

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</i>	2
<i>Pour un changement rapide de trajectoire !</i>	2
<i>HORIZON FRANCE</i>	3
<i>Un vent d'optimisme pour la croissance française</i>	3
<i>La France désagréée ?</i>	5
<i>HORIZON EXTÉRIEUR</i>	8
<i>L'Allemagne finira-t-elle par payer ?</i>	8
<i>L'impôt mondial sur les bénéficiaires, des gagnants et des perdants</i>	9
<i>HORIZON FINANCE</i>	12
<i>La bataille de l'épargne ne fait que commencer</i>	12
<i>L'investissement, l'investissement encore l'investissement</i>	13
<i>TOUR D'HORIZON</i>	15
<i>la transition énergétique, l'économie sous pression</i>	15
<i>POINTS DE REPÈRE</i>	19
<i>Plus de 1200 milliards d'euros de dettes pour les entreprises françaises</i>	19
<i>Quand le renouvellement des générations s'éloigne</i>	20
<i>Les statistiques économiques</i>	23

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



POUR UN CHANGEMENT RAPIDE DE TRAJECTOIRE !

Avant la crise sanitaire, la France accumulait les problèmes. La désindustrialisation, le désenchantement des classes moyennes et la montée de la précarité mettaient sous pression la population. La crise des « gilets jaunes » par sa soudaineté et sa violence a créé un choc mais n'a pas débouché sur un changement de cap. Les pouvoirs publics semblaient de plus en plus désespérés et sans illusion face à l'action des forces économiques dont l'origine dépasse le cadre français. L'épidémie n'a pas effacé ces problèmes ; elle les a accentués. Malgré les retards, les tergiversations, l'État a, au prix d'un interventionnisme sans précédent en période de paix, compensé les effets de la crise pour un grand nombre de Français. Le « quoi qu'il en coûte » a évité de nombreux drames mais ne nous leurrera pas, il nous faudra bien, un jour ou l'autre, payer la note. Ni la Banque Centrale Européenne, ni l'Allemagne, ni les Pays-Bas nous sortiront de l'ornière dans laquelle nous nous sommes glissés. La France vit au-dessus de ses moyens depuis une quarantaine d'années. Nous différons l'assainissement des comptes publics d'élection en election. Au nom de l'intérêt électoral, aucune majorité n'a le courage de prendre réellement des mesures de réduction des déficits ; pour

autant, à l'exception de 2007, aucune majorité ne survit à elle-même depuis 1981. La seule solution dont use et abuse le pouvoir, quel que soit sa tendance, est l'augmentation des prélèvements obligatoires, une augmentation qui, dans les faits, n'améliore pas le solde public mais permet une progression des dépenses. Cette fuite en avant place la France en tête des pays occidentaux, aussi bien pour les dépenses publiques que pour les impôts. Nous n'en finissons pas de creuser notre propre tombe. La hausse des contributions altère notre compétitivité, ce qui amène des destructions d'emplois obligeant les pouvoirs publics à augmenter les prestations sociales. Cette politique est sans-issue car un jour ou l'autre la banqueroute nous menacera. Ce jour, nul ne peut encore prédire quand il interviendra. Cependant, l'histoire nous enseigne que les investisseurs ne font pas indéfiniment confiance à un pays dont le moteur économique s'étirole et dont les capacités de rebond s'effritent sous le poids des divisions. Avant qu'il ne soit trop tard, la France aurait tout intérêt de changer de trajectoire.

Opter pour l'innovation, la recherche, l'offre est une ardente obligation tout comme une réduction des étages administratifs et une remise en cause des systèmes automatiques de distribution des crédits... Le retour à un État efficient, plus tocquevillien et moins colbertiste.

*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

UN VENT D'OPTIMISME POUR LA CROISSANCE FRANÇAISE

Selon la Banque de France, en 2021, le PIB de la France progresserait de 5,75 % en moyenne annuelle, soit plus d'un point au-dessus de la moyenne de la zone euro après avoir reculé plus fortement que dans les autres États membres en 2020. La croissance du PIB s'établirait ensuite à 4 % en 2022, puis à 2 % en 2023. La croissance potentielle retrouverait donc en 2023 le même rythme que ce que l'on estimait à cet horizon avant la crise sanitaire. L'activité économique commencerait à dépasser son niveau pré-Covid à compter du premier trimestre 2022, soit un trimestre plus tôt que dans la projection de mars de la banque centrale.

Une demande intérieure dynamique

En 2021 et 2022, la croissance du PIB serait portée par la demande intérieure. Le pouvoir d'achat des ménages qui n'a pas baissé l'année dernière, serait orienté à la hausse en 2021 et 2022. La bonne tenue du revenu des ménages permettrait un rebond rapide de leurs dépenses dès le second semestre 2021. Ils rattraperaient ainsi une partie de leur sous-consommation de 2020 et 2021. Les ménages pourront puiser dans leur surplus d'épargne accumulé durant la crise sanitaire. L'investissement serait également en nette hausse jusqu'en 2022. Pour les entreprises, leur taux de marge reviendrait dès 2021 au niveau pré-Covid, et leur taux d'investissement, après avoir bien résisté à la récession de 2020, se situerait à un niveau historiquement élevé.

La France pénalisée à l'extérieur par sa spécialisation dans l'aviation

La demande mondiale adressée à la France bénéficierait de la vigueur de la reprise à l'échelle mondiale. Les performances à l'exportation de la France, mesurées par le rapport des exportations à la demande qui est adressée par nos partenaires, resteraient néanmoins à un niveau inférieur à celui de 2019, en particulier du fait d'une situation encore dégradée dans les secteurs de l'aéronautique et des voyages d'affaires.

Un repli attendu mais mesuré de l'épargne

Le taux d'épargne des ménages baisserait de 22 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2021 à 17 % au dernier trimestre de l'année. Après avoir atteint 115 milliards d'euros fin 2020, le surplus d'épargne financière augmenterait à un rythme plus modéré en 2021, grâce au repli du taux d'épargne financière des ménages. Il atteindrait néanmoins 180 milliards fin 2021. La Banque de France s'attend à une baisse plus importante de l'épargne financière en 2022 et 2023 pour revenir en-dessous de son niveau d'avant crise sanitaire (15 %), avec une révision à la baisse par rapport aux prévisions de mars dernier, ce qui permettrait aux ménages de dépenser environ 20 % du surplus accumulé à fin 2021. L'essentiel du surplus d'épargne financière serait lié à la sous-consommation en 2020 et 2021 (à hauteur d'environ 90 %), le sous-investissement en 2020 représentant environ 10 % de l'épargne financière supplémentaire. L'épargne

covid-19 étant concentrée sur les ménages les plus aisés, leur propension à consommer est plutôt faible mais en revanche ils sont davantage susceptibles de réaliser des dépenses d'investissement. La Banque de France a étudié la possibilité d'une utilisation plus importante du surplus d'épargne financière des ménages, de l'ordre de 40 % au lieu de 20 %. Cela conduirait, selon elle, à accroissement du PIB de 2021 à 2023 d'environ 0,3 %. Par rapport à la situation qui prévalait avant la crise, les ménages conserveraient une enveloppe supplémentaire d'épargne de 120 à 140 milliards d'euros. Depuis une vingtaine d'années, à l'occasion de chaque crise, les ménages ont toujours conservé une partie de l'épargne accumulée augmentant d'autant leur patrimoine. Le maintien d'une encaisse plus importante est lié à la crainte de la survenue d'une nouvelle crise. Il s'explique également par le vieillissement de la population.

L'utilisation rapide du surplus d'épargne n'est pas sans limite au niveau de l'offre. Des ruptures de produits se font déjà jour. Ce phénomène est accentué par le fait que l'ensemble des pays sont en phase de redémarrage. Par ailleurs, au niveau de l'investissement, les carnets de commande des professionnels du bâtiment sont pleins jusqu'en 2022.

La Banque de France ne croit pas au retour de l'inflation sur longue période

Pour l'inflation, la Banque de France prévoit un taux de 1,5 % en moyenne annuelle en 2021 avec cependant des mouvements infra-annuels marqués, évoluant en glissement annuel entre 0,8 % et 2,1 %. L'inflation sous-jacente devrait augmenter en raison de la

progression des prix des biens manufacturiers tout en restant inférieure au seuil des 2 %. En 2023, l'inflation est prévue à 1,2 % en 2023. Tout en reconnaissant une possible révision à la hausse de l'inflation, la Banque de France considère peu probable son emballement. Elle souligne qu'en dépit des difficultés rencontrées en matière d'approvisionnement dans certains secteurs, les prix des produits manufacturés sont stables, pour le moment, essentiellement en raison de prix en baisse dans le secteur de l'habillement-chaussures et des produits pharmaceutiques. Des hausses de prix plus importantes sont néanmoins constatées sur certains produits (comme l'électroménager ou les meubles). Elles seraient induites par des tensions sur les prix du transport de marchandises et de certains intrants (notamment les métaux, le bois, et les semi-conducteurs), mais elles restent plutôt modérées et localisées à ce stade.

Un marché du travail résilient

Le marché du travail devrait confirmer sa résilience, grâce, dans un premier temps, à l'ensemble des mesures d'urgence mises en place pour limiter les destructions d'emplois au cœur de la crise, puis, dans un second temps, à des créations nettes d'emplois assez significatives de 2021 à 2023. Compte tenu d'une rapide remontée de la population active qui rattraperait sa tendance de pré-crise, le taux de chômage atteindrait 9,3 % au cours du premier semestre 2022, avant de décroître pour revenir nettement en dessous de 9 % en 2023.

Des finances publiques dégradées

La Banque de France reprend les prévisions du ministère de l'Économie et des Finances pour le solde public qui se dégraderait à -9,4 % du PIB en 2021, contre -9,2 % en 2020. Le déficit demeurera élevé du fait de la montée en charge du plan de relance – dont les dépenses atteindraient près de 30 milliards d'euros en 2021 – et en raison de la prolongation des principales mesures d'urgence telles que le fonds de solidarité ou l'annulation des cotisations sociales pour les secteurs les plus touchés, le dispositif de chômage partiel et les dépenses de santé supplémentaires. La baisse des impôts de production prévue dans le cadre du plan de relance pour environ 10 milliards d'euros et les baisses de prélèvements obligatoires décidées avant la crise (notamment dégrèvement de la taxe d'habitation et baisse du taux d'impôt sur les sociétés) réduisent le montant des recettes. Si les mesures d'aide ne se pérennisent pas le déficit public pourrait redescendre à -4,5 % du PIB en 2023 d'autant plus que l'État bénéficiera des versements des fonds européens pour financer les dépenses du plan de relance. Le déficit restera malgré tout plus élevé qu'en

2019 où il s'établissait à -2,2 % du PIB hors effet du double compte du CICE. Les dépenses publiques (hors crédits d'impôt) devraient se maintenir à près de 55 % du PIB en 2023, contre 53,8 % avant la crise en 2019, tandis que les prélèvements obligatoires s'établiraient un peu au-dessus de 43,5 % du PIB, contre 44,7 % (hors effet du double compte du CICE) en 2019. Le ratio de la dette publique par rapport au PIB diminuerait temporairement en 2022 grâce notamment à une croissance du PIB toujours forte et au début de repli du déficit, mais il remonterait de nouveau en 2023 à plus de 115 % du PIB étant donné un déficit public plus important que le niveau requis pour stabiliser ce ratio.

Les prévisions économiques restent entachées de nombreuses incertitudes. Sur le plan sanitaire, les campagnes de vaccination sont censées empêcher le retour de l'épidémie à l'automne mais les variants demeurent une réelle menace. Par ailleurs, comme durant la période estivale de 2020, l'ampleur de la reprise peut surprendre. Celle-ci peut être néanmoins freinée par la multiplication des goulets d'étranglement (matières premières, biens intermédiaires, main d'œuvre).

LA FRANCE DESAGREGEE ?

Les élections régionales et départementales, au mois de juin 2021, ont été marquées par une abstention record. Si depuis une dizaine d'années, celle-ci est, d'élection en élection, en progression, elle a atteint en cette période de sortie de crise sanitaire un niveau inconnu. Les Français ont boudé les urnes pour de multiples raisons. La campagne électorale a été entravée par le confinement. Ils souhaitent davantage profiter du congé de fin de semaine que de passer dans l'isolement.

Les jeunes se sont massivement abstenus. Ce phénomène est à relativiser car désormais ils sont automatiquement inscrits sur les listes électorales quand auparavant ils devaient réaliser les démarches nécessaires. Cette inscription automatique renforce le poids de l'abstention. Cette dernière a été forte dans les quartiers populaires ; les Français y résidant n'attendent plus rien des élus. Il y a un fatalisme et un sentiment d'abandon. La montée de

l'abstention conforte les analyses de Jérôme Fourquet ou de Christophe Guilly. Avec la crise sanitaire qui a provoqué trois confinements, la cohésion de la communauté nationale a été mise à dure épreuve. Certains liens se sont distendus du fait d'une mobilité restreinte. La cohabitation forcée au sein de logements parfois de taille réduite a pu être une source de tensions au sein des familles. Le rapport à la communauté a évolué au fil des mois. Lors du premier confinement, selon le Crédoc, la proportion de Français déclarant accorder une place importante à la cohésion sociale dans leur vie avait augmenté de 12 points par rapport à son niveau d'avant crise pour atteindre 31 %. Elle a baissé, depuis, à 24 %. Les élans de solidarité en faveur des personnels soignants ont disparu dès la fin du premier confinement.

Le jugement des Français sur la crise sanitaire est plus mesuré que ce qui transparaît dans les médias et en particulier sur les chaînes d'information en continue. Au-delà des polémiques sur les masques, les lits de réanimation ou les vaccins, 57 % des Français estiment, selon le Crédoc, que la propagation du virus est principalement liée aux comportements individuels. La gestion par les autorités se place loin derrière (30 %) et la virulence du virus encore plus loin (13 %). Les Français jugent les recommandations des pouvoirs publics justifiées. 84 % d'entre eux déclarent qu'ils portent systématiquement un masque en public. 77 % ont décidé de ne plus serrer la main ou d'embrasser. 69 % affirment éviter les rassemblements festifs (enquête Santé publique France).

À première vue, les Français se sont éloignés du monde professionnel avec la crise sanitaire. Le télétravail, le

chômage partiel, les fermetures administratives des activités ont contraint de nombreux actifs à rester de longs mois chez eux. Pourtant, selon une étude du Crédoc, l'attachement à sa communauté professionnelle a augmenté de plus de 5 points depuis le début de la crise. La crainte de la perte de son emploi et le manque de contacts peuvent expliquer cette évolution. A contrario, l'appartenance à une communauté locale ou de quartier est en baisse. Il en est de même pour le sentiment d'appartenance à une communauté liée aux opinions ou engagements politiques.

L'épidémie a renforcé l'isolement tant chez les seniors qui ont été invités à rester chez eux ou bloqués dans les EHPAD, que chez les jeunes. Ces derniers, occupants généralement des logements plus petits sont par ailleurs davantage susceptibles de vivre seuls (c'est le cas de 20 % des jeunes). Les jeunes ont été davantage touchés par le repli économique (arrêt des contrats courts et à temps partiel). Selon l'étude sur la santé mentale de Santé publique France (CoviPrev), 31,5 % des jeunes souffrent de syndromes dépressifs en février 2021 contre 12 % en juin-juillet 2020. Durant cette crise, certains experts ont avancé l'imminence d'une guerre des générations. Or, 70 % des Français estiment que les générations sont traitées de manière égalitaire. Certes, par rapport à la situation qui prévalait avant la crise, il y a un peu plus de Français à penser que les pouvoirs publics ménagent un peu trop les jeunes (+6 point). Ces derniers ont été accusés de ne pas respecter les règles de distanciation sociale en participant à des fêtes ou rassemblements spontanés. Sur le comportement individuel, un écart existe entre les jeunes et les seniors. Ainsi, 67 % des plus de 70 ans considèrent que le

manque de civisme de la population contribue à la propagation du virus quand ce taux n'est que de 51 % chez les moins de 25 ans. Un quart de ces derniers affirme, selon l'enquête précitée du Crédoc, être une génération sacrifiée. Ils estiment avoir consenti à des efforts importants en ayant mis en suspens leurs études pour limiter la diffusion du virus qui touche essentiellement les aînés. Ils ont dû accepter des pertes de revenus importantes et durant de nombreux mois se priver de loisirs. Ils considèrent que c'est à eux qu'il reviendra, par ailleurs, rembourser « le quoi qu'il en coûte ». Ils imputent, enfin, la responsabilité du réchauffement climatique aux générations précédentes en soulignant qu'ils en seront les premières victimes. Au sein d'une minorité de jeunes, autour de 20 %, la volonté d'un changement radical sur le plan politique et social est avancée. Ils souhaitent l'arrivée au pouvoir de personnes jeunes qui ne sont pas liées aux erreurs écologiques du passé.

La sensibilité des Français vis-à-vis de la violence a augmenté. Si la criminalité en dehors du domicile a fortement diminué (-24 % pour vols sans violence

contre les personnes, -20 % cambriolages, et -13 % pour les vols de véhicules), le ressenti est tout autre. La médiatisation des actes violents donne lieu à des réactions vives de l'opinion. Les confinements qui ont abouti à une mise à l'écart de la vie publique semblent avoir exacerbé l'inquiétude des Français à l'égard de la violence et la sécurité. Le Crédoc souligne que les personnes dont la vie a été moins touchée par les confinements sont moins inquiètes. Il n'en demeure pas moins que pour 42 % des Français la première préoccupation est la sécurité. Suivent, loin derrière, l'environnement, l'immigration, la pauvreté en France, la santé et le chômage.

La crise sanitaire complique l'altérité qui était déjà conflictuelle en France. La succession de crises, d'attentats, les « gilets jaunes » et le débat agité autour de la réforme des retraites notamment, avaient fissuré la cohésion nationale. Les conditions de sortie de crise influenceront, dans les prochains mois, sur l'état d'esprit de l'opinion. Si l'épidémie est réellement endiguée au courant de l'été et que le rebond économique est au rendez-vous, un vent d'euphorie pourrait s'installer favorisant un retissage des liens sociaux.

HORIZON EXTÉRIEUR

L'ALLEMAGNE FINIRA-T-ELLE PAR PAYER ?

Depuis la crise de 2008 et surtout depuis celle des dettes souveraines en 2012, l'Allemagne et les Pays-Bas ne souhaitent plus prêter leur excédent d'épargne aux autres pays de la zone euro. Ce recyclage avait permis la suppression des écarts de taux entre l'Europe du Nord et celle du Sud entre 1999 et 2008 et contribué à l'expansion de cette dernière durant cette période. La crise grecque a mis un terme à ce circuit de financement. En réalité, un autre type d'intermédiation de l'épargne des Allemands et des Hollandais a été mis en place, sans que ces derniers en soient conscients, afin de canaliser l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas vers les autres pays de la zone euro.

Depuis une vingtaine d'année, les Allemands et les Néerlandais dégagent d'importants excédents commerciaux, supérieurs à 5 % du PIB. Jusqu'au début des années 2010, une symétrie existait entre l'excédent extérieur de l'Allemagne et des Pays-Bas et le déficit extérieur des autres pays, le solde global de la zone euro étant à l'équilibre. Avec la succession des crises, les épargnants-investisseurs, en Allemagne et aux Pays-Bas, se sont inquiétés de l'accroissement de la dette interne et de la dette extérieure des autres pays de la zone euro. Les agents économiques allemands et hollandais affichent leur méfiance face à l'augmentation des prêts non performants détenus par les banques hors Allemagne et Pays Bas, ce qui explique le recul des créances bancaires transfrontalières dans la zone euro. De fait, les banques allemandes et hollandaises ne veulent

plus prêter aux autres banques de la zone euro. L'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas, a donc été prêté au Reste du Monde, hors zone euro, en particulier sous forme d'achats d'obligations aux États-Unis. La hausse de ces achats a été marquée à compter de 2010. L'encours de Treasuries américaines est passé de 400 à 1 200 milliards de dollars de 2010 à 2020.

Face à ce problème, le bouclage de l'épargne au niveau européen est assuré par la Banque Centrale qui joue un rôle d'intermédiaire. L'excès de liquidités des banques allemandes et néerlandaises est placé à la BCE qui, par l'intermédiaire de Target 2 (le système de paiement à règlement brut en temps réel (RBTR ou RTGS) en euro), le prête aux autres banques Centrales de la zone euro, ces dernières pouvant le prêter, à leur tour, à leurs banques domestiques. Si jusqu'en 2008 les positions des banques centrales des États membres au vu de Target 2 étaient similaires, une divergence s'est depuis opérée. La position des banques centrales allemandes et néerlandaises est excédentaire de plus de 1 000 milliards d'euros quand celle des autres banques centrales est déficitaire de 1 200 milliards d'euros.

Avec le plan de relance européen, « Next Generation », un fléchage de l'épargne du Nord vers le Sud de l'Europe sera opéré. Les 750 milliards d'euros empruntés au niveau communautaire financeront des subventions (390 milliards d'euros) et des prêts (360 milliards d'euros).

L'attribution des crédits ne sera pas réalisée au prorata des PIB mais en fonction des situations économiques et sociales des différents États membres. L'Espagne (69,5 milliards d'euros) et l'Italie (68,9 milliards d'euros) sont les grands bénéficiaires des subventions, bien plus que l'Allemagne (25,6 milliards d'euros) ou la France (39,4 milliards d'euros). L'Italie pourrait, de plus, recevoir plus de 120 milliards de prêts et l'Espagne près de 90 milliards d'euros. Le remboursement des crédits s'effectuera en fonction des PIB des États membres, ce qui aboutit à ce qu'une partie de l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas soit utilisée dans les pays périphériques de la zone euro. Ce processus correspond à une intermédiation de l'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas par la Commission Européenne. Dans le passé, ce rôle était dévolu à Banque Européenne d'Investissement (BEI) qui depuis 2010 émettait entre 50 et 70 milliards d'euros d'obligations par

an. Même si son concours est limité, la BEI a un mode d'intervention fédérale que le plan de relance amplifie.

Les institutions européennes contournent le refus des Allemands et des Néerlandais de prêter directement aux États périphérique. Tant que les gouvernements et les opinions de ces pays acceptent le financement de la BCE et celui via des emprunts communautaires, le risque de tensions financières au sien de la zone euro est écarté. À contrario, compte tenu des niveaux d'endettement dans le Sud, toute remise en cause de ces systèmes de recyclage de l'épargne pourrait aboutir à de forts écarts de taux débouchant sur une nouvelle crise des dettes souveraines. L'Allemagne et les Pays-Bas ayant besoin des pays du Sud pour exporter, le stratagème initié par les autorités de Bruxelles et de Frankfort peut perdurer sous réserve de ne pas trop indisposer l'opinion de ces deux pays.

L'IMPOT MONDIAL SUR LES BENEFICES, DES GAGNANTS ET DES PERDANTS

La mise en place d'un minimum d'imposition pour les bénéfices des sociétés multinationales n'a été rendue possible que par le changement de cap de la politique américaine. Au mois de février, la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, annonçait qu'il était temps de mettre fin au « nivellement par le bas » de l'impôt sur les sociétés. Les discussions qui étaient au point mort depuis deux ans au sein de l'OCDE ont alors repris. La discussion entre les membres du G7 a porté sur la question de réaffectation des droits d'imposition vers les pays où se déroule l'activité économique, plutôt que vers ceux où les entreprises choisissent de comptabiliser leurs bénéfices. Le sujet n'a donc pas été celui de la fixation d'un taux d'imposition global minimum. Ce

changement de l'enjeu de la discussion a permis aux négociateurs d'accepter l'idée d'un taux minimum d'au moins 15 % avec une redistribution des droits d'imposition afin de garantir une plus grande part des droits d'imposition aux pays où les entreprises réalisent une part de leurs bénéfices. Ils ont également souhaité ne pas centrer les débats sur la taxation des géants du numérique, ces derniers étant principalement américains. Les Européens ont par ailleurs promis de démanteler leurs taxes protectionnistes contre les entreprises du digital. L'accord intervenu au niveau du G7 devra être approuvé par le G20 qui comprend des pays comme la Chine, la Russie, l'Inde ou le Brésil pouvant avoir quelques réticences à accepter un

diktat occidental. Si au mois de juillet, le G20 validait cet accord, ce dernier pourrait s'imposer dans les faits à plus de 120 États.

Les gagnants de cet accord sont les grandes nations dans lesquelles les multinationales réalisent des chiffres d'affaires importants mais peu de bénéfices imposables, grâce à une optimisation fiscale. Les pays en développement dans lesquels les entreprises mondiales ont des usines devraient également en bénéficier, mais pas autant qu'ils le pensent. Les perdants les plus évidents seront les paradis fiscaux et les États ayant abaissé sciemment le taux de leur impôt sur les sociétés pour attirer des sièges sociaux plus ou moins réels comme l'Irlande ou le Luxembourg. Une étude de 2018 de l'OCDE concluait que 40 % des bénéfices à l'étranger réalisés par les multinationales étaient artificiellement transférés vers des pays à faible fiscalité.

Les États paradis fiscaux purs comme les Bermudes, les îles Vierges britanniques ou les îles Caïmans ont tout à perdre de ce changement de cap fiscal. Bien qu'ils ne gagnent rien en revenus de l'impôt sur les sociétés, ils dépendent, à des degrés divers, des honoraires des filiales de grandes entreprises et d'une industrie artisanale de comptables, d'avocats et d'autres prestataires de services aux entreprises qui se sont installés sur place pour pouvoir opérer les montages fiscaux. Les services aux entreprises et financiers représentaient plus de 60 % des recettes publiques des Îles Vierges en 2018. Dans le cadre des négociations internationales, les États paradis fiscaux ont peu de soutien, les gouvernements étant confrontés à des besoins de financement croissants et à

une exigence de transparence plus forte de la part des opinions publiques.

Les représentants des économies mieux intégrées comme l'Irlande, les Pays-Bas, le Luxembourg ou Chypre au sein de l'Union européenne et Singapour ou Hong Kong essaient de limiter l'ampleur de l'accord. Ils souhaitent notamment que le taux minimum soit le plus faible possible. Ces pays disposent de taux sur les bénéfices faibles doublés d'une législation autorisant leurs transferts vers des paradis fiscaux permettant in fine une absence quasi-totale de taxation. Le Luxembourg serait ainsi devenu, selon le FMI, une plaque tournante pour les investissements directs étrangers, plus de 10 % du total mondial y transiteraient. L'Irlande grâce à son taux de 12,5 % a connu une croissance de son PIB très rapide au point de figurer parmi les États de l'Union européenne où le PIB par habitant est le plus élevé. Au-delà des montages fiscaux, de nombreuses entreprises ont choisi Dublin pour s'installer. L'Irlande est ainsi une porte d'entrée pour de nombreuses multinationales dont Google. Ces implantations ont généré d'importants apports de richesses. L'impôt sur les sociétés représente 20 % des recettes fiscales du pays. Lors des discussions au sein du G7, les Irlandais ont fait pression sur les États-Unis pour qu'ils s'opposent à un transfert des droits d'imposition et à la fixation d'un taux supérieur à 12,5 %. L'Irlande estime que les petits États devraient être autorisés à utiliser la politique fiscale pour compenser les avantages d'échelle, de localisation et de ressources dont bénéficient les grands. Avec l'adoption de l'accord, le gouvernement irlandais a prévu une perte annuelle de recettes fiscales de 2 milliards d'euros, soit environ 2,4 %

des recettes publiques. Contre l'accord du G7, l'Irlande peut compter sur le soutien, en Europe, de la Hongrie dont le taux sur les bénéficiaires est de 9 %, Chypre et Malte. En dehors de l'Union européenne, Singapour et la Suisse ont également indiqué que le taux de 15 % était, à leurs yeux, trop élevé.

Dans cette affaire, le Luxembourg et les Pays-Bas préfèrent jouer profil bas. Ils ont mal vécu les accusations de paradis

fiscaux sorties dans la presse en 2014. Ils ont depuis durci leur législation et coopèrent avec les services fiscaux des pays de l'OCDE. Dans ce contexte, l'Irlande aura du mal à rejeter l'accord même si au sein de l'Union européenne les sujets fiscaux exigent l'unanimité sachant que, quoi qu'il arrive sur le Vieux Continent, les États-Unis pourront imposer ce nouveau cadre aux multinationales américaines fortement représentées en Irlande.



HORIZON FINANCE

LA BATAILLE DE L'ÉPARGNE NE FAIT QUE COMMENCER

Depuis une vingtaine d'années, le taux d'épargne progresse sans pour autant entraîner l'investissement dans son mouvement. Sa croissance a même tendance à s'éroder en lien avec l'affaiblissement des gains de productivité. L'épargne n'aurait pas été utilisée de manière efficiente.

Au niveau mondial, le taux d'épargne national est passé de 23 à 27 % du PIB de 1995 à 2019. En ce qui concerne la seule épargne privée, les chiffres respectifs sont de 26 et 30 %. L'année dernière, avec la crise sanitaire, le taux d'épargne privée a atteint des sommets historiques à plus de 36 % du PIB. Cette épargne abondante s'accompagne d'une progression des déficits publics. Toujours à l'échelle mondiale, ils sont passés de -3,5 à -6 % du PIB de 1995 à 2019. En 2020, ils ont dépassé 10 % du PIB.

En un quart de siècle, la croissance potentielle de l'économie mondiale a été divisée par deux (2 % en 2019, contre 4 % en 1995). Les gains de productivité ont décliné sur toute la période. En toute logique, l'augmentation de l'épargne amène automatiquement celle de l'investissement. Or, l'endettement accru des acteurs économiques ne s'est pas toujours traduit par une hausse du capital productif. Les États ont emprunté pour financer des dépenses de transferts. Certaines entreprises se sont endettées pour racheter leurs actions et non pour investir. Par ailleurs, l'augmentation de l'investissement brut constatée à l'échelle mondiale est insuffisante en raison d'une consommation de capital fixe qui s'est accélérée. L'obsolescence des

équipements, plus rapide, exige leur remplacement plus fréquent. La digitalisation explique cette évolution tout comme la transition énergétique qui contraint de mettre en rebus des investissements non amortis. Malgré une hausse du taux d'investissement, le stock net de capital n'augmenterait que faiblement, ce qui expliquerait en partie la diminution de la croissance de la productivité.

Les États-Unis captent une part non négligeable de l'épargne mondiale, notamment celle des pays émergents, du Japon et de la zone euro. Le déficit structurel de leur balance des paiements courants et la faiblesse relative de leur épargne expliquent l'impérative nécessité pour les États-Unis d'attirer des capitaux. Cette orientation n'est pas optimale car elle bénéficie au pays qui a déjà l'un des taux de productivité les plus élevés. Elle ne permet pas aux autres pays de compenser leur retard.

Le faible prix de l'argent ne favorise pas le financement d'investissements rentables. Il permet au contraire le maintien en vie d'entreprises peu productives qui auraient été amenées à disparaître dans un contexte économique classique. Les États sont également tentés de financer des investissements à faible rentabilité comme cela a pu être constaté notamment en Chine au niveau des infrastructures. En créant des bulles sur certains actifs comme l'immobilier ou les actions, les faibles taux orientent l'épargne vers les marchés secondaires. L'investissement en immobilier augmente plus par effet de valeur que par effet de construction (le taux

d'investissement en construction a augmenté de 10 points de PIB en vingt-cinq ans en Chine).

L'investissement productif peut avoir des conséquences négatives sur la productivité quand les emplois industriels qu'il supprime sont remplacés par des emplois peu qualifiés à faible valeur ajoutée. Ce phénomène est constaté avec les nouvelles techniques de l'information et de la communication.

L'INVESTISSEMENT, L'INVESTISSEMENT ENCORE L'INVESTISSEMENT

Depuis de nombreuses années, les entreprises et les États ont eu tendance à diminuer leurs investissements. Au Royaume-Uni, en 2019, le niveau d'investissement des entreprises était inférieur de 15 % à celui des années 1990. Même si les bénéfices des entreprises ont fortement augmenté depuis les années 1980, ces dernières consacrent une plus petite part de leurs flux de trésorerie aux dépenses d'investissement et à la recherche et développement, et davantage aux rachats d'actions et aux dividendes. L'attrition des dépenses en capital a contribué à la baisse de la productivité et donc à la stagnation de la croissance. Les États avaient également diminué depuis une vingtaine d'années les dépenses d'équipement.

Avec la pandémie, un changement de cap pourrait s'opérer. Ainsi, depuis un an, l'investissement des entreprises américaines augmente à un taux annuel de 15 %. Les grandes entreprises lancent des programmes de recherche et d'équipement. Le processus de digitalisation s'accélère. L'entreprise américaine de télécommunication ATT a décidé de dépenser 24 milliards de dollars pour moderniser ses réseaux quand Sony prévoit un accroissement de son budget

Une progression de l'investissement est indispensable pour favoriser celle de la croissance potentielle. Elle ne suffit pas néanmoins pour déclencher un cercle vertueux. Une réorientation de l'épargne vers des investissements productifs réels et une meilleure allocation des actifs à l'échelle mondiale sont souhaitables. Par ailleurs, les investissements à financer devraient être mieux sériés, ce qui est difficile dans un environnement de taux bas.

d'investissement de 18 milliards de dollars. Les entreprises de microprocesseurs se sont engagées dans des dépenses de création de nouvelles usines afin de répondre à une demande croissante. Leurs dépenses en capital atteignent des niveaux jusqu'alors inconnus.

L'accumulation des plans de relance laisse entrevoir une augmentation sans précédent, depuis les années 1970, de la demande intérieure des États. Les ménages ont accumulé depuis un an des sommes considérables, plus de 3 000 milliards de dollars pour l'ensemble des pays de l'OCDE. Grâce aux mesures de soutien des États, leur niveau de vie n'a pas baissé, voire a augmenté comme cela a été constaté aux États-Unis ou en France. Après quinze mois d'épidémie, une soif de dépenses se fait jour sous forme d'achats plaisir. Les réservations pour la période estivale se situent à un très haut niveau malgré l'absence de la clientèle internationale. Les entreprises, face aux prévisions de croissance de la demande, investissent afin d'accroître leurs capacités de production, ce qui constitue un changement d'état d'esprit par rapport aux années précédentes.

La pandémie a également souligné l'essor de nouveaux modes de consommation avec le développement du e-commerce qui entre de plus en plus en concurrence avec les magasins traditionnels. Les détaillants de grande distribution investissent massivement dans les offres en ligne pour concurrencer Amazon, Cdiscount et les autres plateformes. Les restaurants continuent d'améliorer leur service de restauration à domicile même après leur réouverture. La digitalisation des activités sort renforcée des confinements. Elle a permis de maintenir l'activité dans de nombreux secteurs. L'essor du télétravail suppose de nouveaux équipements informatiques et des capacités supplémentaires en matière de réseaux. Les entreprises technologiques qui ont enregistré des résultats en forte augmentation en 2020 consacrent une part croissante de leur chiffre d'affaires à la recherche & développement pour répondre aux nouveaux besoins de leurs clients dans un marché concurrentiel. La hausse de l'investissement dans ce secteur d'activité devrait dépasser 30 % en 2021.

La transition énergétique avec l'augmentation du prix de la tonne de carbone conduit également à une progression des investissements. Les entreprises s'engagent dans des programmes d'électrification de leur flotte de véhicules ou l'adaptation de leur parc immobilier.

Que ce soit aux États-Unis ou en Europe, les gouvernements ont décidé d'augmenter les dépenses

d'investissement afin de lutter contre le réchauffement climatique et pour améliorer la compétitivité de leur pays. Le plan de 1 900 milliards de dollars aux États-Unis présenté par Joe Biden vise à mettre à niveau les grandes infrastructures américaines. Il en est de même pour le plan européen de 750 milliards d'euros, complété par les plans des différents États membres de l'Union en vue de relancer massivement l'investissement public dans les trois prochaines années.

Cette augmentation de l'investissement est censée permettre d'importants gains de productivité et une élévation de la croissance potentielle. Celle-ci avait tendance à être inférieure à 1 % en Europe avant le déclenchement de l'épidémie et de se rapprocher de 1,5 % aux États-Unis. Afin de financer les dépenses sociales, notamment celles liées à la santé, la retraite et la dépendance, un taux de croissance potentielle de 2 % serait souhaitable. La progression rapide de l'investissement suppose également celle du taux d'emploi. Les pays avancés risquent d'être confrontés à des pénuries d'emplois dans les prochains mois. Certains secteurs sont déjà à la peine pour recruter faute de candidats disponibles ou formés. L'amélioration du taux d'emploi est incontournable pour pérenniser le retour de la croissance. Le recours à la robotisation et à la digitalisation pourra pallier le manque de personnel mais ne sera pas suffisant au regard des besoins, tant dans les services, que dans l'industrie en cas de relocalisation de certaines activités.

TOUR D'HORIZON

LA TRANSITION ENERGETIQUE, L'ECONOMIE SOUS PRESSION

Avec la reprise de l'économie mondiale après plus d'une année passée sous l'éteignoir de l'épidémie, des goulets d'étranglement se multiplient. Les microprocesseurs, l'acier, le bois viennent à manquer entraînant une hausse des prix et des arrêts de production. Le prix du lithium a plus que doublé au cours de la dernière année. Le prix du cuivre a augmenté d'environ 70 %. Les problèmes d'approvisionnement ont été mis sur le compte de la désorganisation des chaînes de production provoquée par les confinements. Au fil des semaines, les pénuries ne se résorbent pas. La folle reprise, en particulier américaine, explique en partie ces difficultés, mais il apparaît également que l'épidémie a modifié de manière structurelle la demande. Les plans de relance adoptés à l'échelle mondiale visent à accélérer la transition énergétique. Ils provoquent une augmentation de la demande de certains biens équipements et de biens intermédiaires indispensables pour la décarbonisation de l'économie. Ce processus devrait s'amplifier dans les prochaines années. En effet, seuls 10 % des investissements nécessaires pour la neutralisation carbone en 2050 ont été réalisés. Pour atteindre les objectifs, ces investissements devront être multipliés par trois en quelques années.

L'accélération de la transition énergétique

Les gouvernements des pays avancés se sont engagés à réduire à néant leurs émissions de gaz à effet de serre d'ici 2050. De plus en plus d'investisseurs exigent que les entreprises optent pour

des processus de production sans émission de CO₂. Des entreprises comme Volkswagen, BMW, Mercedes, Total ou ExxonMobil, doivent modifier leurs plans d'investissement et se repositionner afin de conserver leurs actionnaires et leurs clients. Le changement de cap est extrêmement rapide, modifiant les structures de production. Dans le passé, les transitions énergétiques étaient lentes et cumulatives. Les nouveaux modes de production d'énergie s'ajoutaient aux anciens, la substitution étant progressive et partielle. La transformation radicale qu'impose la transition énergétique est un précédent qui n'est pas, en soi, un défi impossible à tenir. Ce dernier est simplement exigeant en capitaux et suppose une mobilisation de tous les acteurs.

En 2019, la capacité solaire installée était près de 15 fois supérieure à ce qu'elle était en 2010. Pour l'éolien, le rapport était de 3,4 fois supérieur. Le renforcement des capacités provoque une baisse rapide des prix. Les « coûts actualisés » du solaire, de l'éolien offshore et de l'éolien terrestre (chiffres qui prennent en compte les investissements initiaux en équipement et en construction, le financement et la maintenance) ont, selon The Economist, diminué de respectivement de 83 %, 62 % et 58 %. Le groupe danois d'éoliennes, Orsted, dont le chiffre d'affaires dépasse 52 milliards d'euros prévoit une croissance de 30 % en 2021. Tesla, le constructeur de voitures électriques et la première capitalisation mondiale pour le secteur de l'automobile, prévoit une progression de

ses ventes de plus de 60 %. Sur le seul premier trimestre 2021, 178 milliards de dollars ont été versés dans des fonds d'investissement spécialisés dans la transition énergétique.

En février dernier, une vente aux enchères au Royaume-Uni, de droits sur des fonds marins devant être transformés en parcs éoliens offshore a rapporté 12 milliards de dollars.

La production annuelle de véhicules électriques devra connaître une croissance exponentielle. Ces dernières devraient représenter 60 % des achats en 2030 contre 5 % en 2020. Le nombre de bornes de recharge en bordure de route devra être multiplié par plus de 30. La production d'énergie renouvelable doit tripler avant 2030. À cette fin, la construction de parcs éoliens ou solaires devra être multipliée par quatre. Les sociétés minières mondiales estiment qu'elles devront augmenter de 500 % la production annuelle des minéraux essentiels pour les batteries.

Certains craignent une bulle verte à l'image de la bulle digital des années 2000. D'autres estiment que cette transition énergétique provoquera un cycle inflationniste de grande ampleur. Les craintes seraient d'autant plus justifiées que la transition énergétique ne fait que commencer.

La dépendance de la transition énergétique aux métaux rares

Les nouvelles sources d'énergie dépendent de minéraux qui sont bien plus concentrés géographiquement que le pétrole et du gaz. Les voitures électriques ne sont pas produites de la même manière que les voitures thermiques. Elles comportent des batteries exigeant des métaux rares. Depuis la fin de l'année 2020, le prix des

cinq métaux rares utilisés pour la production des véhicules électriques a augmenté de 139 %. Le risque de pénurie pourrait occasionner de fortes hausses de prix. Au cours de la seconde moitié de cette décennie, la demande mondiale de lithium pourrait être plus du double du niveau de l'offre. Les matières premières représentent désormais 50 à 70 % des coûts des batteries, contre 40 à 50 % il y a cinq ans, ce qui rend les prix plus vulnérables aux matières premières chères. Les progrès techniques qui ont permis la diminution du prix des batteries de plus de 80 % entre 2012 et 2020 ne suffiront plus, dans les prochaines années, pour compenser la hausse des matières premières. Les entreprises de la transition énergétique se préparent à gérer des pénuries de matières premières. Ainsi, Andreas Nauen, le PDG de Siemens Gamesa, qui fabrique des turbines d'éolienne, a déclaré que le balsa (bois tropical très léger) sera remplacé par de la mousse d'ici le milieu de la décennie. En février de cette année, Elon Musk, le PDG de Tesla, le premier constructeur de voitures électriques, a qualifié la disponibilité du nickel comme la « plus grande préoccupation de son entreprise ». Cette dernière étudie la possibilité de substituer les cathodes à base de nickel aux cathodes en fer. En attendant, Tesla investit dans les mines de nickel. L'entreprise a pris ainsi pied en Nouvelle Calédonie.

Le balsa est aujourd'hui introuvable car il est utilisé pour la fabrication des pales d'éoliennes. La Chine ou la Russie sont en position de force dans ce domaine. Plusieurs États africains comme la République Démocratique du Congo sont également bien dotés. Actuellement, les entreprises chinoises contrôlent une grande partie de nombreuses chaînes d'approvisionnement en minerais

cruciaux et celle de fabrication des batteries. Pour éviter une situation de dépendance, les États-Unis ont entrepris de rechercher sur leur sol des gisements. L'Europe est en retard en matière de diversification de ses approvisionnements même si un plan « batteries » est en train d'être déployé.

L'exploitation des mines de terres rares n'est pas sans poser de problèmes écologiques et sociaux. L'exploitation d'une mine de lithium au Chili provoque une importante contestation de la part des agriculteurs dans l'Atacama du fait de l'utilisation massive de l'eau. La République démocratique du Congo qui délivre 70 % du cobalt fait l'objet de nombreuses critiques en raison de du travail dans des conditions déplorables d'hommes, de femmes et d'enfants. Au sein des pays occidentaux, les oppositions se multiplient à l'encontre des mines et des parcs d'éoliennes ou de panneaux solaires. Au Groenland, au mois d'avril dernier, la majorité en place a été battue en raison de son soutien à l'exploitation d'une mine de terres rares au Groenland. Dans l'État du Minnesota, des groupes de pression s'opposent à l'ouverture d'une mine de cuivre et de nickel au nom de la préservation des cours d'eau. Ils ont reçu le soutien de Joe Biden qui a accepté de reconsidérer les permis d'exploitation de la mine. En moyenne, entre la décision et l'exploitation réelle d'une mine, un délai de 16 ans s'écoule au sein des pays de l'OCDE.

Un problème de foncier

Les nouvelles sources d'énergie renouvelable sont consommatrices de foncier. Une étude américaine considère que 2 % des terres américaines devront être recouvertes de turbines et de panneaux solaires afin que le pays respecte ses engagements

internationaux. En Europe, les fermes d'éoliennes offshore devraient se multiplier faute de place sur terre. 3 500 milliards de dollars d'investissement seront nécessaires d'ici 2030. Pouvant générer un préjudice esthétique ou peser sur certaines activités en particulier agricoles, la réalisation de fermes éoliennes ou solaire provoquent fréquemment des oppositions locales. Les contentieux sont nombreux, ralentissant la réalisation des projets. Aux États-Unis, la mise en place d'éoliennes nécessite, en moyenne, au moins dix ans. Le choix des éoliennes en mer permet de contourner ces problèmes même si les pêcheurs se révèlent également être des opposants forcenés. Les éoliennes en mer sont plus coûteuses à construire et à exploiter du fait de leur exposition aux tempêtes et à l'eau salée.

L'adaptation des réseaux

Les énergies renouvelables exigent une restructuration des réseaux qui devront être plus denses, interconnectés et pilotés par ordinateur. Ces nouvelles énergies exigent une gestion plus complexe que les anciennes en raison de leur production décentralisée et intermittente. Les dépenses annuelles consacrées aux réseaux électriques devraient plus que tripler d'ici 2030. Aux États-Unis, la modernisation des réseaux est plus lente que l'augmentation des capacités de production. Au Vietnam, une part non négligeable de l'énergie produite a été gâchée par l'absence de réseaux.

La diffusion de la transition énergétique aux pays en développement

Une des clefs de la réussite de la neutralité carbone repose sur l'action des pays émergents et en

développement. Compte tenu de leur retard et de l'accroissement de leur population, leurs besoins en énergie sont importants. Leur tentation est d'opter pour l'énergie la moins chère et la plus facile à maîtriser, le charbon. Le recours aux énergies renouvelables est pour ces pays générateur de surcoûts. Le capital à mobiliser pour un projet éolien en Indonésie est environ quatre fois supérieur à celui d'un projet en Allemagne. Avec la crise sanitaire, les transferts en faveur des pays en développement se sont réduits et ont été inférieurs aux engagements pris lors des Accords de Paris.

Le protectionnisme vert

La transition énergétique est devenue le terrain d'excellence de l'interventionnisme d'État. L'Europe entend mettre en place une politique d'indépendance dans le domaine de la production des batteries. Les investissements doivent être également réalisés afin de soutenir les États ou les régions en difficulté. La Chine envisage de plafonner les prix intérieurs des matières premières dans son prochain plan quinquennal et d'augmenter ceux destinés à l'exportation. Le plan vert du président Joe Biden vise à privilégier les emplois et les fabricants locaux. La transition énergétique permet de faire du protectionnisme sans le dire ouvertement. L'interventionnisme se traduit également par la fixation de prix minimums pour la production d'électricité et par l'octroi de primes pour

l'achat de véhicules électrique. Les réglementations visant à limiter les émissions de gaz à effet de serre se sont multipliées. L'introduction d'un prix du carbone est également un moyen pour les collectivités publiques d'accélérer la transition énergétique. La fixation d'un prix du carbone demeure, pour le moment, partielle. Seulement 22 % des émissions mondiales de gaz à effet de serre sont, en effet, couvertes par des systèmes de tarification.

La transition énergétique accélère avec comme risque la création d'une bulle spéculative. Associée à la spéculation qui entoure certains biens et services digitaux, elle est une source de volatilité comme l'a prouvé le cours du bitcoin. Il a suffi que plusieurs voix dont celle d'Elon Musk PDG de Tesla dénoncent le coût écologique des cryptomonnaies pour que celles-ci chutent. La décarbonation de l'économie est une nouvelle aventure qui est censée concerner tous les États. En moins de trente ans, la communauté mondiale aura donc à traiter tout à la fois une épidémie et le réchauffement climatique. La hausse rapide des températures pourrait, plus tôt que prévu, redonner la main aux scientifiques pour trouver un remède, sachant que le contrôle des émissions de gaz à effet de serre sera un exercice plus que difficile à réaliser avec une population mondiale amenée à augmenter d'ici 2100 de 4 milliards de personnes.

POINTS DE REPÈRE

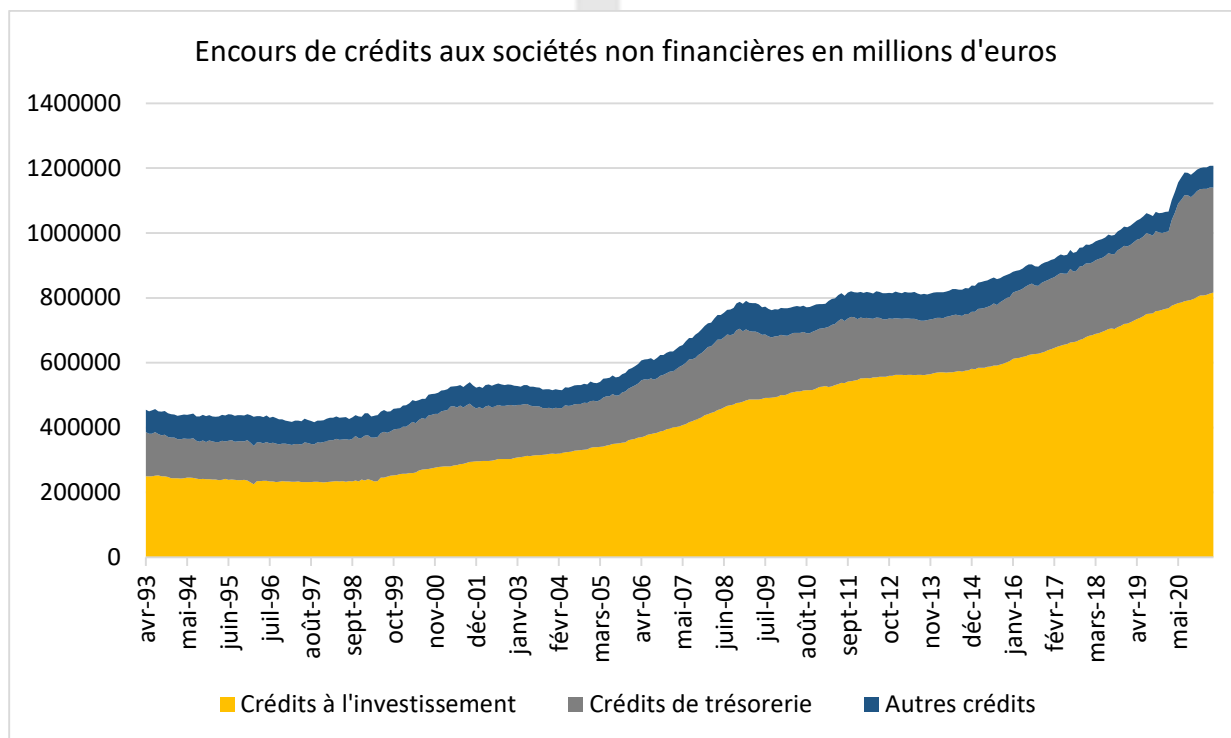
PLUS DE 1200 MILLIARDS D'EUROS DE DETTES POUR LES ENTREPRISES FRANÇAISES

L'endettement des sociétés non financières a dépassé 1 200 milliards d'euros au mois de mai (à 1 204 milliards d'euros exactement). Le taux de croissance annuel de l'encours de crédit ralentit par un effet de base, lié aux fortes augmentations du printemps 2020. Le taux est passé de 7,5 % en avril à 4,5 % en mai. Le niveau du crédit demeure élevé, +15,4 % par rapport aux niveaux pré-crise d'il y a deux ans.

L'effet de base des prêts garantis par l'Etat (PGE) est plus particulièrement

visible sur les crédits de trésorerie dont le taux de croissance annuel s'établit à +3,0 % (après +14,2 % en avril).

Les crédits à l'investissement conservent une dynamique proche de celle des mois précédents (+4,8 %, après +5,0 % en avril). La composante équipement progresse de 5,1 %, après +5,4 % en avril quand celle de l'immobilier augmente de 4,5 %, après +4,2 % en avril.



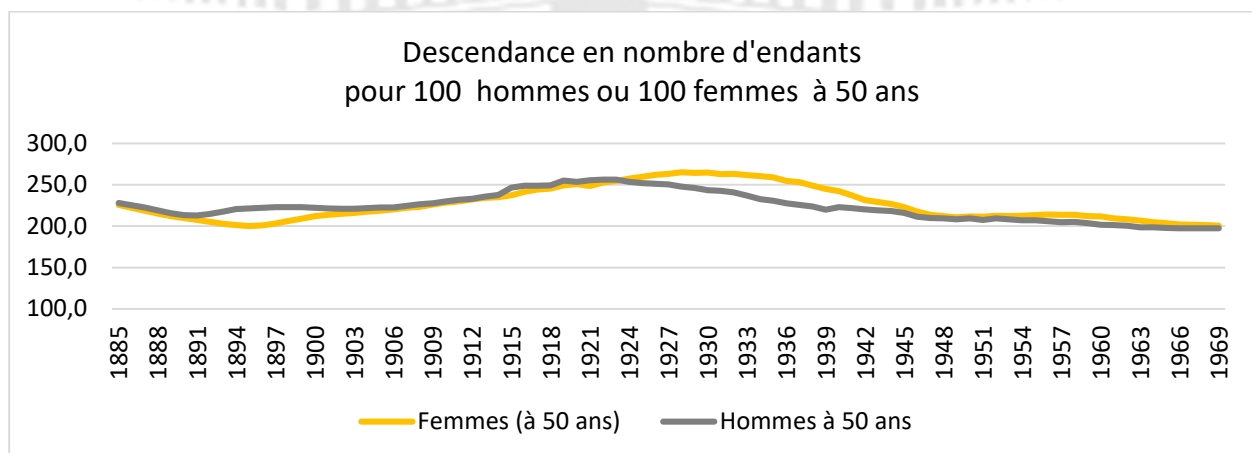
Cercle de l'Épargne – Banque de France

QUAND LE RENOUVELLEMENT DES GÉNÉRATIONS S'ÉLOIGNE

Pour apprécier le renouvellement des générations, les démographes prennent en compte la notion de descendance finale des femmes qui est le nombre moyen d'enfants qu'elles ont mis au monde au cours de leur vie entre 15 et 50 ans. Le taux de fécondité qui est le rapport entre le nombre d'enfants nés vivants des femmes au cours de l'année, rapporté à la population moyenne des femmes en âge de procréer sur l'année, évolue en fonction de l'âge des femmes auquel les naissances interviennent. Ainsi, le taux de fécondité a, ces dernières années, fluctué en raison de l'arrivée plus tardive des enfants au sein des couples. L'analyse des descendance ne peut être réalisée qu'à posteriori mais est plus fiable que le taux de fécondité. La récente analyse réalisée par l'INSEE souligne que pour les dernières générations ayant achevé leur cycle de fécondité, le renouvellement n'est plus, en France, assurée. En ce qui concerne les

générations plus récentes, les résultats intermédiaires sembleraient démontrer un regain de fécondité mais qui reste à confirmer. Par ailleurs, l'INSEE note des différences sensibles entre les hommes et les femmes.

En France, en 2019, les femmes de la génération 1969, ayant atteint l'âge de 50 ans, sont les plus jeunes pour lesquelles il est possible d'observer la descendance finale. Elles ont en moyenne donné naissance à 2,00 enfants tout au long de leur vie. Ce niveau est proche du seuil de renouvellement des générations, fixé, selon l'INSEE, à 2,05, en raison du rapport de masculinité à la naissance (il naît environ 104,5 garçons pour 100 filles) et de la faible mortalité infantile. Toutes les générations nées entre 1900 et 1963 ont dépassé ce seuil. Les générations plus jeunes, celles de 1964 à 1969, ont de moins en moins d'enfants.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La descendance finale des femmes a augmenté pour les générations se situant entre 1900 et 1928 pour atteindre 2,65 enfants. Elle est restée, supérieur au seuil de renouvellement

des générations pour les générations des années 1930 qui ont été parents durant le baby-boom. Avant les générations des années 1960, le renouvellement n'avait pas été assuré

en France pour les générations nées entre 1893 et 1897 et qui ont eu vingt ans durant la Première Guerre mondiale.

La descendance finale des hommes a commencé à baisser avant celle des femmes. L'âge moyen auquel ils ont des enfants est également un peu plus élevé que celui des femmes. La génération dont la descendance finale est la plus nombreuse est celle née en 1922, soit un peu plus tôt que pour les femmes. Les générations suivantes ont eu de moins en moins d'enfants. Pour les dix générations suivantes, nées dans les années soixante, la descendance finale des hommes n'est pas encore connue, contrairement à celle des femmes. Néanmoins, ils ont moins d'enfants à 50 ans que la génération 1959 et devraient également en avoir moins à 60 ans puisque les naissances de pères de 50 à 60 ans restent relativement faibles. Leur descendance finale se rapprochera de celle des femmes de la même génération en raison, notamment, de la hausse de l'infécondité : le nombre d'hommes qui n'ont aucun enfant durant leur vie augmente entre les générations du début des années 1940 et celles des années 1960.

Contrairement aux femmes, la Première Guerre mondiale n'a jamais fait passer la descendance finale des hommes en dessous de 2,05 enfants par homme. Cette différence s'explique par leur période de forte fécondité plus longue que celle des femmes, ce qui leur a permis d'avoir des enfants bien après la fin de la guerre. Moins nombreux au sortir de la guerre, compte tenu de l'excédent de décès masculin sur les décès féminins, les survivants avaient une plus forte probabilité d'avoir des enfants qu'auparavant.

La descendance des femmes de 20 ans a fortement diminué en France comme dans les autres pays avancés. Sur 100 femmes nées en 1999, seulement 4,5 ont des enfants. Pour les générations nées entre 1927 et 1957, la ratio était de 20. Cette évolution est encore plus nette pour les hommes. 100 hommes nés en 1999 ont donné naissance à 1,2 enfant contre 6,5 pour la génération née en 1952.

La descendance à 30 ans des femmes de la dernière génération ayant aujourd'hui cet âge (celles nées en 1989) est de 100 enfants pour 100 femmes. Elle n'est que de 66 enfants pour les hommes du même âge. La descendance à 30 ans diminue nettement pour les générations nées après la Seconde Guerre mondiale, qui ont eu cet âge en 1975 ou après. Le pic a été atteint pour la génération 1937 pour les femmes (197 enfants pour 100 femmes âgées de 30 ans) et pour la génération 1943 pour les hommes (148 enfants pour 100 hommes). Cependant, la baisse de la descendance à 30 ans peut être seulement le résultat d'un report des naissances et n'impliquera pas forcément une baisse de la descendance finale.

La descendance finale pourrait repartir à la hausse pour les générations nées dans les années 1970. En effet, la descendance à 40 ans augmente à partir de la génération 1973, après un point bas pour la génération 1972 à 1,94 enfant par femme à l'âge de 40 ans. Si l'ensemble des générations nées entre 1965 et 1978 avaient en moyenne moins de 2,00 enfants par femme à l'âge de 40 ans, la génération 1979 est la première à repasser au-dessus de ce seuil. Ce phénomène est lié à la hausse de la fécondité observée en France au début des années 2000. Selon l'INSEE, la descendance finale

serait supérieure à deux enfants par femme pour toutes les générations nées entre 1973 et 1985.

Bien que plus éloignés de la fin de leur vie féconde, les hommes de 40 ans suivent le même chemin. Leur descendance à 40 ans a aussi atteint un point bas pour la génération 1972, avec 174 enfants pour 100 hommes, mais elle remonte depuis et atteint 180

enfants pour la génération 1979. En supposant qu'aux âges qu'ils n'ont pas encore atteints, ils aient une fécondité identique à celle observée chez les hommes de ces âges en 2019, la descendance des hommes à 60 ans resterait supérieure à deux enfants par homme jusqu'à la génération 1985 (à l'exception des générations 1971 et 1972).



LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB <i>Mds d'euros 2020</i>	2 261	3 341	1 634	1 098	11 216
PIB par tête en 2020 <i>en euros</i>	33 437	40 173	27 084	23 281	32 678
Croissance du PIB <i>En % - 2020</i> <i>4^e trimestre 2020</i>	-8,3 -1,3	-5 0,1	-8,9 -2,0	-11 0,4	-6,8 -0,7
Inflation <i>en % - juin 2021</i>	1,9	2,1	1,3	2,4	2,1
Taux de chômage <i>en % - avril 2021</i>	7,3	4,4	10,7	15,4	8,0
Durée annuelle du Travail (2019)	1512	1386	1714	1687	-
Âge légal de départ à la retraite (2019)	62	65	67	65	-
Dépenses publiques <i>en % du PIB 2020</i>	62,1	51,1	57,3	52,3	54,1
Solde public <i>en % du PIB 2020</i>	-9,2	-4,2	-9,5	-11,0	-7,2
Dettes publiques <i>en % du PIB 2020</i>	115,7	69,8	155,8	120,0	98,0
Balance des paiements courants <i>en % du PIB – avril 2021</i>	-1,6	7,5	3,6	0,7	2,2
Échanges de biens <i>en % du PIB – avril 2021</i>	-3,0	5,8	3,8	-0,8	2,1
Parts de marché à l'exportation <i>en % 2020</i>	2,8	7,9	2,8	1,8	25,8
Variation 1999 - 2021 <i>en %</i>	-52,8	-21,3	-37,5	-15,0	-25,2

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS JUN 2021
CAC au 31 décembre 2020	5 551,41
CAC au 30 juin 2021	6 507,83
Évolution en juin	+0,37 %
Évolution sur 12 mois	+31,59 %
DAXX au 31 décembre 2020	13 718,78
Daxx au 30 juin 2021	15 531,04
Évolution en juin	+0,0,7 %
Évolution sur 12 mois	+26,97 %
Footsie au 31 décembre 2020	6 460,52
Footsie au 30 juin 2021	7 037,47
Évolution en juin	+0,21 %
Évolution sur 12 mois	+13,04 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2020	3 552,64
Euro Stoxx au 30 juin 2021	4 064,30
Évolution en juin	-0,15 %
Évolution sur 12 mois	+25,75 %
Dow Jones au 31 décembre 2020	30 409,56
Dow Jones au 30 juin 2021	34 502,51
Évolution en juin	-0,08 %
Évolution sur 12 mois	+34,80 %
Nasdaq au 31 décembre 2020	12 870,00
Nasdaq au 30 juin 2021	14 503,95
Évolution en juin	+5,49 %
Évolution sur 12 mois	+46,89 %
Nikkei au 31 décembre 2020	27 444,17
Nikkei au 30 juin 2021	28 791,53
Évolution en juin	-1,23 %
Évolution sur 12 mois	+30,90 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2020	3 473,07
Shanghai Composite au 30 juin 2021	3 591,20
Évolution en juin	+1,17 %
Évolution sur 12 mois	+17,72 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2020	1,2232
Parité au 30 juin 2021	1,1850
Évolution en juin	-2,84 %
Évolution sur 12 mois	+5,47 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2020	1 898,620
Once d'or au 30 juin 2021	1 768,130
Évolution en juin	-7,03 %
Évolution sur 12 mois	-0,21 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2020	51,400
Pétrole au 30 juin 2021	74,780
Évolution en juin	+8,66 %
Évolution sur 12 mois	+79,41 %

Cette lettre mensuelle est réalisée par Thomas Vendôme Investment (TVI). Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI.

Thomas Vendôme Investment est une société créée à Paris en 2013 indépendante spécialisée dans la levée de fonds et le conseil stratégique en entreprises. Elle est dirigée par Jean-Pierre Thomas.

Contact

Marc-Antoine Dumont
Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
Tel : + 33 1 83 79 96 38
Mail : marc-antoine.dumont@vendome-investment.com