



Zone Euro – A la recherche de la croissance potentielle

La zone Euro est en plein bouillonnement. Elle doit se donner les moyens de rendre sa croissance plus autonome pour ne plus dépendre de façon excessive des impulsions en provenance du reste du monde. Dans le même temps, elle ne peut plus se laisser distancer par les États-Unis par une évolution trop lente de ses revenus sous peine de perdre en attractivité.

La tâche est cependant de grande ampleur. Le revenu réel par habitant a progressé beaucoup plus lentement qu'aux États-Unis depuis l'année 2000 et il a quasiment stagné depuis la sortie de la pandémie. Le constat récent traduit un fort ralentissement de la productivité.

Avant la pandémie, l'écart traduisait un investissement insuffisant dans un cadre concurrentiel insuffisant. Après la crise sanitaire, les pénuries et le choc des prix énergétiques ont perturbé davantage l'économie de la zone Euro que celle des États-Unis.

La décomposition de l'évolution du revenu réel par habitant faite dans ce document indique aussi que la tendance à la baisse du temps de travail reste une caractéristique de la zone Euro. Elle est à peine compensée par l'augmentation récente du taux d'emploi.

Pour améliorer la croissance potentielle de la zone Euro, le cadre européen doit devenir plus compétitif pour que les entreprises aient un intérêt à investir, à développer les technologies de pointe et à converger vers la frontière technologique. Dans le champ trop morcelé de la concurrence européenne, les entreprises peuvent ne pas avoir l'incitation à investir massivement parce que leur objectif est simplement de rester leader dans leur pays. En étant plus ouverte sur l'ensemble de l'Europe, la concurrence plus vive obligera chaque entreprise à être plus innovante pour maintenir son positionnement. L'Europe aura alors la capacité à engendrer sa propre dynamique technologique.

Cette évolution du cadre concurrentiel est importante et nécessaire alors que l'Europe doit se remilitariser. Les dépenses militaires vont venir en concurrence avec les investissements à faire pour redynamiser la croissance, même si, dans certains secteurs, il y aura complémentarité.

Face à ce besoin de renouveler et d'accroître l'efficacité du capital physique et du capital humain, la fragilité européenne réside dans sa structure démographique vieillissante. Ce changement structurel de la population est déjà un frein à la croissance et il va s'accroître. Dès lors, pour doper le revenu, il faudra compenser l'effet négatif de la démographie. La tâche sera complexe.

Se pose ensuite la question du financement. Des moyens considérables seront nécessaires pour investir, pour remilitariser, mais également pour décarboner et tenir compte des besoins du vieillissement de la population. La zone Euro ne pourra pas s'endetter autant qu'elle le souhaite. Pour de nombreux pays, la dette est déjà élevée et l'environnement international instable suggère que faire reposer sa stratégie à long terme sur ce mode de financement est risqué. Il va falloir arbitrer dans les dépenses et probablement que le modèle social va devoir être revisité. « Profitez maintenant et payez plus tard » ne peut plus être le cadre de l'Europe.



Zone Euro – A la recherche de la croissance potentielle

Les éclairages donnés par les rapports de Mario Draghi et d'Enrico Letta sont essentiels pour appréhender les forces et faiblesses de l'Europe. La révolution budgétaire allemande est une condition nécessaire pour créer une nouvelle allure pour l'Europe.

Le défi est d'inscrire ces choix dans la durée. L'Europe doit s'apercevoir que sa puissance proviendra principalement d'elle-même et que ses concurrents américain, chinois et russe ne lui feront pas de cadeaux.

Quelle allure pour la croissance potentielle ?

De 2000 à 2019, la croissance tendancielle du PIB réel par habitant de la zone Euro a été de 0.7% par an. Aux Etats-Unis, elle était de 1%. L'écart à la fin est plus de 5% ce qui est considérable sur une période aussi courte.

Sur la période 2020-2021 marquée par la pandémie et le rebond, l'indicateur américain est plus dynamique qu'en zone Euro. La baisse du PIB par habitant y est moins marquée en dépit d'un choc terrible sur le marché du travail. Le rebond qui a suivi a été très robuste. La gestion de la crise sanitaire n'a pas été comparable reflétant les rigidités relatives de l'Europe par rapport aux Etats-Unis, notamment sur le marché du travail.

De 2022 à 2024, le PIB par habitant n'évolue pas en zone Euro alors qu'il progresse de plus de 2% l'an aux Etats-Unis. D'un seul coup, l'écart se creuse dramatiquement.

Sur l'ensemble de la période 2000-2024, l'écart entre les deux régions est de 12.6%.

L'enjeu majeur pour l'Europe porte sur la façon dont la productivité va évoluer sachant que le vieillissement de la population va peser lourdement sur la croissance. Dans une étude récente, ce coût a été estimé entre 0.3% et 1% par an selon les pays européens. Ce chiffre est à comparer à un frein de l'ordre de 0.2% sur la période 1995-2015 soit le début de la période sous revue. L'impact du vieillissement est considérable. Les gains d'efficacité de l'économie doivent compenser ce frein à la croissance. Dans le cas français, comme explicité plus loin, le basculement va s'accélérer.

Pour réfléchir à la croissance potentielle, il faut que la productivité tende vers celle des Etats-Unis pour compenser en partie l'effet du vieillissement. Avant la pandémie, la croissance annuelle de la productivité était de 0.85% par an contre 1.35% aux US. C'est ce gap qu'il faut combler, et il faut le faire via des engagements dans la durée tant des gouvernements que des entreprises et des ménages. Car le surplus d'investissement ne pourra pas se faire à structure de dépenses équivalente. Le modèle social que l'on souhaite tous conserver devra probablement être revu. Pour l'instant, il est encore trop tôt pour déterminer la tendance de la croissance potentielle de la zone Euro. Mais il faut faire un saut durable sur la productivité pour compenser l'effet du vieillissement.

Une première étape sera de converger vers la tendance d'avant la pandémie. Les conditions ont changé radicalement. Le reste du monde n'a plus une approche aussi amicale qu'alors. Il faudra que la détermination des Européens s'inscrive dans la durée. Les efforts à faire doivent d'abord compenser les effets du vieillissement. L'enjeu est de pouvoir maintenir le niveau de vie des Européens et dans un nouveau modèle global moins coopératif cela demandera des efforts importants à chacun.



26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

Le rapport publié par Mario Draghi en septembre dernier faisait état d'un retard marqué de l'Europe face aux Etats-Unis dans l'évolution des revenus par habitant.

En décomposant le PIB par habitant, on pointe les raisons de ce retard. Il n'est pas franchement sur le marché du travail, il l'est bien davantage sur la productivité. Cela ne diverge pas avec les conclusions de l'ancien banquier central, les européens doivent retrouver une capacité à innover pour améliorer leur croissance potentiel dans la durée.

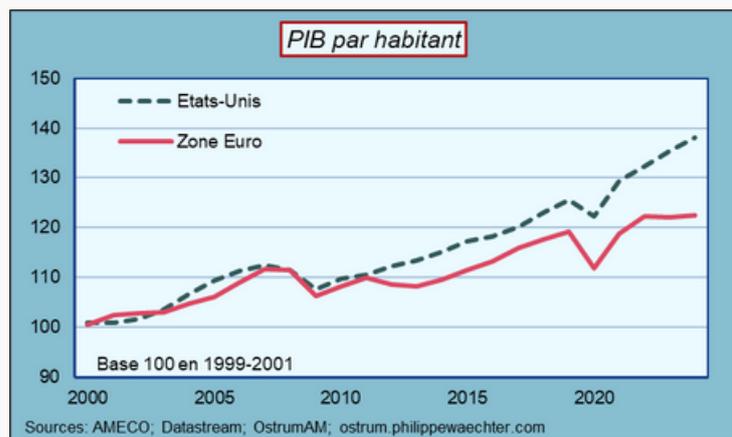
Le point de départ est le profil comparé du revenu par habitant qui définit une mesure de l'évolution de la richesse dans le temps, ici sur la période 2000-2024.

Observons d'abord la rupture provoquée par la grande récession de 2008/2009. Alors que les courbes étaient confondues jusqu'alors, une divergence se constate. Elle s'accroît après la crise sanitaire du Covid.

L'économie européenne pénalisée par sa longue récession de 2011/2012 (6 trimestres) n'a pas retrouvé une forte capacité à rebondir après la grande récession.

A l'époque, l'Allemagne, grande prêtresse de la rigueur budgétaire, cherche des débouchés en dehors de l'Europe. Ses nouvelles sources d'impulsion se trouveront alors en Asie et en Chine plus précisément. Ce changement de stratégie a pénalisé la dynamique intra-européenne.

Après la pandémie, les profils américain et européen divergent, interrogeant la gestion de la crise sanitaire. L'Europe a été protégée mais dans l'incapacité de repartir vraiment. Mais cela n'est pas l'unique explication. J'y reviendrai.



La décomposition du PIB par tête

Le PIB par tête, PIB divisée par la population, peut se décomposer en trois éléments:

- > Le PIB par heure travaillée, la productivité,
- > Le nombre d'heures travaillées par emploi
- > Le nombre d'emplois divisée par la population.

En prenant chacune de ses composantes, on peut ainsi distinguer les sources de divergence entre les deux économies.

La **productivité** mesure l'efficacité du système productif et reflète la capacité à investir et à innover d'une économie.

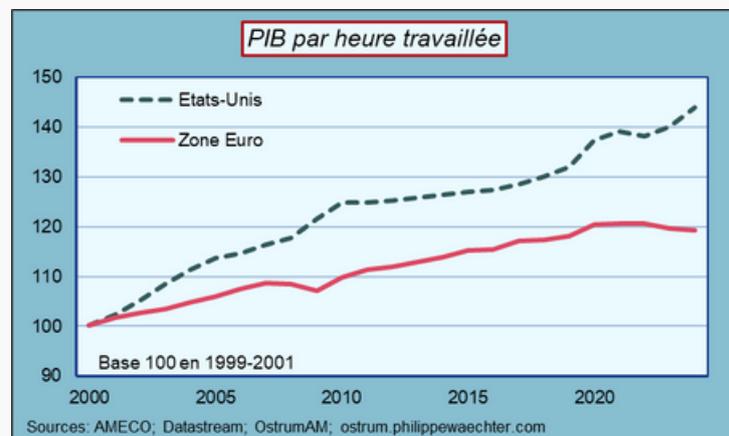
C'est la capacité à faire que 2+2 fasse un peu plus que 4.

On constate ici une divergence majeure entre les deux économies.

La courbe américaine est quasiment une droite avec une pente bien supérieure à celle de la zone Euro.

En outre, la période de la pandémie a un effet dramatique pour la zone Euro, la productivité cesse de progresser alors qu'elle rebondit fortement outre-Atlantique.

C'est très nettement à l'avantage des Etats-Unis. C'est une composante majeure pour disposer de degrés de liberté et un préalable soit pour distribuer des revenus supplémentaires soit pour réduire le temps de travail.





26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

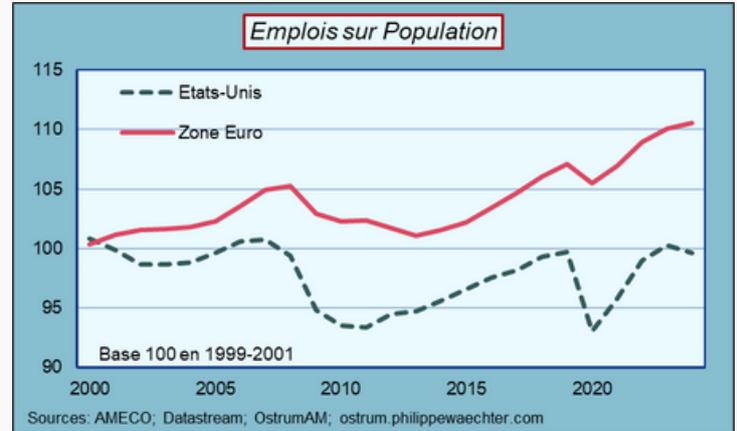
La deuxième composante est le nombre d'**heures travaillées**. De ce point de vue, la situation est neutre lorsque l'on compare les deux économies car, en 2024, l'écart par rapport au début de période est limité.

Néanmoins, les profils diffèrent.

La tendance est toujours à la baisse en zone Euro. La période de rupture du Covid a été compensée rapidement mais sans rompre avec l'allure antérieure. Comme sur la productivité, on perçoit une forme d'incapacité à rebondir après un choc, aussi violent soit il.

Dans le même temps, la période de repli des heures travaillées n'a fonctionné aux USA que jusqu'à la grande récession. Depuis la tendance est légèrement haussière.

En dépit de chiffres proches en 2024, on perçoit à la lecture de ces tendances que l'approche n'est pas la même des deux côtés de l'Atlantique. Le nombre d'heures travaillées n'est plus perçu aux US comme une variable d'ajustement à la baisse.



En synthèse

La divergence quant à l'allure du revenu par tête résulte principalement de l'écart sur la productivité. Elle est restée sur une tendance forte aux Etats-Unis et avec des fluctuations réduites. En Europe sa pente était plus réduite depuis le début et s'est infléchie lors de la pandémie.

Le comportement sur le marché du travail permet de l'année 2000 à la grande récession d'avoir des profils de PIB par tête similaires. Les heures de travail diminuent plus vite aux USA et l'emploi augmente un peu plus rapidement en Europe.

Cette dynamique de l'emploi et des heures travaillées ne passera pas la grande récession, accentuant alors la divergence observée sur le revenu par tête.

Cette faiblesse de la zone Euro sur la productivité reflète un investissement moindre et un secteur de la tech beaucoup moins performant et dont la diffusion des capacités est moins bien distribuée dans le reste de l'économie.

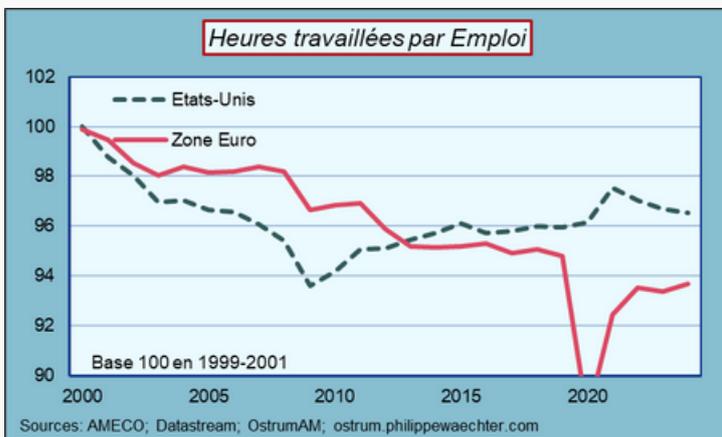
* * *

Appendice

La logique de la décomposition présentée dans ce document est la suivante. On part du PIB par habitant que l'on va décomposer en PIB par heure de travail, en heures travaillées par emploi et en emplois dans la population.

La décomposition est la suivante

$$\text{PIB/Pop} = \text{PIB/Heures} * \text{Heures/Emplois} * \text{Emplois/Pop}$$



La troisième composante est le **taux d'emploi** mesuré par le rapport entre le nombre d'emplois et la population totale.

Le taux d'emploi est divergent entre les deux rives de l'Atlantique.

On retrouve la hausse de l'emploi en zone Euro notamment après la pandémie alors que le taux d'emploi était relativement stable depuis la grande récession.

Aux Etats-Unis, le taux d'emploi a chuté lors de la crise de 2008/2009 et le rebond s'est enrayé lors de la pandémie. C'est sur cet indicateur que la persistance du choc de cette crise des subprimes apparaît le plus clairement.



26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

La question de la croissance potentielle

La hausse de la croissance potentielle est l'élément clé dans cette période de redéfinition des équilibres globaux. Elle permet de gagner en autonomie de l'activité. Elle se nourrit des 3 éléments mis en avant dans le paragraphe précédent. Mais les gains de productivité sont les plus discriminants pour alimenter le revenu par habitant.

Cette capacité à avoir d'importants gains de productivité traduit une plus grande facilité à générer des innovations. C'est l'aspect majeur au moment où la concurrence technologique s'accroît alors que les comportements non-coopératifs et de tensions s'accroissent entre les principaux pays innovants. Le partage et les transferts de technologie sont essentiels pour comprendre la longue période de globalisation allant jusqu'à la grande récession et prolongée jusqu'à la pandémie. L'arrêt de cette coopération met les Européens dans une situation de fragilité par manque de capacité à innover.

Le rapport Draghi a évoqué très longuement cette question. Il faut donc inverser la tendance mais, avant cela, comprendre les raisons du retard européen. Il ne suffit pas de mettre des moyens, il faut aussi modifier en profondeur les facteurs qui ont provoqué ce retard. C'est peut être la dimension la plus complexe.

Cette habileté à innover sera d'autant plus importante que les Européens relancent leurs dépenses militaires avec la volonté de se fournir auprès d'entreprises européennes. C'est d'ailleurs une situation qui ne peut qu'être favorable. On se souvient du rôle des dépenses militaires aux Etats-Unis dans la capacité par les entreprises américaines à repousser les limites de la technologie; internet et le téléphone portable sont nés de ces fonds publics.

L'enjeu de l'innovation ne se trouve pas que dans la dynamique du revenu par tête mais dans le talent à se créer de l'autonomie vis à vis des pays concurrents tout en établissant les conditions pour remilitariser efficacement l'Europe.

Comprendre l'allure de la productivité en Europe

La compréhension de la moindre productivité ne se fait qu'en comparaison avec les Etats-Unis.

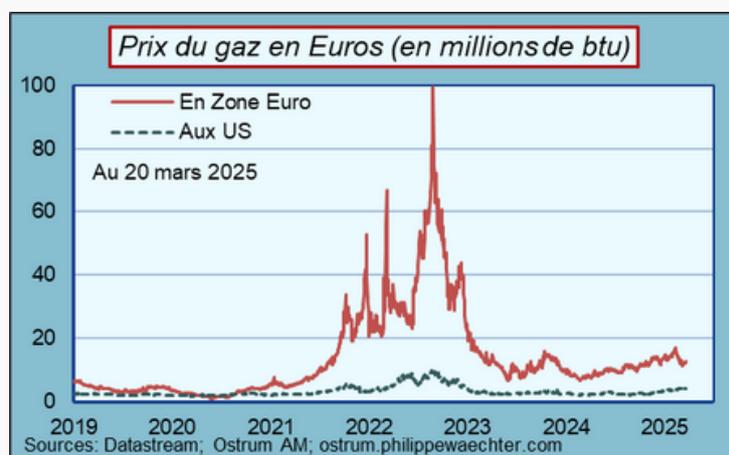
De 2000 à 2024, il faut distinguer deux périodes. La première va jusqu'à la pandémie alors que la seconde court après la crise sanitaire.

La période après la crise sanitaire

L'explication double et porte sur la rupture des chaînes de valeur avec les pénuries associées et sur la très forte hausse et la grande volatilité des prix de l'énergie après l'invasion de l'Ukraine.

Si les pénuries ont pénalisé toutes les entreprises, y compris américaines, le choc du prix de l'énergie est spécifique à l'Europe.

Les prix de l'énergie n'ont pas eu du tout la même allure des deux côtés de l'Atlantique. Le prix du gaz en témoigne.



Néanmoins ces chocs semblent avoir été considérés comme transitoire par les entreprises. Les pénuries allaient se résorber et la spécificité européenne sur les prix de l'énergie ne pouvait pas s'inscrire dans le temps.

Les entreprises ont alors pu avoir la tentation de faire de la rétention d'emplois pour ne pas être pénalisées par des coûts importants de licenciements puis de recherche.



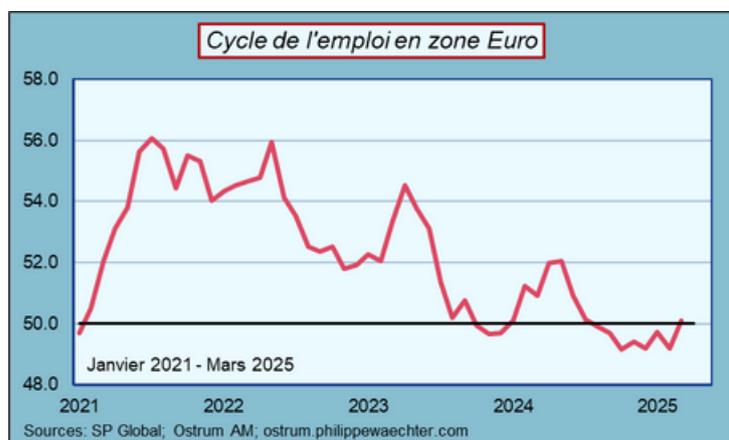
26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

De la sorte, l'emploi est resté dynamique alors que la production était pénalisée par les coûts d'ajustement associés aux chocs.

On peut avoir là une explication sur l'inflexion de la productivité dans la période suivant la pandémie et la guerre en Ukraine. La normalisation pourrait aussi venir d'une réduction de l'emploi de la part des entreprises puisque la reprise, tant attendue, n'a pas l'ampleur espérée, celle qui avait incité à conserver et accroître l'emploi.



Sur la période 2000- 2019

Sur plus long terme durant la période avant la pandémie, l'analyse montre un manque d'investissement dans les technologies les plus avancées et génératrices des plus forts gains de productivité.

On voit aussi les entreprises européennes se spécialiser plutôt sur la tech moyenne plutôt que sur le high tech, celle qui définit les normes qui s'appliqueront à l'ensemble du progrès technique.

Le rapport Letta, en septembre dernier, faisait référence à la fragmentation du marché européens pour expliquer l'absence d'effet d'échelle puisque les entreprises sont confrontées à un champs national plus qu'europpéen. Cela se traduit par l'absence de champions européens contrairement à ce qui peut être constaté aux Etats-Unis ou en Chine. La taille du marché est importante pour faire jouer les effets d'échelle et la profitabilité qui y est associée. La concurrence y est aussi plus large obligeant les entreprises de pointe à être innovantes pour maintenir leur position. Une telle exigence n'est pas aussi forte en Europe.

La concurrence moins forte a ainsi permis à des entreprises de maintenir des positions sans avoir à investir dans les technologies les plus avancées dans le but de maintenir un avantage comparatif.

Parmi les explications pertinentes, il y a les conditions de travail plus avantageuses aux Etats-Unis. Cela s'est traduit par une attraction des chercheurs européens vers les centres de recherche privés et publics américains.

Dans un document de travail récent du FMI, il est indiqué que les investissements en R&D des entreprises technologiques cotés en Europe représentaient, en 2023, 3 à 4% du chiffre d'affaires contre 12% aux USA. La contrepartie, pour ces mêmes entreprises est une productivité qui a augmenté, depuis 1995, de 20% aux USA alors qu'elle a été stagnante en Europe.

Les raisons invoquées, par le FMI, pour expliquer cet écart spectaculaire reprennent les arguments évoqués.

Un marché fragmenté qui limite la capacité à créer des champions européens capable de bénéficier des effets d'échelle qui ont fait la force des entreprises à réseaux américaine et chinoise.

Le FMI considère que cette hétérogénéité européenne, cette impossibilité de s'installer là où cela serait souhaitable et efficace, est équivalente à une forme de droits de douane pénalisants pour les entreprises et les consommateurs.

La deuxième explication est l'incapacité à retenir les talents. La troisième explication avancée par le FMI est celle du financement des opérations risquées, plus simples à mettre en œuvre aux Etats-Unis qu'en Europe.

Synthèse

L'enjeu pour l'Europe est donc de disposer d'un marché intérieur plus large pour rendre plus efficace la concurrence et en conséquence l'allocation des ressources vers les technologies les plus avancées.

C'est aussi une énergie qui coûte cher pour rester concurrentiels.

C'est enfin une capacité à attirer les talents et à les retenir.



26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

La dynamique de la population

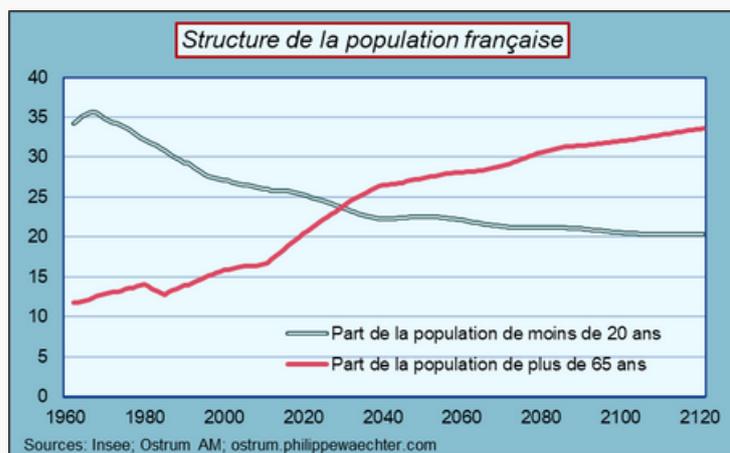
La question de l'emploi et de la population est la deuxième partie de notre équation.

Durant les trente glorieuses, la population était jeune et s'inscrivait rapidement dans le processus productif. Dans le même temps, le temps de la retraite était plus réduit. En conséquence, la seule interrogation était la vitesse à laquelle la population allait croître.

Cette problématique a changé. Les progrès considérables sur la santé ont permis à la population de vieillir davantage augmentant ainsi fortement l'espérance de vie. Dans le même temps, la natalité a ralenti. De la sorte, la hiérarchie des classes d'âge a évolué.

Les pays européens sont tous confrontés à ce dilemme. Ainsi en France, l'âge médian de la population passe-t-il de 32 ans au début des années 1960 à 47 ans en 2070.

Une illustration de ce changement d'équilibre se trouve dans le dernier rapport de la Cour des Comptes sur la jeunesse. Dans le premier chapitre de présentation montrant le poids et l'importance de celle-ci, le rapport indique que pour la première fois dans l'histoire de la démographie française, le nombre de personnes de plus de 65 ans va dépasser le nombre de personnes de moins de 20 ans en 2030.



La question démographique n'est pas spécifique à la France en zone Euro. En Allemagne, en Italie et en Espagne le processus de vieillissement est plus avancé avec un basculement de la population entre 2025 et 2030 selon les projections faites par les Nations Unis. Comme le suggère Maxime Sbaihi, on risque de manquer de travailleurs avant de manquer de travail.

Ce qui importe dans la recherche des ingrédients permettant de doper la croissance potentielle est l'impact que peuvent avoir les facteurs démographiques.

Dans un article récent, trois économistes américains ont tenté d'apprécier l'impact du vieillissement de la population sur la croissance du PIB par tête pour les 4 grands pays européens que sont l'Allemagne, la France, l'Italie et la Grande Bretagne.

Le modèle est calé sur des données historiques et des projections démographiques faites par les Nations Unis.

Un premier constat est que durant la phase de hausse de l'espérance de vie, les Européens ont eu tendance à inscrire ce supplément de temps à vivre en retraite et non en travail. De la sorte, le vieillissement rapide de la population a déjà eu un impact négatif sur la croissance durant la période 1995-2015.

Dans les projections faites pour la période 2020-2040, l'impact des seules mesures démographiques est un frein à la croissance du PIB par tête de 0.35% à 1% par an selon les pays. C'est considérable.

Cela veut dire que dans la quête d'une hausse de la croissance potentielle pour soutenir la trajectoire du revenu par tête alors il faudra compenser ce frein par des investissements supplémentaires ou par un changement de repère dans les règles de fonctionnement des retraites.

Autrement dit, spontanément, les facteurs démographiques avec une population active qui ralentit, vont peser sur la capacité à produire et à engendrer des revenus.

La part toujours plus grande des plus de 65 ans pose la question de qui paiera leur pension. On retombe dans le triangle habituel sur les retraites pour lesquels il n'y a que trois paramètres: le montant des pensions versées, l'âge de départ à la retraite et le taux de prélèvement sur les actifs.

Il faut trouver le bon mélange entre ces trois paramètres. Mais comme il faut que la population active produise davantage, il n'est pas ingénieux d'accroître les prélèvements. Cela veut dire que les solutions passent par une hausse de l'âge du départ à la retraite et/ou par une baisse des pensions.



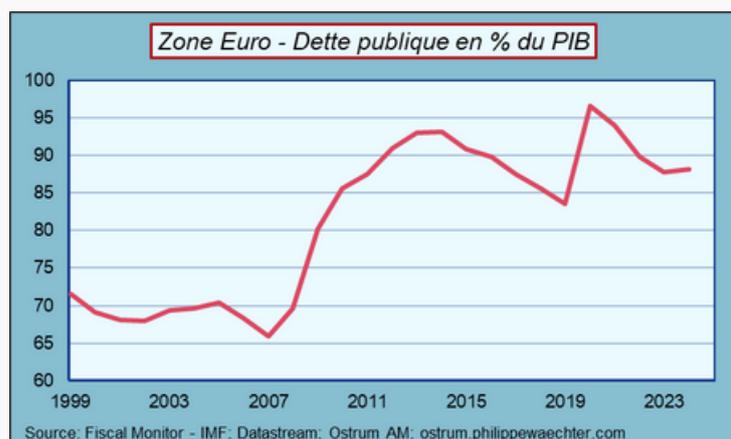
26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

Le financement et la dynamique de la population

La question du financement est forcément posée puisque les économies sont déjà fortement endettées ou vont le devenir dans le cas allemand.



Ce sera l'heure des choix.

La première possibilité est la mise en place de l'Union des Marchés de Capitaux. Son objectif est de capter l'épargne qu'il y a aujourd'hui en excès de l'investissement et qui a tendance à se localiser aux Etats-Unis. Il faut donc unifier les marchés de capitaux et disposer de produits attractifs pour l'équivalent de 3% du PIB de la zone Euro correspondant à l'excédent de balance courante.

Le problème est que même si elle est ravivée, l'UMC est une sorte de serpent de mer qui refait surface régulièrement sans pour autant être mise en œuvre. On pourra arguer qu'il n'y avait pas de raison existentielle à l'installer même dans un passé récent. Le cadre géopolitique a été bouleversé et cela pourrait accélérer sa création. Ce serait un élément clé car l'épargne en excès ne s'échapperait pas du système et l'Europe gagnerait en efficacité.

Le deuxième point est que l'Europe doit à la fois s'interroger sur le financement des mesures de productivité associées au rattrapage technologique mais aussi aux nouvelles mesures sur la défense. Même s'il y a des recoupements, les deux types de dépenses ne sont pas similaires.

Si l'objectif est de se transformer l'Europe sur les plans économique et militaire alors il faudra revoir en profondeur les structures actuelles de financement puisque les nouvelles dépenses seront inscrites dans la durée.

Cela pose des questions d'arbitrage dans le temps de l'ensemble des dépenses.

La grande difficulté est qu'en raison de la configuration géopolitique, l'Europe doit à la fois trouver les moyens d'une croissance forte et autonome tout en bouleversant sa structure de dépenses publiques pour prendre en compte les objectifs de la transformation. En outre, un peu absent du débat, le changement climatique et le rapide vieillissement de la population en Europe vont se traduire par de nouvelles formes de dépenses.

Il faut donc poser la question de la hiérarchie des objectifs. Le modèle européen s'est développé en mettant en avant le modèle social. Dans les pays les plus endettés dont la France, ce modèle social a largement été financé par l'émission de dette publique. Le modèle social a un équilibre plus élevé que ce que peut générer l'économie.

Autrement dit, il faut faire des choix politiques forts.

Le rattrapage prôné par Mario Draghi engendrera à terme de la croissance des revenus mais il faut changer les modes de fonctionnement actuel pour cela.

Remilitariser l'Europe apparaît comme un facteur majeur de la sécurité et de l'autonomie du vieux continent.

Décarboner l'économie est une nécessité absolue pour limiter le choc du dépassement de l'objectif de l'accord de Paris.

Le vieillissement de la population engendre à la fois une perte de productivité de l'économie, des coûts de pension plus élevés et des besoins de financement plus importants.

Cette nouvelle hiérarchie doit s'opérer en limitant le recours à la dette, notamment pour les pays les plus endettés.

Les choix doivent permettre à la fois de revitaliser la croissance et la génération de revenus, de remilitariser pour gagner en autonomie et de décarboner pour définir un cadre viable dans la durée. C'est un terrible défi pour l'Europe.



26 mars 2025

Turbulences Macroéconomiques #30

Zone Euro - A la recherche de la croissance potentielle

Références citées

- **Enrico Letta - Much more than a market:**
<https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- **Martin Larch** : "High government debt in the EU or the end of 'enjoy now, pay later'" Vox EU - 24 Septembre 2024
<https://cepr.org/voxeu/columns/high-government-debt-eu-or-end-enjoy-now-pay-later>
- 1.
- **Maxime Sbaihi**: "On va manquer de travailleurs avant de manquer de travail"
<https://www.philonomist.com/fr/entretien/va-manquer-de-travailleurs-avant-de-manquer-de-travail>
- **Oyun-Erdene Adilbish, Diego A. Cerdeiro, Romain Duval, Gee Hee Hong, Luca Mazzone, Lorenzo Rotunno, Hasan Toprak, Maryam Vaziri**: "Productivity weakness: Firm-level roots and remedies" Vox EU 24 février 2025
<https://cepr.org/voxeu/columns/europes-productivity-weakness-firm-level-roots-and-remedies>
- **Thomas Cooley, Espen Henriksen, Charlie Nusbaum**: "Demographic change: Individual blessing, but headwinds for European growth" VoxEU 10 septembre 2024
<https://cepr.org/voxeu/columns/demographic-change-individual-blessing-headwinds-european-growth>
- **The Draghi report on EU competitiveness:**
https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en



Mentions légales Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.