, les chiffres des **exportations**, des **importations** et le montant de la **balance commerciale** à fin août seront publiés. Il sera également possible de suivre l'évolution des **réserves de change** en USD en août.

Au **Japon**, l'**indicateur coïncident** et l'**indicateur avancé** de juillet seront diffusés.

Au **Royaume-Uni**, l'**indice des prix immobiliers Halifax** d'août sera communiqué.

En **Allemagne**, les statistiques de la **production industrielle** en août seront rendues publiques.

En **Italie**, les statistiques des ventes **au détail** pour le mois de juillet seront accessibles.

Aux **États-Unis**, la parution du **coût unitaire de la main d'œuvre**, et la **productivité du secteur non agricole** au deuxième trimestre est attendue.

### Vendredi 8 septembre

En **France** ainsi qu'en **Espagne**, l'**indice de la production industrielle** d'août sera communiqué.

Au **Japon**, la diffusion du **PIB** au deuxième trimestre est attendue. Le revenu **salarial global des employés**, et la **rémunération des supplémentaires** en juillet seront publiés. Le montant de la **balance des paiements courants** en juillet sera également diffusé. Il sera également possible de suivre l'évolution des **prêts bancaires** et de consulter l'**indice Observateurs de l'économie** d'août.

En **Allemagne**, les résultats définitifs de l'**inflation** constatée en août seront publiés

Aux **États-Unis**, les données des **ventes et des stocks de grossistes** ainsi que le montant du **crédit à la consommation** en juillet seront disponibles.

## LA LETTRE ÉCONOMIQUE DU CERCLE DE L'ÉPARGNE

THINK TANK D'AG2R LA MONDIALE

**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, « la Lettre Eco du Cercle de l'Épargne – N°XXX ». Tout usage d'un article dans son intégralité doit faire l'objet d'une autorisation préalable.



**LE CERCLE DE L'ÉPARGNE**  
THINK TANK  
**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](http://www.cercledelepargne.fr)**

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



**AG2R LA MONDIALE**

