

La lettre de Rexecode

Mai 2024

La politique de décarbonation de l'Europe est à un carrefour stratégique

Rexecode a conduit une comparaison des politiques climatiques des Etats-Unis, de la Chine et de l'Union européenne et de leur impact économique ([document de travail n° 90](#)). Tous trois convergent sur l'objectif de décarbonation complète vers le milieu du siècle. Les stratégies mises en œuvre sont en revanche différentes dans leurs modalités et dans leur impact macroéconomique. La Chine et les Etats-Unis mettent la première priorité sur l'investissement direct dans les technologies de décarbonation, l'Europe sur « la tarification du carbone ». La stratégie européenne est probablement la moins favorable à la croissance, ce qui limite les ressources économiques nécessaires pour investir.

Pour atteindre l'objectif zéro émission, les pays européens, dont la France, devront doubler le rythme de réduction des émissions de carbone et investir massivement. Or la compétitivité européenne est menacée par des politiques économiques américaine et chinoise actives, et par des prix de l'énergie près de deux fois plus élevés qu'aux Etats-Unis et en Chine, qui résultent pour partie des différences d'accès aux sources d'énergies primaires, pour une autre partie des différences des politiques de taxation des énergies.

Etats-Unis et Chine activent l'investissement

Les Etats-Unis ont engagé une stratégie globale qui intègre les mesures climatiques dans la politique d'ensemble. Cette stratégie s'est concrétisée dans plusieurs lois récentes : *la loi Infrastructures* (2021), *la loi Chips and Science Act* (2022), et surtout *l'Inflation Reduction Act* (2022), qui prévoit de nombreux crédits d'impôt pour les projets vraiment américains. L'impact de ces politiques s'est très vite concrétisé : les dépenses de constructions industrielles aux Etats-Unis ont plus que doublé entre 2021 et 2023. La

stratégie de la Chine s'inscrit de son côté dans une longue tradition de planification et d'orientation des investissements. Le résultat est que la Chine a conquis des positions dominantes sur le marché mondial des technologies de décarbonation.

L'Union européenne joue le prix du carbone

L'Union européenne a choisi le système d'échange de quotas d'émissions, complété par des réglementations et des interdictions, et par un début de politique industrielle. En imposant aux industriels de payer leurs émissions, le système des quotas les incite à investir dans des process moins émetteurs. La tarification du carbone s'ajoute aux accises générales sur l'énergie. Au total, le coût fiscal de l'émission d'une tonne de carbone est 5 à 10 fois plus élevé en Europe qu'en Chine et aux Etats-Unis, et grève ainsi la compétitivité. En réaction à *l'Inflation Reduction Act* américain, la Commission européenne a présenté un projet de règlement (le *Net Zero Industry Act*). Ce texte, largement orienté vers les procédures, est en fait très différent de l'IRA.

Des impacts économiques différents

La panoplie des leviers de l'action climatique est à peu près partout la même. Mais leur mise en œuvre et la façon de les combiner conduisent à des impacts macroéconomiques différents. La Chine et les Etats-Unis privilégient des leviers orientés vers la stimulation de l'offre. L'Europe hésite entre l'offre et la demande, et réglemente. Les politiques climatiques européennes paraissent moins favorables à la croissance. Une opportunité exceptionnelle pour l'Europe est l'essor du marché mondial des technologies et des investissements de la décarbonation, qui n'en est qu'à ses débuts. L'Europe peut saisir cette opportunité et faire de la décarbonation un levier de compétitivité et de croissance, en s'orientant franchement vers une politique de l'offre pour le climat.

Michel DIDIER, Raphaël TROTIGNON

Prochaine réunion
Conjoncture
économique et financière
Mercredi 15 mai 2024

Malgré leur effort d'épargne, le patrimoine financier réel des ménages stagne en France

Alors que l'appétit des ménages pour l'épargne ne désarme pas en France, l'évolution de cette dernière est paradoxale à deux titres. D'une part, elle n'occasionne qu'une imperceptible progression de la valeur réelle du patrimoine financier (+ 1,5 % entre fin 2019 et fin 2023). D'autre part, même si leur taux d'épargne financière a de nouveau progressé en 2023 par rapport à 2022, les flux de placements financiers des ménages ont, quant à eux, chuté l'an dernier.

Des flux d'épargne et des actifs érodés par l'inflation

Revenons tout d'abord sur le premier de ces deux paradoxes. L'évolution du patrimoine financier dépend à la fois des flux nets de placements et de la réévaluation des actifs détenus. Les premiers ont bondi depuis quatre ans. Pendant la décennie 2010, ils étaient de 107 milliards d'euros en moyenne par an. De 2020 à 2023, ils sont montés à 181 milliards en moyenne. Ces flux ont permis un accroissement du stock d'épargne financière de 12,5 % depuis fin 2019. Mais cette hausse se compare elle-même à une inflation cumulée sur la période de 12,7 %. La hausse des prix est donc légèrement supérieure à l'augmentation du patrimoine qui procéderait des seuls flux de placements.

La réévaluation du patrimoine financier des ménages a permis pour sa part de l'augmenter de 1,7 % depuis fin 2019. Cette hausse d'ensemble masque une grande divergence de la valeur des trois principaux types d'actifs détenus par les ménages. Tout d'abord, les dépôts effectués par les ménages ont drainé 57 % des flux de placement entre 2020 et 2023 (44 % durant la décennie 2010). Ils ne sont pas susceptibles de changement de valeur sauf à proportion des intérêts qu'ils produisent quand ils sont capitalisés. Or, même si l'inflation a ralenti, elle est encore plus haute que le taux moyen de rémunération des dépôts : 1,9 % début 2024. Cette rémunération n'efface donc pas la perte de la valeur réelle des dépôts causée par l'inflation. Les actions et participations inscrites à l'actif du patrimoine des ménages, ensuite, se sont fortement réévaluées en gagnant 16 % depuis fin 2019. Mais, dans le même temps, la valeur du troisième principal type d'actif a baissé. Les titres portés dans les dispositifs d'assurance-vie détenus par les ménages ont perdu 8,5 % de leur valeur nominale. Ces titres consistent en majeure partie en obligations dont le prix a reculé

à mesure de la hausse de leurs taux intervenue depuis 2020. La baisse de la valeur de ces derniers a ainsi contrebalancé l'impact positif que la hausse de la valeur des actions a exercé sur celle du patrimoine financier, ne laissant au final qu'une faible progression réelle à ce dernier ([voir tableau sur le site](#)).

Les placements financiers dépendent aussi du crédit

Le second paradoxe fait intervenir à la fois le comportement d'épargne et l'accès au crédit. Les flux de placement financier dépendent en effet au premier ordre de la part du revenu qui demeure une fois que les ménages ont effectué leurs dépenses de consommation et d'investissement dans un logement neuf ou réalisé d'importants travaux, soit l'épargne financière. En 2023, cette proportion est montée à 7 % du revenu alors qu'elle était de 6,2 % en 2022, soit une épargne financière additionnelle de 14 milliards d'euros. Mais les flux de placement financier dépendent aussi de l'accès au crédit pour les ménages. Par exemple, quand cette ressource alimente une transaction dans l'immobilier ancien, elle peut être constitutive d'un placement financier accru de la partie vendeuse dans la transaction. Or, les flux nets de dette des ménages ont chuté de plus de 60 milliards d'euros entre 2022 et 2023. Ils sont retombés à leur plus bas niveau depuis 2013, déclenchant une chute des transactions dans l'ancien. Cette circonstance explique en grande partie la baisse en 2023 des flux de placements financiers, ceux-ci ayant été de 110 milliards d'euros contre 186 en 2022.

Deux conclusions apparaissent. Tout d'abord, à flux de placement inchangé, la meilleure garantie que la valeur patrimoine financier ne s'érode pas face à l'inflation reste de privilégier les actions, à moyen comme à long terme. Or, au cours des 4 dernières années, les actions n'ont drainé que 12,5 % des flux de placements des ménages (3,7 % dans les années 2010). Ensuite, le bas niveau du crédit aux ménages contribue déjà à ralentir l'évolution du patrimoine réel. S'ils désirent maintenir stable ce dernier, les ménages en leur ensemble pourraient bien répondre à cette circonstance si elle perdure par un effort accru d'épargne, ce qui pèserait alors sur le niveau de leurs dépenses.

Mobiliser l'excédent d'épargne européen : de quoi parle-t-on ?

300 milliards d'euros d'épargne européenne excédentaire : tel est le chiffre récemment mis en avant par Enrico Letta, Emmanuel Macron et François Villeroy de Galhau. Ces 300 milliards d'épargne privée se dirigeraient vers l'étranger chaque année, principalement vers l'économie américaine, en raison notamment de la fragmentation des marchés financiers européens. L'enjeu serait de les mobiliser pour financer les colossaux investissements verts et numériques auxquels l'Europe va devoir faire face. Mais de quoi parle-t-on vraiment ?

Un excédent courant essentiellement germano-néerlandais

Le montant évoqué correspond en fait peu ou prou à l'excédent de la balance courante de la zone euro, qui s'est élevé à 297 milliards d'euros sur douze mois glissants en février. Celui-ci s'est nettement redressé après avoir plongé en raison de la guerre en Ukraine. Il avait été de 318 milliards d'euros l'an en moyenne sur la période 2015-2019. Comptablement, cet excédent courant chronique représente bien en creux un excès de l'épargne totale européenne par rapport aux investissements domestiques. D'où provient-il ? Géographiquement, la concentration sur certains pays est très nette. En 2023, l'excédent courant de la seule Allemagne a atteint 243 milliards d'euros, et celui des Pays-Bas 104 milliards, pour un excédent global de 240 milliards de la zone euro. La France a plutôt enregistré un déficit de 21 milliards d'euros.

Pourquoi cet excédent d'épargne ?

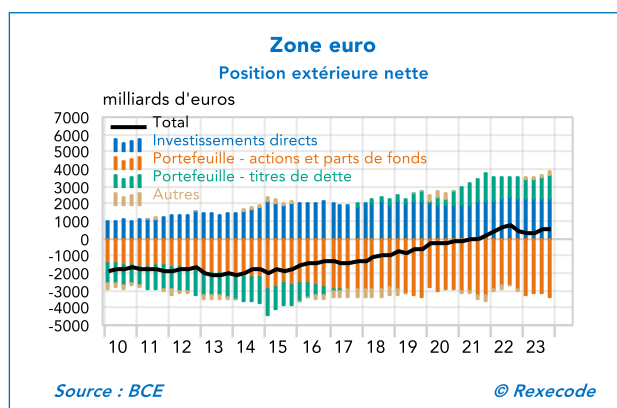
La question des excédents courants allemands n'est pas nouvelle dans le débat économique européen. Ils ont régulièrement été pointés du doigt dans le cadre de la procédure pour déséquilibres macroéconomiques. La réponse allemande a toujours été que les excédents courants nationaux étaient la résultante de l'excellente compétitivité du pays, et que ceux-ci ne devaient pas être réduits par une intervention publique. Le FMI, la Commission européenne et la France pointent plutôt du doigt la faiblesse excessive de la demande interne et notamment de l'investissement dans le pays, générée par une modération salariale et une frugalité budgétaire excessifs. L'autre explication, plus consensuelle, tient au rôle du vieillissement démographique induisant une hausse de l'épargne des ménages approchant de l'âge de la re-

traite, phénomène accentué par la mise en place de régimes par capitalisation.

Un trésor de guerre ?

De fait, l'Allemagne a accumulé en stock une position extérieure nette (la différence entre les actifs détenus à l'étranger et les engagements vis-à-vis de celui-ci) excédentaire de 2 900 milliards d'euros fin 2023, traduisant la constitution d'un capital massif à l'étranger. Mais l'excédent allemand traduit en grande partie les déséquilibres internes de la zone euro. Il est contrebalancé par des positions extérieures déficitaires importantes dans plusieurs pays européens (dont la France), de sorte que le surplus de la position extérieure nette de la zone euro est récent et se limite à 585 milliards d'euros. La position extérieure nette agrégée de la zone euro était en effet négative de l'introduction de l'euro jusqu'en 2021. La zone euro se trouve désormais excédentaire en matière d'investissements directs (+ 2 315 milliards d'euros) et de titres de dette (+ 1 286 milliards), mais largement déficitaire s'agissant des actions et parts de fonds (-3 333 milliards). Ceci explique notamment le double constat d'une capitalisation boursière limitée des places européennes par rapport à Wall Street et d'une dépendance vis-à-vis des actionnaires américains. Au-delà de la question des excédents courants, mobiliser d'épargne européenne consisterait surtout à apporter davantage de fonds propres dans le financement de l'économie européenne, en déconstruisant le circuit financier par lequel l'Europe investit en titres de dette américains pendant que les Etats-Unis investissent en actions et en fonds européens. Le solde courant bilatéral entre zone euro et Etats-Unis est en fait à l'équilibre.

Charles-Henri COLOMBIER
01 53 89 20 77 • chcolombier@rexecode.fr



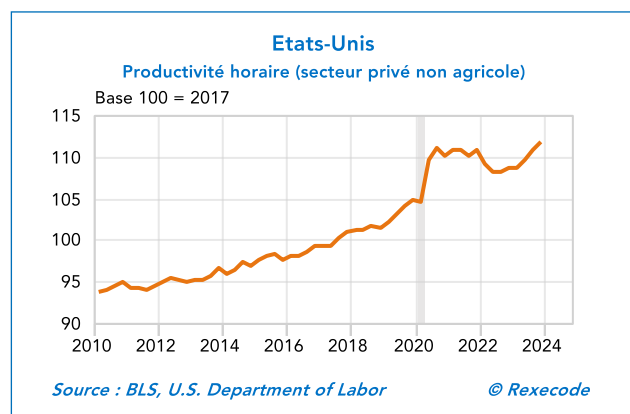
États-Unis : la productivité freine les coûts salariaux

Avec la crise Covid, la trajectoire de la productivité horaire américaine avait été perturbée par des effets de composition, car les travailleurs les plus précaires avaient davantage été licenciés en proportion. Mais ces effets temporaires sont derrière nous et il est impressionnant de voir combien la productivité apparente du travail s'est encore améliorée en 2023, ce qui a permis de contenir les coûts salariaux unitaires.

La productivité horaire a progressé de 3,2 % l'an au 4^e trimestre après +4,7 %. Ce mouvement s'est effectué alors même que le taux d'emploi a légèrement augmenté et que le marché du travail était sous tension, avec 1,8 emploi vacant par chômeur début 2023 et encore 1,4 début 2024. Les ajustements post-Covid du marché du travail et les avantages sectoriels américains (schiste, technologies) expliquent en grande partie le sursaut de la productivité par rapport à l'Europe (avec un écart creusé de 4,5 points en termes de PIB par emploi depuis fin 2019).

Ces gains de productivité expliquent aussi pourquoi les coûts salariaux unitaires ont peu progressé, à savoir de 0,4 % l'an au 4^e trimestre, après +0,1 %. Toutefois, si la productivité s'effritait (comme celle par emploi début 2024), cela pourrait conduire toutes choses égales par ailleurs à plus de coûts salariaux et donc de tensions inflationnistes.

Jean-Alain ANDRIVON
01 53 89 20 75 • jaandrivon@rexecode.fr



Les devises émergentes prises à revers par la Fed

La persistance de l'inflation et la dynamique toujours élevée de l'activité aux Etats-Unis retardent le déclenchement du cycle d'assouplissement monétaire de la Fed. Initialement prévu en juin, le premier mouvement de baisse semble désormais repoussé à la rentrée, si toutefois les données le permettent. Cette révision d'anticipation du cycle monétaire aux Etats-Unis s'est traduite par une remontée assez nette des taux souverains (le taux à 1 an a repris 50 pb entre début février et fin avril pour évoluer actuellement autour de 5,2 %). Le rebond des taux américains accroît le différentiel de taux avec les devises émergentes, qui se retrouvent sous pression. Le réal brésilien et le peso mexicain ont nettement reculé début avril suite à la publication de chiffres supérieurs aux attentes en matière d'inflation américaine. Le contexte est délicat en Amérique latine puisque les Banques centrales de la région ont entamé leur processus de baisses de taux par anticipation de celui de la Fed et se retrouvent désormais prises à revers. La poursuite de leur assouplissement monétaire est désormais très incertaine car elle amplifierait la dépréciation des devises et les risques de sorties de capitaux. Du côté asiatique, la majorité des devises s'affiche également en net recul depuis deux mois. Même la légère remontée des taux directeurs de 25 pb en Indonésie n'a pas suffi pour endiguer le mouvement de dépréciation de la roupie. Le yuan chinois est également soumis à de fortes pressions baissières depuis le resserrement de la politique monétaire américaine. La Banque Centrale de Chine (PBoC) a utilisé sa capacité d'encadrer le taux de change pour ne pas laisser la devise se déprécier outre mesure. L'intervention de la PBoC peut se deviner par la rupture de la corrélation entre le différentiel de taux courts sino-américains et le taux change yuan/dollar. Sans la fixation du canal de fluctuation du yuan, ce dernier devrait, selon cette relation, se situer 7 % plus bas que son cours actuel, autour de 7,8 yuans pour un dollar.

Anthony MORLET-LAVIDALIE
01 53 89 20 96 • amorlet-lavidalie@rexecode.fr

Rexecode

Centre de Recherche pour l'Expansion de l'Économie et le Développement des Entreprises
24 place du Général Catroux • 75017 Paris • Tél. : 01 53 89 20 89
www.rexecode.fr • www.twitter.com/Rexecode

Comité de direction :
Denis FERRAND, directeur général
Michel DIDIER, conseiller spécial
Olivier REDOULÈS, directeur des études
Charles-Henri COLOMBIER, directeur de la conjoncture
Raphaël TROTIGNON, responsable du pôle Energie-Climat
© Rexecode