

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>La cigale ne pourra pas danser éternellement</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>France, la réindustrialisation passe par les compétences</i>	3
<i>La France en mode rebond</i>	5
HORIZON EXTÉRIEUR	7
<i>L'économie mondiale face à l'endettement de masse</i>	7
<i>Le Japon, un modèle à éviter ?</i>	11
HORIZON FINANCE	14
<i>La finance et le défi de la transition énergétique</i>	14
<i>Pour une épargne réellement productive</i>	15
TOUR D'HORIZON	17
<i>L'emploi, encore l'emploi et toujours l'emploi pour sortir de l'ornière des retraites</i>	17
<i>Le nucléaire, incontournable ou pas, l'éternel débat</i>	19
POINTS DE REPÈRE	21
<i>la France vieillit !</i>	21
<i>La France, en pointe pour l'économie circulaire</i>	22
<i>Les statistiques économiques</i>	23

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



LA CIGALE NE POURRA PAS DANSER ÉTERNELLEMENT

En se promenant dans les rues des grandes villes françaises, nul ne peut échapper à la sensation d'un déclin à la vue des devantures fermées et des vitrines défraîchies. Le matériel urbain est bien souvent hors d'âge et la propreté des voiries laisse à désirer. Seules quelques rues échappent à cette triste réalité. Que ce soit à Moscou, New York ou Berlin ou Milan, les consœurs européennes affichent des habits bien plus chatoyants. La France paie des années de désindustrialisation et de dépréciation de la valeur « travail ». Les 35 heures ont éliminé la compétitivité tout autant que les impôts et les prélèvements sociaux. Aucun gouvernement n'a osé remettre en cause la réduction du temps de travail initié sous Jacques Chirac avec la loi Robien et généralisé par Martine Aubry. Une génération est passée, et malgré leurs effets délétères, les 35 heures se sont imposées. Les grandes entreprises ont délocalisé ou ont joué sur leur taille pour compenser, avec l'annualisation du temps de travail, leurs surcoûts. Les petites et moyennes entreprises ont été en première ligne subissant de plein fouet la concurrence extérieure. Contrairement à ce que certains imaginent, les grands gagnants de la réduction du temps de travail ne sont pas les entreprises chinoises mais celles d'Allemagne ou d'Europe de l'Est. Qu'aucun autre pays n'ait suivi la France sur la voie de la diminution

autoritaire du temps de travail n'a pas amené de véritable réflexion sur le sujet. Pour limiter leurs conséquences, des assouplissements ont été adoptés mais ils constituent autant d'usines à gaz comme le sont également les mécanismes d'exonérations sociales qui ont été institués. Ces derniers génèrent des effets de seuil et ne contribuent ni à l'augmentation des salaires, ni à l'investissement en jouant le rôle d'une chape de plomb. La réduction du temps de travail a servi avant tout la société des loisirs, dont ont profité essentiellement les cadres, avec les RTT. Les Français ont multiplié les séjours, en France ou à l'étranger, en profitant par ailleurs des bas prix grâce au low cost. L'économie s'est détournée de l'industrie au profit du tourisme qui génère peu de gains de productivité.

Vingt ans d'application de cette politique aboutit à une impasse, la France cumule dette publique et dette extérieure. Si le bouclier de l'euro n'existait pas, il est fort à parier que la France serait abonnée au soutien du FMI comme le fut le Royaume-Uni dans les années 1970. L'euro ne pourra pas éternellement soustraire la France à ses responsabilités ou à ses devoirs. La cigale ne pourra pas danser éternellement. La réindustrialisation ne peut pas passer sans un effort collectif qui commence par la formation et qui exige un surcroît durable de l'investissement.

*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

FRANCE, LA REINDUSTRIALISATION PASSE PAR LES COMPETENCES

Une enquête du ministère de l'Éducation nationale, publiée le 16 novembre dernier, souligne que les élèves des classes primaires, CP et CE1, avaient retrouvé les niveaux d'avant le premier confinement, durant lequel les classes avaient été fermées. 81,6 % des écoliers de CP, en français, ont obtenu un taux de maîtrise "*satisfaisant*" pour "*manipuler les syllabes*", alors qu'ils n'étaient que 79,3 % en 2020, et 81,3 % en 2019. 78,4 % des CE1 savent, en mathématiques, « lire des nombres entiers » en 2021 cette année, contre 74,7 % juste après le confinement et 75,6 % en 2019. En sixième, le niveau des élèves augmente très légèrement, mais reste faible en lecture, seulement la moitié des élèves ayant le niveau attendu. Dans les zones d'éducation prioritaire renforcée, ce taux n'est plus que de 33 %. Selon l'enquête du ministère, en sixième, en lecture, un collégien sur trois n'a pas le niveau requis en CE1. La lecture est en voie de marginalisation au sein des jeunes Français. Le Ministère de l'Éducation nationale reconnaît que ce problème est un « enjeu fort ». Il a décrété la lecture grande cause nationale de 2021.

Cette enquête post-covid s'inscrit dans le prolongement de celles menées au niveau international par différents organismes dont l'OCDE qui depuis des années indiquent la faiblesse du niveau des élèves français et surtout la baisse de ce dernier. En CM1, les Français se classent à l'avant-dernier rang pour les résultats en mathématiques au sein de l'Union européenne (la Roumanie étant la dernière), selon Timms (étude internationale publiée l'International Association for the Evaluation of

Educational Achievement). Les élèves français affichent un score de 485 points, quand la moyenne internationale est à 527 et celle des pays de l'OCDE de 529. La baisse du niveau est régulière depuis une vingtaine d'années. La France se caractérise également par la surreprésentation des élèves ayant un faible niveau en mathématique ; 15 % des élèves sont dans ce cas contre 6 % des élèves au niveau européen. Si par le passé, la France était une terre d'excellence en mathématiques, ce n'est plus le cas. Seulement 3 % des élèves atteignent le niveau avancé en maths, contre 9 % des élèves en Europe. Pour les élèves de 4^{ème}, le recul est très important. Ils affichent un résultat de 483 points en mathématiques, contre 530 en 1995. Cette baisse de niveau correspond à l'équivalent d'une année de scolarité perdue en vingt-cinq ans. Le nivellement par le bas est très important. La France compte de moins en moins de bons élèves. En 1995, 11 % des élèves en 4^{ème} pouvaient être ainsi classés au vu de leurs résultats en mathématiques. Ils ne sont plus que 2 % en 2019. Selon l'enquête PISA de l'OCDE, le score de la France est passé de 507 à 494 de 2000 à 2018. Notre pays se place au dernier rang des grands pays loin derrière le Japon, les États-Unis, le Royaume-Uni, la Corée du Sud ou les États d'Europe du Nord.

Le faible niveau de la formation initiale se reflète sur celui des compétences des actifs. Selon l'enquête PIAAC de l'OCDE, la France se classe 21^{ème}. Le faible niveau des jeunes et des adultes en compétences scientifiques constitue un réel handicap pour la réindustrialisation et la numérisation de

l'économie. Compte tenu du rôle du diplôme en France et des difficultés chroniques rencontrées par la formation continue, il est difficile de remédier au cours de la vie professionnelle au déficit de compétences à l'entrée. Sans diplôme, il est impossible ou presque d'accéder à certains emplois et de bénéficier de promotion. Les jeunes sans formation initiale sont cantonnés à des emplois précaires peu valorisants.

L'échec scolaire se répercute sur le contenu des activités économiques. Le nombre d'emplois sous-qualifiés est deux fois plus important en France qu'en Allemagne. La désindustrialisation n'est pas que la conséquence de coûts supposés élevés, les salaires allemands dans ce secteur étant proches de ceux de la France. Les entreprises industrielles sont à la peine pour trouver des ingénieurs et des techniciens. Les jeunes actifs diplômés sont de plus en plus réticents à s'installer dans des villes industrielles, villes qui se trouvent fréquemment aux marges des grandes agglomérations. Ils préfèrent occuper des emplois de services au cœur des grandes villes. Les politiques économiques mises en œuvre depuis trois décennies n'ont pas incité à la montée en gamme de l'industrie française. Les allègements sociaux sur les bas salaires ont permis des allègements de coûts mais ont dissuadé les entreprises à améliorer le niveau des compétences et à investir. La sous-capitalisation des entreprises a également pesé sur leur modernisation. Ces différents facteurs ont freiné leur montée en gamme. Un des symboles du retard de l'industrie française est la faiblesse du stock de robots. Il est deux fois moins important que celui de l'Allemagne (1,5 robot pour 100 emplois industriels en France contre 3 en Allemagne). Les entreprises françaises

étant concurrencées par celles des pays émergents, ont à défaut de trouver des salariés qualifiés, opté pour les délocalisations.

Les États qui ont conservé un secteur industriel puissant se caractérisent par un niveau de formation élevé. C'est le cas du Japon, de la Corée du Sud, de l'Allemagne ou des pays d'Europe du Nord. Des compétences élevées de la population active sont également associées à un taux d'emploi élevé, à une modernisation forte des entreprises et à des salaires en croissance.

Un niveau élevé de compétences accroît l'employabilité de la population active et facilite la montée en gamme. Compte tenu de ces données, une action en faveur de la formation des jeunes et des adultes apparaît nécessaire en France, avec notamment une revalorisation des filières scientifiques. En 2019, la France compte deux fois moins d'élèves suivant des études scientifiques que l'Allemagne. Il convient de souligner que l'apprentissage connaît, ces dernières années, une croissance non négligeable, le nombre d'apprentis étant passé de 400 000 à 600 000 de 2016 à 2020. Il reste néanmoins très en-deçà de celui de l'Allemagne (1 400 000).

La bataille des compétences conditionne l'évolution de l'économie française. La poursuite de la baisse du niveau de formation s'accompagnera de celle de la désindustrialisation. Ce processus conduit à une spécialisation sur des activités de services domestiques en lien avec le tourisme. Ce choix ou plutôt ce non-choix est générateur d'une faible croissance avec, à la clef, une progression du déficit extérieur qui pose d'ores et déjà un véritable problème.

LA FRANCE EN MODE REBOND

Selon la Banque de France, durant le troisième trimestre, l'économie française a retrouvé son niveau pré-crise soit plus tôt que prévu. L'accélération de la croissance depuis le printemps permet aux États occidentaux d'effacer les stigmates économiques de la crise sanitaire sans rattraper, pour le moment, le retard accumulé depuis le mois de mars 2020. En octobre, l'activité a été globalement stable dans l'industrie et le bâtiment et a continué de progresser dans les services marchands. Pour le mois de novembre, les chefs d'entreprise anticipent une progression de l'activité aussi bien dans l'industrie que dans les services et le bâtiment. La Banque de France estime que le PIB dépassera le niveau pré-crise d'environ un demi-point de pourcentage en octobre et de trois quarts de point en novembre. Pour le quatrième trimestre, elle prévoit une hausse du PIB de +0,75 %, après 3 % au troisième. Cette croissance serait tirée par le secteur des services marchands, dont la valeur ajoutée dépasse depuis septembre son niveau pré-covid. En revanche, celle de l'industrie manufacturière reste en deçà, essentiellement du fait du secteur automobile pénalisé par les difficultés d'approvisionnement, et à un moindre degré de l'industrie aéronautique. Au sein des services, la restauration poursuit son net redressement. L'hébergement, la réparation automobile, les activités de loisirs et les services aux entreprises progressent également.

L'industrie freinée dans son élan par les problèmes du secteur des transports

Dans l'ensemble de l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production

s'est établi à 76 % en octobre, après 77 % en septembre. Il reste proche de son niveau d'avant-crise (78 % en février 2020). Ce taux recule encore légèrement dans l'industrie automobile, après la forte baisse enregistrée le mois précédent (54 % en octobre, après 56 % en septembre et 70 % en août). Dans plusieurs secteurs de l'industrie, l'activité a retrouvé son niveau d'avant-crise (bois, papier et imprimerie, industries agro-alimentaire, chimique et pharmaceutique, notamment) mais reste dégradée dans les secteurs des transports. Dans l'industrie, les perspectives d'activité sont orientées à la hausse dans l'ensemble des secteurs. La chimie, la pharmacie et l'industrie des équipements électriques connaîtraient les progressions les plus fortes. Après deux mois de forte baisse, l'industrie automobile se redresserait au fur et à mesure du règlement des problèmes d'approvisionnement.

Les services, retour à la normale confirmé

Dans les services marchands, l'activité continue de progresser en octobre, la hausse concernant une nouvelle fois la plupart des secteurs. L'amélioration est notable dans la restauration, mais également dans l'hébergement, les services aux entreprises, la réparation automobile et les activités de loisirs, arts et spectacles. En revanche, l'activité des autres services à la personne (coiffeurs, services à domicile, etc.) se replie après sa nette amélioration du mois précédent. Dans les services, l'activité s'améliorerait également en novembre dans tous les secteurs. La restauration serait de nouveau en forte progression. La hausse serait également très sensible dans le secteur du travail temporaire.

Quand le bâtiment va...

Dans le secteur du bâtiment, l'activité évolue peu en octobre, que ce soit dans le gros œuvre ou le second œuvre. En novembre, l'activité progresserait légèrement dans le gros œuvre et de manière plus marquée dans le second œuvre. Les carnets de commande restent supérieurs à leur niveau moyen de longue période.

Atténuation des problèmes de recrutement et d'approvisionnement

Après une augmentation continue au cours des mois précédents, les difficultés de recrutement se seraient atténuées en octobre, en particulier dans les services, selon la Banque de France. Malgré tout, près de la moitié des entreprises (49 %, après 54 % en septembre) seraient encore concernées. Les difficultés d'approvisionnement sont également en retrait en octobre par rapport aux mois précédents. Dans le bâtiment, 58 % des entreprises, après 62 % en septembre, souligneraient des problèmes en la matière. Dans l'industrie, ce ratio est de 56 % en octobre, comme en septembre. Leur effet sur l'activité se fait cependant surtout ressentir dans le secteur automobile. Les problèmes d'approvisionnement de microprocesseurs ont contraint les entreprises de ce secteur à fortement

ralentir leur production depuis le début du mois de septembre. Ces difficultés d'approvisionnement participent, avec la hausse des prix des matières premières, à un redressement des prix de vente dans l'industrie et le bâtiment. En revanche, le secteur des services n'a pas encore engagé de mouvement de hausse des prix. Les problèmes de recrutement ne semblent pas conduire, pour le moment, à une hausse des rémunérations.

La situation financière des entreprises serait, toujours selon la Banque de France, plutôt bonne du fait d'un niveau élevé de trésorerie, ce qui devrait leur permettre de faire face aux échéances de remboursement de leur PGE. Dans ce contexte, la France devrait enregistrer une croissance de plus de 6 % en 2021 qui fera suite au recul historique de 2020, de 8,3 % du PIB. La reprise de la consommation et la saison estivale assez dynamique malgré l'absence de touristes en provenance d'Asie ont permis de compenser le manque à gagner de l'année dernière. L'atterrissage de l'économie en 2022/2023 après deux années hors normes sera évidemment un moment clef. La croissance sera-t-elle amenée à retrouver son niveau d'avant crise (environ 1 %) ou est-il possible de la porter sur moyenne période autour de 2 % grâce au maintien, notamment, d'un important effort d'investissement ?

HORIZON EXTÉRIEUR

L'ÉCONOMIE MONDIALE FACE A L'ENDETTEMENT DE MASSE

Le faible niveau des taux d'intérêt pratiqués sur les obligations d'État semble indiquer que les épargnants ont confiance dans la solvabilité des États, et considèrent que ces derniers ont la capacité de rembourser leurs dettes. Cette conviction est en partie biaisée par l'interventionnisme des banques centrales qui rachètent une part non négligeable des obligations publiques. Il n'en demeure pas moins que les investisseurs ne fuient pas pour le moment ; ni devant la monnaie, ni devant les obligations d'État toujours considérées comme un placement sans risque.

La dette publique américaine est passée de 5 000 à 25 000 milliards de dollars de 2000 à 2020. Celle du Japon représente plus de 260 % du PIB en 2021, en hausse de 150 points en vingt ans. La dette publique française a doublé depuis 1997. Pour l'ensemble des pays de l'OCDE, l'endettement public dépasserait 61 000 milliards de dollars en 2021, contre 47 000 milliards en 2019. Si après la Seconde Guerre mondiale, avec l'instauration du FMI, le principe de la maîtrise des dettes s'est imposé afin d'éviter une stabilisation monétaire, un relâchement s'est opéré à compter des années 1970. Depuis une cinquantaine d'années, les pays occidentaux s'endettent avec des effets ressauts lors des crises. Les États recourent à l'emprunt pour financer une part croissante de leurs dépenses. L'affaiblissement de la croissance pèse sur l'évolution des recettes publiques quand les dépenses sont en progression afin de limiter les effets économiques et sociaux des crises qui se sont multipliées depuis 1973. La France n'a, ainsi, pas

connu d'excédent budgétaire depuis 1974. À chaque nouvelle crise, le déficit est plus important et peine à revenir à son niveau d'avant. Les faibles taux de croissance et d'inflation ont contribué à augmenter le niveau de l'endettement public même si ce dernier trouve son origine dans l'accumulation des déficits.

La dette est un problème quand le débiteur n'a plus les moyens de rembourser. Faute de pouvoir compter sur des recettes suffisantes, en jouant sur les taux, le curseur de la soutenabilité a été fortement déplacé. La baisse des taux d'intérêt a considérablement allégé la facture de la dette pour les États qui, en outre, ont comme atout d'être supposés éternels. Cette spécificité leur permet de pouvoir s'endetter pour rembourser le capital venant à terme. Par leur politique, les banques centrales pèsent sur les taux de long terme, que ce soit avec la baisse de leurs taux directeurs ou leurs rachats d'obligations. En 1980, le taux moyen de la dette publique française était de 9 %, il n'est plus que de 1,5 % en 2021. Au niveau de l'OCDE, les taux d'intérêt à 10 ans des emprunts d'État sont, fin 2021, au vu du niveau de l'endettement, très bas, entre -0,5 et 2 % pour les grands États de l'OCDE.

Le service de la dette, le paiement des intérêts, qui est intégré au budget des États est en constante diminution au sein des pays occidentaux. Pour la France, il est passé de 46 à 37 milliards d'euros de 2011 à 2021 avec une dette en augmentation de plus de 30 points de PIB. En 2020, l'État en France s'est endetté à taux négatif. L'effet boule de neige longtemps craint ne s'est pas

produit grâce à la chute des taux. Par leur politique, les banques centrales sont perçues comme les prêteurs en dernier ressort. Elles jouent le rôle d'assureur ultime expliquant la baisse des primes de risque souverain qui étaient mi-novembre, inférieures à 25 points de base en France, en Allemagne, au Royaume-Uni, aux États-Unis ou au Japon. Pour l'Italie, le CDS (Credit Default Swap) souverain avoisine 90, bien en-dessous de son niveau de 2012, où il atteignait alors plus de 600 points de base. La dette n'est pas jugée comme un problème car les États trouvent les moyens de financement nécessaires pour couvrir leurs dépenses. Pour les tenants de la théorie monétaire moderne, les États doivent s'endetter autant que possible du moins tant qu'il n'y a pas de surchauffe...

La soutenabilité, une question pour demain et après-demain ?

Si aujourd'hui la question de la soutenabilité de la dette publique ne se pose pas, il pourrait en être tout autrement demain ou après-demain. Plus le poids de la dette est élevé, plus l'État est exposé en cas d'augmentation des taux. Nul ne peut affirmer que ces derniers resteront faibles pour la nuit des temps. Or, les besoins de financement des États occidentaux sont très importants, en particulier celui de la France. Pour cette dernière, ils devraient atteindre 292 milliards d'euros en 2022 selon le projet de loi de finances initial.

La soutenabilité de la dette dépend de plusieurs facteurs : les taux d'intérêt à long terme, le taux de croissance nominale de long terme et l'existence, le cas échéant, d'un excédent budgétaire. Plus la croissance du PIB est forte, moins les taux réels sont élevés et plus la soutenabilité augmente.

Comment assurer la solvabilité des États ?

- *La réduction des déficits voire la réalisation d'excédents budgétaires*

L'Allemagne a été un des rares États, avec les Pays-Bas et certains pays d'Europe du Nord, à avoir réduit le poids de sa dette publique après la crise de 2008 grâce à une politique d'excédents budgétaires. Sur la même période, la France n'a réussi à ramener son déficit que de 7 à 3 % du PIB, sa dette publique continuant à progresser. À partir des années 2010, les trajectoires de déficits et de dettes ont fortement divergé entre la France et les États d'Europe du Nord. L'augmentation des dépenses publiques, plus de 1 % par an en valeur réelle, explique cette divergence. Après 2010, la France a opté pour un relèvement des prélèvements obligatoires pour éponger une partie du déficit quand les autres pays recouraient à une maîtrise de leurs dépenses publiques. La France ne dispose, de ce fait, que de peu de marges de manœuvre en matière de prélèvements pour réduire son déficit post-covid.

Au vu des déficits prévus en 2022, aucun État occidental n'a, selon Patrick Artus, Directeur de la recherche et des études de Natixis, les moyens de stabiliser sa dette publique. Les États-Unis, le Japon et l'Allemagne sont simplement dans une situation plus favorable que la France, l'Espagne et l'Italie. La France est dans une position délicate avec un déficit primaire de 2,9 points supérieur au niveau qui permettrait une stabilisation de la dette. L'effort que devra réaliser la France pour se retrouver dans la moyenne de l'OCDE sera important. L'effort sera d'autant plus délicat à mener que de nombreux postes de dépenses publiques sont amenés à augmenter avec le vieillissement de la population. La

transition énergétique est également une source de nouvelles dépenses en raison des infrastructures à réaliser (nouvelles centrales électriques, réseaux à aménager, bâtiments à rénover, aides aux secteurs touchés par la transition, etc.).

- *Le retour de la croissance, la meilleure des solutions*

Avant la crise sanitaire, la croissance du PIB des pays occidentaux avait tendance à s'éroder. Pour la France, elle se situait sur moyenne période autour de 1 % en valeur réelle sur fond de baisse des gains de productivité. La digitalisation est censée s'étoffer dans les prochaines années et faciliter la croissance. En revanche, du moins dans un premier temps, la transition énergétique devrait peser sur la croissance. Dans un second temps, elle pourrait permettre une utilisation plus efficiente de l'énergie et offrir des gains de productivité. Le problème avec la croissance est que sa formule est complexe. Elle suppose un contexte porteur (juridique, sociologique, etc.), du progrès technique, du capital et du travail. Avec des populations actives stagnantes et un rejet croissant du progrès technique, les pays occidentaux ne sont pas les mieux placés, actuellement, pour être à l'origine d'un cycle de croissance. Cependant, en 1945, après des années de guerre et une population alors vieillissante, la situation n'était pas particulièrement favorable ce qui n'a pas empêché, pourtant, l'éclosion des Trente Glorieuses.

- *L'épargne, une nécessité fragile*

La soutenabilité de la dette dépend également du montant de l'épargne. Le Japon peut supporter une dette supérieure à 250 % du PIB grâce à l'effort d'épargne de ses concitoyens. Ces derniers absorbent 90 % des obligations

de l'État. Avec le vieillissement de la population, le taux d'épargne tend à augmenter au sein des pays occidentaux. L'État est ainsi amené à dépenser en lieu et place des ménages.

La France fait appel aux investisseurs étrangers pour financer sa dette. Ses derniers possèdent environ la moitié de celle-ci. Elle n'est pas dans la situation du Japon. La France a donc besoin d'attirer des capitaux extérieurs pour financer le déficit public, besoin d'autant plus important qu'elle est confrontée à un solde négatif croissant de sa balance des paiements courants. La mobilisation de l'épargne au profit des administrations publiques peut générer un effet d'éviction au détriment du secteur privé. Ce dernier qui doit tout à la fois réussir sa transition énergétique et sa digitalisation devra investir et aura donc potentiellement besoin de capitaux. Quoi qu'il en soit, la soutenabilité de la dette dépend de la confiance des épargnants résidents et non-résidents. S'ils estiment que la dette est porteuse de risques, ils pourraient s'en détourner.

- *L'inflation, un outil pas toujours maîtrisable*

L'inflation réduit le montant du capital à rembourser. Après la Seconde Guerre mondiale, elle a contribué à alléger le poids des dettes des pays européens. La France a connu alors un taux d'inflation de plus de 40 %, ce qui a réduit la facture de la dette. Cette érosion monétaire s'est alors accompagnée d'une croissance forte et durable. Par ailleurs, le niveau des prélèvements était plus faible qu'aujourd'hui. En outre, l'arme de l'inflation n'est efficace que si les taux d'intérêts réels restent faibles. Ce fut le cas entre 1945 et 1955. Les épargnants ont été les victimes de cette conjonction.

Par ailleurs, l'inflation ne se décrète pas et génère, en cas d'emballlement, des effets pervers. Elle nuit à la compétitivité économique et pénalise les personnes dont les revenus ne sont pas indexés.

De la fausse solution de l'effacement à la délicate mutualisation européenne

De l'effacement des dettes publiques portées par les banques centrales au cantonnement de celles liées à la crise sanitaire, plusieurs idées ont fusé, ces derniers mois, pour améliorer la solvabilité des États.

La dette détenue par les banques centrales pourrait être effacée aisément car elle est indirectement détenue par les États contrôlant ces dernières. D'un trait de plume, il serait facile de supprimer, par exemple, 25 % de la dette publique française qui est logée au sein des différentes banques centrales de la zone euro. Cependant, ce serait faire fi de l'indépendance des banques centrales. Les États de l'Europe du Nord seraient peu enclins à accepter une telle pratique qui nuirait à l'honorabilité de l'euro et conduirait à une hausse des taux. C'est, en effet, oublier qu'après l'effacement, autrement dit une banqueroute partielle, les États seraient amenés à s'endetter à nouveau, les déficits étant toujours présents. Or, les investisseurs, par crainte d'être les prochaines victimes, exigeraient une prime de risque importante conduisant à une hausse des taux et donc du montant du service de la dette. Le gain de l'effacement serait annulé voire inférieur aux surcoûts ainsi engendrés. Cette idée a été vite repoussée tant par les responsables des banques centrales que par les gouvernements. En revanche, celle liée au cantonnement de la dette covid a plus de succès. Le ministère de l'Économie a décidé d'individualiser cette dette avec l'affectation de taxes spécifiques en vue

de son remboursement. Ce cantonnement n'est qu'un effet d'affichage et n'est, en soi, pas une nouveauté. Il reprend la formule en vigueur pour la dette sociale qui est logée dans la CADES.

Pour réduire le poids de la dette qui pèse sur les États de l'Union européenne, le principe d'un cantonnement partiel non pas au niveau national mais au niveau européen a été avancé. Ce principe reprend la philosophie du plan de relance qui repose sur l'émission de titres obligataires européens destinés à financer des investissements au sein des différents États membres. La répartition des crédits ne s'effectue pas exclusivement en fonction du poids des États membres mais en fonction des difficultés rencontrées depuis le début de la crise sanitaire. Au-delà du plan de relance, certains imaginent faire de même pour le financement de la transition énergétique. Parmi les partisans de cette pratique figure notamment la France. D'autres y sont, en revanche, opposés, estimant qu'elle aiderait surtout les États dépensiers et mal gérés.

**

*

Les États peuvent-ils s'affranchir durablement du principe de rareté qui est sous-jacent à toutes les lois économiques ? Peuvent-ils sans fin accroître le niveau de leur endettement ? L'histoire prouve plutôt l'inverse. Toute période d'endettement ne se termine pas obligatoirement mal mais tout emballlement mal ou peu contrôlé expose à de graves problèmes comme ceux qu'ont rencontrés la Russie en 1998, l'Argentine en 2002 ou la Grèce en 2012. La monnaie comme les États reposent sur la confiance, valeur subjective dont la remise en cause intervient souvent de manière impromptue et brutale.

LE JAPON, UN MODELE A EVITER ?

Le Japon est-il, à son corps défendant, devenu un indicateur avancé des pays occidentaux ? Depuis les années 1990, le pays du soleil levant est confronté à une stagnation de son économie en lien avec la diminution de sa population dans un contexte de faible taux d'intérêt et d'endettement public croissant. Sur cette période, les pouvoirs publics ont suppléé à la faiblesse de la demande intérieure privé en la soutenant par un surcroît de dépenses. Celle-ci a engendré une envolée de la dette publique qui atteint près de 250 % du PIB, contre 90 % en 1995. Sur la même période, l'endettement public est passé de 75 à 145 % du PIB aux États-Unis et de 75 à 100 % du PIB pour la zone euro. Les dépenses publiques réelles ont progressé de 40 % au Japon entre 1995 et 2019, contre 30 % pour la zone euro. Aux États-Unis, la hausse a été encore plus forte qu'au Japon sur la période avec une augmentation de plus de 100 %, au prix d'un endettement croissant.

Le Japon est en avance, même si le terme peut paraître assez inadapté, en matière d'évolution démographique. Dans ce pays, près de 30 % de la population a plus de 65 ans, contre 16 % aux États-Unis et 22 % pour l'Union européenne. D'ici 2050, l'Europe et, dans une proportion moindre, les États-Unis se rapprocheront du Japon. L'âge médian de la population japonaise est de 48 ans, contre 38 ans aux États-Unis et 43 ans en Europe. La part des plus de 85 ans atteindra ainsi plus de 28 % au sein de l'Union européenne en 2050. La population japonaise perd plus de 300 000 habitants par an du fait du non-renouvellement des générations. Au sein de l'Union européenne, douze pays enregistrent un solde naturel négatif (excès de la mortalité sur la natalité) et neuf un solde global négatif (en

incorporant le solde migratoire). La population active (âgée de 15 à 64 ans) de l'Union européenne a diminué pour la première fois en 2010, et devrait baisser chaque année jusqu'en 2060. La proportion des personnes âgées de 80 ans ou plus dans la population de l'Union devrait plus que doubler d'ici à 2050, pour atteindre 11,4 %. En 2006, quatre personnes en âge de travailler (entre 15 et 64 ans) étaient comptées pour chaque personne âgée de 65 ans ou plus, quand en 2050, ce ratio devrait être de seulement deux personnes pour une.

Dans les prochaines années, en Europe comme aux États-Unis, les pouvoirs publics feront face à une forte demande de dépenses publiques, que ce soit pour la santé, les retraites, la dépendance, la formation ou la transition énergétique. Le potentiel de progression de la dette publique est donc important, ce qui devrait conduire les banques centrales à maintenir, autant que possible, les taux d'intérêt à long terme à des niveaux très bas. Une telle politique est pratiquée au Japon depuis plus de trente ans. Les taux ont baissé dans ce pays dès le début des années 1990 passant de 5 à 1 % dès le début des années 2000. Les États-Unis et la zone euro ont suivi le mouvement une dizaine d'années plus tard. Pour conserver des taux d'intérêt bas à long terme, la politique monétaire doit rester expansionniste et cela même si l'inflation revient. À plusieurs reprises des bouffées d'inflation ont été constatées au Japon, mais elles sont temporaires et n'ont pas conduit à des changements de politique monétaire. L'inflation a dépassé 2 % au Japon entre 1997 et 1999, entre 2007 et 2008 et entre 2013 et 2015, avec une pointe à près de 4 % en 2014. Lors de ces vingt dernières années, à quelques rares exceptions et de manière limitée, la

banque centrale n'a pas relevé réellement son taux de base. Si jusque dans les années 2000, les banques centrales américaine et européenne étaient réactives en cas de hausse des prix, ce n'est plus le cas actuellement (pour l'Union européenne depuis 2011). La banque centrale américaine a certes augmenté ses taux directeurs entre fin 2016 et mi-2019 mais avec beaucoup de modération et après avoir attendu la sixième année de croissance consécutive et le plein emploi. Ce choix avait d'ailleurs été vivement critiqué par le Président Trump. Avec la reprise de l'inflation en sortie de crise sanitaire, les banques centrales ont décidé de ne pas surréagir et d'apprécier le niveau d'inflation non pas en temps réel mais sur moyenne période. Par le passé, les taux directeurs étaient liés au taux du chômage. Quand celui-ci baissait, les banques centrales augmentaient leurs taux et inversement. Au Japon, le chômage est passé de 3 à 5 % de 1995 à 2001 pour revenir à 3,5 % en 2007 sans que cela n'ait eu d'incidence sur le taux de base de la banque centrale. Il en est de même entre 2009 et 2019 où le taux de chômage est passé de 5 à 3 %. Ce phénomène de déconnexion est également constaté, depuis 2008, en Europe et aux États-Unis. Le plein emploi n'a pas d'effet sur les taux direct car son impact sur les prix est de plus en plus faible. Logiquement, il devrait provoquer une hausse des salaires et contribuer à l'enclenchement d'une spirale inflationniste obligeant les banques centrales à réagir. La diminution de l'emploi industriel et l'essor de l'emploi tertiaire plus fragmenté donnent lieu à une moindre syndicalisation, ce qui explique, en partie, la moindre pression sur les salaires. La politique de désinflation engagée dans les années 1980 avec la remise en cause des clauses d'indexation y contribue également.

Pour maintenir les taux de long terme aussi bas que possible, l'inflation doit rester faible, ce qui suppose le maintien d'une relative rigueur salariale. Au Japon, depuis le début des années 2000, le partage des revenus se déforme au détriment des salariés. Ce phénomène est également constaté aux États-Unis. En Europe, il est moins net même si, avant la crise sanitaire, il tendait également à s'amplifier. Les coûts salariaux s'inscrivent partout à la baisse avec notamment des politiques de diminution des charges sociales. La déformation du partage des revenus au détriment des salariés conduit à une hausse de la profitabilité des entreprises et à l'apparition d'une situation d'excès d'épargne des entreprises (taux d'autofinancement supérieur à 100 %, c'est-à-dire des « cash flows » supérieurs au besoin d'investissement). Lors de ces vingt-cinq dernières années, les profits après impôts et intérêts, mais avant dividendes, sont en hausse que ce soit au Japon, en Europe ou aux États-Unis. Le taux d'autofinancement dépasse 200 % au Japon et 100 % aux États-Unis et au sein de la zone euro. En 1995, il était de 55 % au Japon, de 75 % pour la zone euro et de 80 % aux États-Unis. Les États captent une part croissante de l'épargne des ménages et des entreprises afin de soutenir la demande finale, ce qui est contreproductifs en termes économiques.

À la différence du Japon, en Europe comme aux États-Unis, les politiques monétaires accommodantes ont provoqué une envolée du prix des actifs (actions et immobilier). Depuis 1998, l'indice américain S&P a été multiplié par dix et l'indice européen Eurostoxx par quatre quand l'indice japonais Nikkei ne l'a été que de 1,8. En vingt-cinq ans, les prix des logements, ont progressé de 250 % aux États-Unis, de 130 % au sein

de la zone euro et de 20 % au Japon. La relative stagnation japonaise du prix des actifs s'explique par la forte augmentation des années 1970/1980 et par le déclin de la population. Par ailleurs, les ménages comme les entreprises japonaises ont privilégié les placements « obligations d'État » sur les placements à risques. 90 % de la dette de l'État sont placés en interne, l'appel à l'étranger restant une exception.

La japonisation des économies était une menace fréquemment évoquée avant la crise sanitaire. Le vieillissement de la population, l'aversion croissante aux risques, le recours à l'endettement pour soutenir la demande sont des évolutions partagées par l'ensemble des pays de l'OCDE, le Japon étant simplement en avance sur les autres. L'épidémie de covid a replacé la question du pouvoir d'achat et de la rémunération de certaines professions au cœur du débat public. Avec la baisse de la population active, un nouveau cycle plus favorable aux salaires peut-il s'engager ? La phase actuelle d'inflation est pour le moment essentiellement le produit du rebond brutal de la demande et de la désorganisation de certains marchés (matières premières, énergie, biens

intermédiaires, transports). En l'état, rien ne permet encore de prédire si la hausse des prix sera durable et si elle entraînera une augmentation des salaires. Sur le plan démographique, les pays occidentaux sont plutôt épris d'un sentiment de rejet de l'immigration même si le Brexit souligne les limites d'un tel système. Le Japon, à défaut de recourir aux travailleurs immigrés privilégie la robotisation à outrance avec, en parallèle, une faible croissance. L'Europe et les États-Unis suivront-ils sur ce sujet ? Les Américains sont partagés. Les États-Unis sont moins concernés par le vieillissement démographique que les deux autres grandes zones économiques occidentales en raison de leur politique d'accueil. Bien que moins généreuse que par le passé, cette dernière demeure réelle.

La convergence de l'Europe et des États-Unis sur le modèle japonais suppose le maintien d'un important effort d'épargne dont les États seraient les premiers bénéficiaires. Les épargnants à travers un mécanisme de répression financière (politique de maintien de taux d'intérêt bas) seraient ainsi amenés à financer une part croissante des dépenses publiques.

HORIZON FINANCE

LA FINANCE ET LE DEFI DE LA TRANSITION ENERGETIQUE

Depuis une dizaine d'années, le secteur financier s'engage à favoriser la transition énergétique notamment à travers leur politique d'investissement. Les investisseurs disposent, en effet, d'un levier important en conditionnant leurs apports de financement aux entreprises au respect des normes environnementales. Le groupe AG2R LA MONDIALE a ainsi mis en œuvre, depuis 2017, une politique d'exclusion pour sa gestion d'actifs qui a été durcie en 2020. Le groupe s'interdit ainsi d'investir dans les entreprises dont plus de 25 % de la production d'électricité est réalisée à partir de charbon ou dans celles qui réalisent plus de 25 % de leur chiffre d'affaires grâce à l'usage du charbon (activités d'extraction, de transport, d'ingénierie...). Tous les 2 ans, AG2R LA MONDIALE abaissera de 5 % le seuil d'exclusion avec une sortie définitive des portefeuilles en 2030.

Ces politiques d'exclusion visent tout à la fois à faire pression sur les secteurs qui en sont les victimes pour les inciter à changer de modèle de production et à faciliter l'orientation des capitaux vers des activités à faibles émissions de CO₂. Le passage de l'économie des combustibles fossiles à des sources d'énergie propres nécessite un effort financier important pour financer les infrastructures nécessaires. D'ici 2030, environ 4 000 milliards de dollars d'investissements dans l'énergie propre sont attendus chaque année, soit le triple du niveau actuel. L'insuffisance des capitaux peut s'expliquer par la faiblesse de la rentabilité à court terme des investissements réalisés dans les énergies renouvelables. La pression

publique et l'augmentation du prix du carbone constituent, néanmoins, des incitations de plus en plus fortes. Par ailleurs, l'afflux de capitaux vers le secteur décarboné est censé faciliter l'émergence de techniques à forte rentabilité.

La sanction des marchés en matière d'émissions de gaz à effet de serre ne concerne néanmoins qu'une partie de l'économie. De nombreuses entreprises, en particulier au sein du secteur de l'énergie, ne sont pas cotées ou sont contrôlées par des États (Coal India en Inde ou Saudi Aramco en Arabie saoudite). Ces entreprises n'opèrent pas sous le contrôle des gestionnaires de fonds institutionnels ou d'actionnaires qui tiennent à leur réputation et qui se sont engagés dans la lutte contre le réchauffement climatique.

Les politiques d'investissement des établissements financiers ne peuvent pas tout résoudre surtout qu'elles comportent un certain nombre de biais. L'exclusion des activités à fortes émissions de CO₂ comme la production d'électricité par le charbon ne conduit pas toujours à une réorientation des investissements au profit de secteurs jugés plus propres. Ainsi, les entreprises digitales profitent du retrait des investisseurs du secteur énergétique carboné. Or, les émissions de CO₂ des GAFAM progressent fortement. Elles représenteraient 5 % du total des émissions des entreprises de l'indice S&P500. Pour échapper à la vindicte du marché, des entreprises sont tentées d'externaliser leurs activités les plus polluantes. Des

entreprises pétrolières ont ainsi confié à des fonds ou à des sociétés de capital-investissement non cotées des activités à fortes émissions de CO₂. Face à la sanction des investisseurs, des entreprises peuvent être incitées à sortir de la cote, sachant qu'elles trouveront des actionnaires attirés par leur rentabilité. En sortant de l'écran radar de la bourse, elles subissent moins la pression des actionnaires et des ONG. Par ailleurs, les politiques d'exclusion peuvent punir des entreprises réalisant des efforts importants pour réduire leur empreinte carbone grâce à la force de leur recherche.

POUR UNE ÉPARGNE REELLEMENT PRODUCTIVE

Les pouvoirs publics incitent les ménages à privilégier les placements à long terme, en particulier en actions, afin de favoriser un financement optimal de l'économie. Avec la baisse des taux d'intérêt, les épargnants commencent cette réorientation de leur épargne vers des classes d'actifs qui offrent des rendements plus élevés, mais cette allocation est-elle réellement efficace ?

Depuis plusieurs années, les épargnants diversifient leur portefeuille en raison de la baisse des taux d'intérêt sur les dettes sans risque. Au sein de l'OCDE, les taux d'intérêt sur les emprunts d'État à 10 ans sont passés de 4 % à moins de 1 % de 2002 à 2021. Face à la perte de rendement des produits de taux, les ménages ont privilégié les achats de biens immobiliers et d'actions. Depuis 2010, le nombre de transactions immobilières a progressé de 50 % aux États-Unis comme en France. Les achats d'actions représentaient 4 % sur le premier semestre 2021 contre moins de 2 % en moyenne sur la période 2002/2019. A contrario, les obligations acquises par

Dans un souci de transparence, au niveau international, l'élaboration de règles communes en matière de reporting et de comptabilité est en cours de discussion, en particulier aux États-Unis. Cette clarification devrait s'appliquer à l'ensemble des acteurs économiques et notamment aux fonds de pension. L'instauration d'un prix carbone à l'échelle mondiale constituerait également un outil important afin d'éviter des distorsions de concurrence et de comparer plus finement les stratégies des entreprises dans leur lutte contre les émissions de gaz à effet de serre.

les ménages et les investisseurs institutionnels se sont élevées à moins de 1 % du PIB au premier semestre 2021, contre 2,5 % par an, en moyenne, sur la période 2002/2019.

Cette allocation de l'épargne peut s'avérer contreproductive en raison de sa nature spéculative. L'afflux d'argent a peu d'effet sur l'économie réelle. Si les indices boursiers ont été multipliés par trois au sein de l'OCDE depuis 2010, les émissions nettes d'actions cotées sont en baisse constante. Pour l'immobilier, toujours au sein de l'OCDE, les mises en chantier en 2021 sont inférieures de 20 % par rapport à celles de 2002 quand les prix de l'immobilier ont été multipliés par deux. La richesse immobilière représente plus de 200 % du PIB en 2021 au niveau de l'OCDE, contre 170 % en 2002. La capitalisation boursière s'élevait à plus de 140 % du PIB, contre 85 % en 2002. Dans les faits, l'épargne des ménages s'investit sur le marché secondaire et n'irrigue que faiblement l'économie productive. L'essor des cryptomonnaies obéit à la même règle. Le bitcoin attire

un nombre croissant d'épargnants séduits par son appréciation. Or ce placement ne génère aucune création de richesse en tant que tel. La capitalisation des cryptoactifs dépasse 2 000 milliards de dollars en 2021, contre moins de 100 milliards en 2017.

Faute de pouvoir compter sur un financement réel par le marché, les entreprises, surtout en Europe, sont tenues de recourir au crédit. Ce choix est d'autant plus facile à réaliser que les taux sont bas. En revanche, les entreprises seront fortement exposées

au problème de remboursement en cas de retournement de la conjoncture. Aux États-Unis, les entreprises peuvent compter sur la puissance des fonds de capital-risque, ce qui n'est pas le cas en France. De plus, une partie de l'épargne des ménages alimentant la rente immobilière, il en résulte une moindre irrigation du tissu productif et donc un sous-investissement. Cette mauvaise allocation contribue ainsi à réduire la croissance potentielle de l'économie.



TOUR D'HORIZON

L'EMPLOI, ENCORE L'EMPLOI ET TOUJOURS L'EMPLOI POUR SORTIR DE L'ORNIERE DES RETRAITES

Le vieillissement de la population et ses effets sont annoncés depuis une trentaine d'années avec le Livre Blanc sur les retraites publié en 1991. Au sein de l'OCDE, la population active (14/64 ans) qui augmentait dans les années 1990 de plus de 0,5 % par an, diminue depuis 2017. À la fin des années 2020, la baisse atteindra plus de 0,3 % par an. La proportion des plus de 65 ans au sein de la population active dépassera 26 % en 2040, contre moins de 14 % en 1990. Par le simple jeu de la démographie, toute chose étant égale par ailleurs, la croissance des pays de l'OCDE devrait passer de 1,2 % qui était son taux avant la crise sanitaire à 0,7 % dans les années 2020-2030.

La contraction de la croissance potentielle par vieillissement est imputable à l'augmentation des charges supportées par les actifs. Par ailleurs, une population active vieillissante est supposée moins productive. L'âge médian des populations occidentales dépasse désormais 40 ans et devrait se rapprocher de 45 ans d'ici le milieu du siècle. En France, sur une population active de près de 30 millions de personnes, plus de 9 millions ont plus de 50 ans.

Ces vingt dernières années, la tendance a été au moindre recours à l'immigration au sein des pays de l'OCDE. Quelques pays ont néanmoins continué à faire appel à la main d'œuvre étrangère. C'est le cas de la Nouvelle Zélande, du Canada, de l'Australie, de la Corée du Sud et de l'Espagne dont la population immigrée a augmenté de +0,6 à +1 %

par an par rapport à la population active. Les États-Unis, la Suède et le Royaume-Uni (avant le Brexit) se placent en matière d'immigration juste derrière tandis que la France a, réduit son recours à l'immigration avec un taux de croissance de 0,2 % en moyenne par an sur cette même période. Le Japon reste le pays de l'OCDE le plus fermé aux travailleurs étrangers. L'Allemagne est, en Europe, un cas à part, avec, entre 2015 et 2017, une forte ouverture de ses frontières conduisant à l'accueil de plus de 1,5 million de migrants. Les populations occidentales sont de plus en plus opposées à l'augmentation des populations immigrées. Les flux de nouveaux migrants tendent à ralentir. Le Conseil d'Orientation des Retraites a revu ses prévisions à la baisse. Il estime que le flux d'immigrés serait de 70 000 par an d'ici 2040, contre plus de 100 000, il y a quelques années.

L'augmentation de la population active peut être obtenue en améliorant le taux d'emploi, en particulier des seniors, à travers un relèvement de l'âge effectif de départ à la retraite. Les pays qui ont les taux d'emploi des 60/64 ans les plus importants sont le Japon, la Suède et la Nouvelle Zélande (plus de 55 %). Avec la Belgique et l'Autriche, la France est le pays où le taux d'emploi des plus de 60 ans est le plus faible (autour de 20 %). Depuis 1995, l'Allemagne, les Pays-Bas, la Nouvelle Zélande et la Finlande ont fortement accru le taux d'emploi des seniors (hausse de plus de 30 %). La France qui était très en retrait en la matière a enregistré une progression de 20 % de son taux d'emploi des 60/64

ans avec l'engagement des différentes réformes des retraites. La Grèce et le Portugal sont, en la matière, en fin de peloton.

À défaut de jouer sur la taille de la population active, l'augmentation de la productivité des actifs constitue une solution. Cela suppose un effort d'innovation, d'investissement et de formation pour accroître la production par tête. En matière de gains de productivité, les États-Unis sont en tête (+60 % de 1995 à 2019) devançant la Suède (+50 %) et le Danemark (+40 %). En un quart de siècle, la productivité par tête s'est accrue de 25 % en France et de 5 % en Italie. Le Japon dont la population active s'est contractée en moyenne de 0,6 % par an depuis 1995 a connu une hausse de la productivité de 18 %. Ces quinze dernières années, la productivité tend à s'étioler au sein des pays de l'OCDE, ne permettant pas une compensation du vieillissement de la population. Pour certains, cette baisse serait la conséquence de la mauvaise appréciation des effets de la digitalisation quand, pour d'autres, les économies occidentales seraient confrontées à un processus de stagnation séculaire. L'évolution des gains de productivité, clef de la croissance des prochaines années, relève donc d'un grand mystère. La crise sanitaire s'accompagne d'un recul de la productivité. La population active ayant un emploi a moins reculé que la production, en particulier en Europe et au Japon. Depuis la sortie des confinements, elle a tendance à augmenter plus vite que cette dernière ce qui, une fois de plus, joue contre la productivité et devrait peser sur la croissance à terme.

Pour le moment, tous les grands facteurs de compensation du vieillissement sont en panne. Face aux

besoins que génère ce dernier, une progression des déficits est incontournable. Ces dernières semaines, le Royaume-Uni prouve qu'il est difficile pour une économie développée de fonctionner normalement sans le volant de l'immigration. La soutenabilité de l'immigration sera donc un sujet clef dans les prochaines années tout comme la question de l'augmentation du taux d'emploi en incitant des personnes d'âge actif à revenir sur le marché du travail et en favorisant en particulier l'emploi des seniors. La diffusion du progrès technique sans effet de polarisation constitue un autre défi auquel sont confrontés les pays occidentaux. Ces dernières années, le digital a conduit à une substitution d'emplois peu qualifiés à des emplois industriels à forte valeur ajoutée, entraînant une stagnation de la productivité. Lors des précédentes révolutions industrielles, le progrès technique provoquait le remplacement d'emplois à faible valeur ajoutée par des emplois plus productifs. La révolution digitale n'a pas encore donné lieu à un tel processus. La constitution de situation de rente de la part des GAFAM, l'intégration partielle des apports de cette révolution au niveau du travail et l'ampleur des investissements à réaliser pour l'exploiter au mieux expliquent peut-être pourquoi, du moins pour le moment, le caractère créateur de richesse ne l'emporte pas massivement sur le caractère destructeur. La compensation du vieillissement passe sans nul doute par une augmentation forte et durable des gains de productivité permettant de générer les richesses nécessaires pour financer le surcroît de dépenses, sachant que ces richesses seront également fortes utiles pour accompagner la transition énergétique.

LE NUCLEAIRE, INCONTOURNABLE OU PAS, L'ETERNEL DEBAT

Avec la décarbonation, la demande en électricité augmentera dans les prochaines années. Elle sera notamment portée par l'abandon des moteurs thermiques dans les voitures et du fioul pour le chauffage des habitations. La montée en puissance des énergies renouvelables semble être insuffisante pour faire face à ce surcroît de demande d'autant plus que leur production aléatoire rend obligatoire la construction de centrales de substitution et la constitution de réserves. L'énergie nucléaire offre de nombreux avantages face à ces problèmes. Elle n'émet pas ou peu de CO₂ et est capable d'être acheminée quel que soit le temps. Depuis son émergence comme source d'énergie, le nucléaire suscite de nombreux débats en lien avec les éventuels risques de fuite d'éléments radioactifs et le retraitement des déchets. Les trois accidents, Three Mile Islands (1979), Tchernobyl (1986) et Fukushima (2011) ont porté atteinte à son développement. Lors des négociations environnementales, le nucléaire a donné lieu à des oppositions multiples. Ainsi, au Sommet de la Terre de Rio en 1992, l'Arabie saoudite a fait pression auprès des participants pour insérer le terme « écologiquement sûr et sain » devant les références aux « sources d'énergie » et « approvisionnements énergétiques » afin de disqualifier le nucléaire susceptible de concurrencer le pétrole. L'objectif est d'empêcher le nucléaire d'être intégré dans la liste des énergies permettant de compenser de réduire les émissions de CO₂.

Tchernobyl et Fukushima eurent plus d'effets sur le mix énergétique que les pressions saoudiennes cousues de fil blanc. Dans les années 1970, en réaction aux deux chocs pétroliers, de

nombreux États investirent dans la filière nucléaire entraînant une augmentation de la production d'électricité à partir de cette source de 130 % en moins de dix ans (1980/1990). La France fut un des pays qui s'employa à développer rapidement un parc de centrales nucléaires qui aboutirent à produire plus de 75 % du total de l'électricité du pays. Dès les années 1980, des études sont engagées pour produire de l'hydrogène grâce à l'énergie nucléaire. La production d'électricité d'origine nucléaire a culminé en 2006 avant de décliner, au point qu'en 2019 elle n'était que de 18 % supérieur à son niveau de 1992. En proportion de l'énergie primaire mondiale, son poids est passé durant cette période de 6,1 % à 4,3 %. Les coûts croissants du nucléaire avec le renforcement des dispositifs de sécurité, la contestation récurrente des écologistes et d'une partie de l'opinion ainsi que la non-internalisation du prix du carbone dans les autres sources d'énergie électrique ont entraîné le ralentissement voire l'abandon de certains projets de nouvelles centrales. L'Allemagne, l'Autriche, la Suisse et l'Italie ont décidé d'abandonner le nucléaire. En France, la centrale de Fessenheim a été fermée, aux États-Unis, cela pourrait être également le cas pour celle de Diablo Canyon en Californie. Ces dernières années, les surcoûts des centrales à réacteur pressurisé (EPR) ont dissuadé de nombreux États à se lancer dans l'aventure.

Face aux objectifs de décarbonation des économies et des besoins en hydrogène, la filière nucléaire pourrait néanmoins connaître un renouveau. La Chine qui possède déjà 50 centrales nucléaires, en a quinze autres en cours

de construction. Troisième producteur d'énergie nucléaire derrière les États-Unis et la France, elle devrait rapidement se hisser à la première place. Ce pays a réussi à développer son parc grâce à l'apport de technologies française, américaine et japonaise. Les Émirats arabes unis ont annoncé, au mois d'août 2021 l'entrée en service du premier réacteur de la centrale nucléaire de Barakah, qui devrait en compter quatre. L'Arabie Saoudite, autrefois opposée à cette énergie, a prévu également d'avoir sa centrale. L'Inde qui dispose déjà vingt réacteurs en fait construire cinq nouveaux.

Compte tenu des besoins énergétiques de la France, le Président de la République, Emmanuel Macron, a annoncé le 9 novembre dernier la construction de nouveaux réacteurs nucléaires sans en préciser le nombre. L'équation énergétique du pays dans les prochaines années pourrait se révéler complexe en raison de la l'arrêt, d'ici 2035, de 14 des 56 réacteurs. Les difficultés rencontrées dans la construction de l'EPR de Flamanville et l'opposition des écologistes ont retardé le lancement de nouvelles constructions. La filière nucléaire est confrontée à un manque de professionnels disposant des compétences adaptées, ce qui pourrait

compliquer la réalisation du programme présidentiel. À défaut d'opter pour de nouveaux EPR, le pays pourrait se tourner vers des projets de petits réacteurs modulaires (SMR), moins coûteux et plus fiables. Le lancement de ces microcentrales nucléaires n'est pas sans poser des risques environnementaux et de dissémination de matières radioactives. NuScale, une société américaine, a signé un accord pour vendre six de ce type de réacteurs à la Roumanie lors de la COP26 de Glasgow. La Russie qui possède déjà une centrale électrique SMR flottante se propose d'équiper des pays émergents ou en développement. La firme britannique Rolls Royce pense également à exporter de telles centrales. Ces dernières peuvent être fabriquées en usine et installées en fonction des besoins.

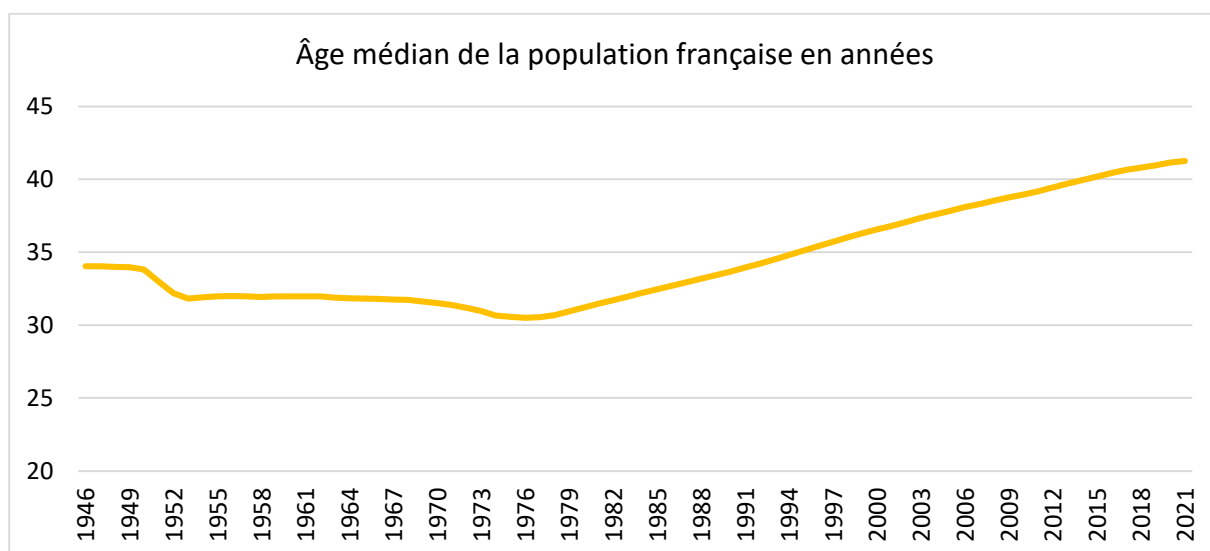
La transition énergétique et l'augmentation des prix des énergies fossiles remettent au goût du jour l'énergie nucléaire. Si les EPR par leur complexité et leur coût sont de plus en plus contestés, avec la banalisation de la technologie, des nouveaux réacteurs à bas prix pourraient modifier le marché de l'énergie dans les prochaines années.

POINTS DE REPÈRE

LA FRANCE VIEILLIT !

Après avoir été inférieur à 35 ans durant les Trente Glorieuses, l'âge médian de la population française (âge qui partage la population en deux parts égales)

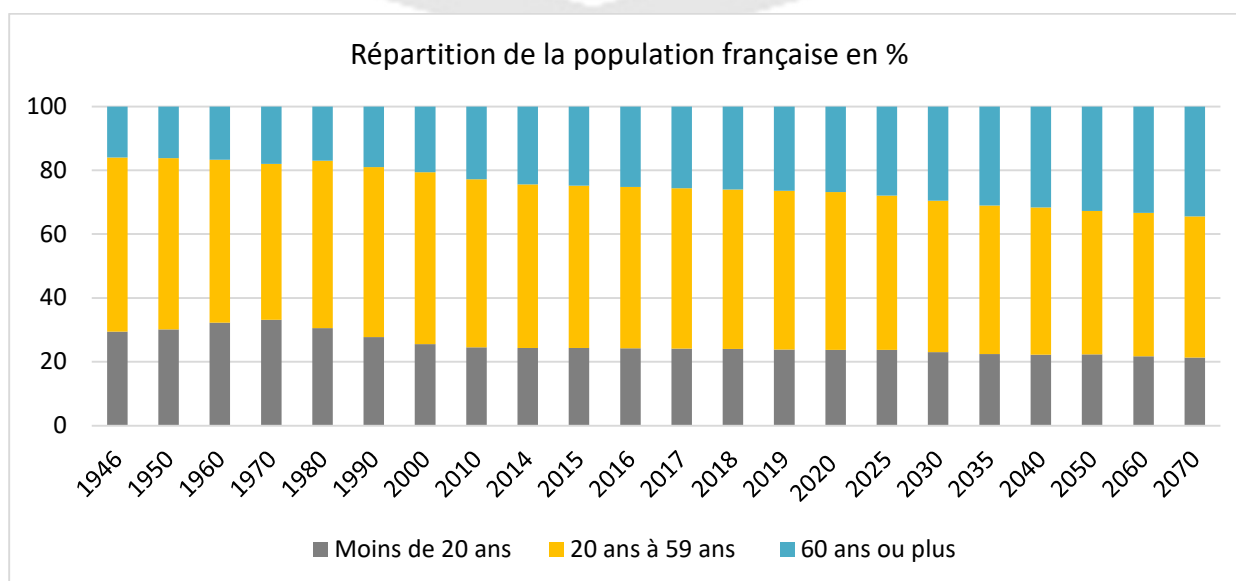
dépasse désormais 41 ans. Il devrait continuer à progresser pour atteindre 50 ans en 2050.



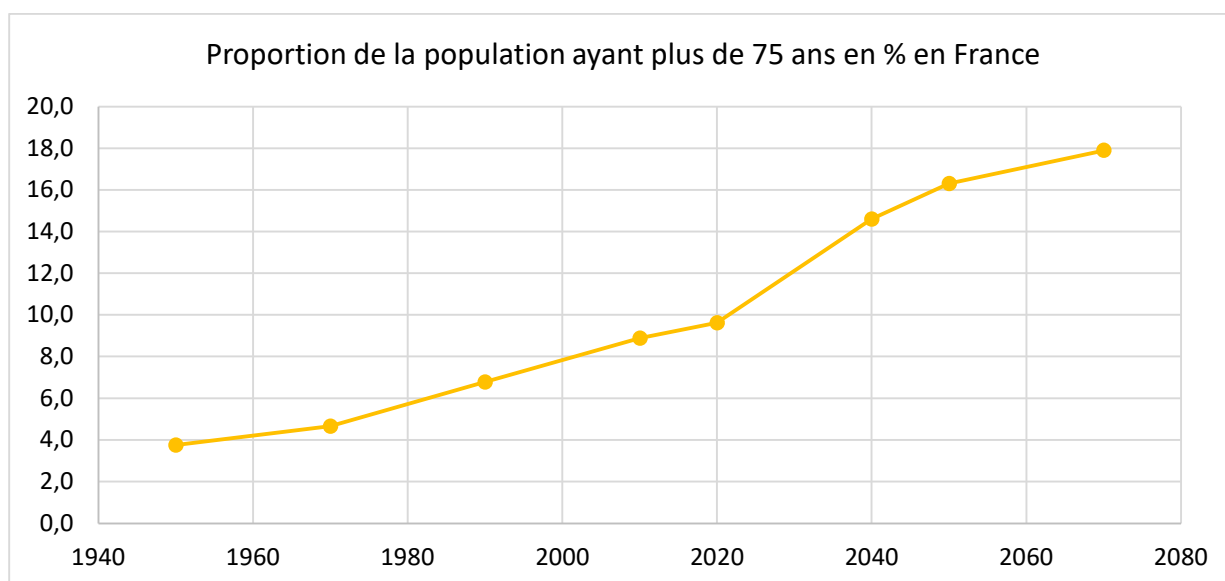
Cercle de l'Épargne – données INSEE

En 2020, les personnes de plus de 60 ans représentent 26,9 % de la population française. Ce ratio sera de 29,6 % en 2030 et de 32,8 % en 2050.

Il est à noter que la proportion des plus de 75 ans passera de 9 à 16 % de 2020 à 2050.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

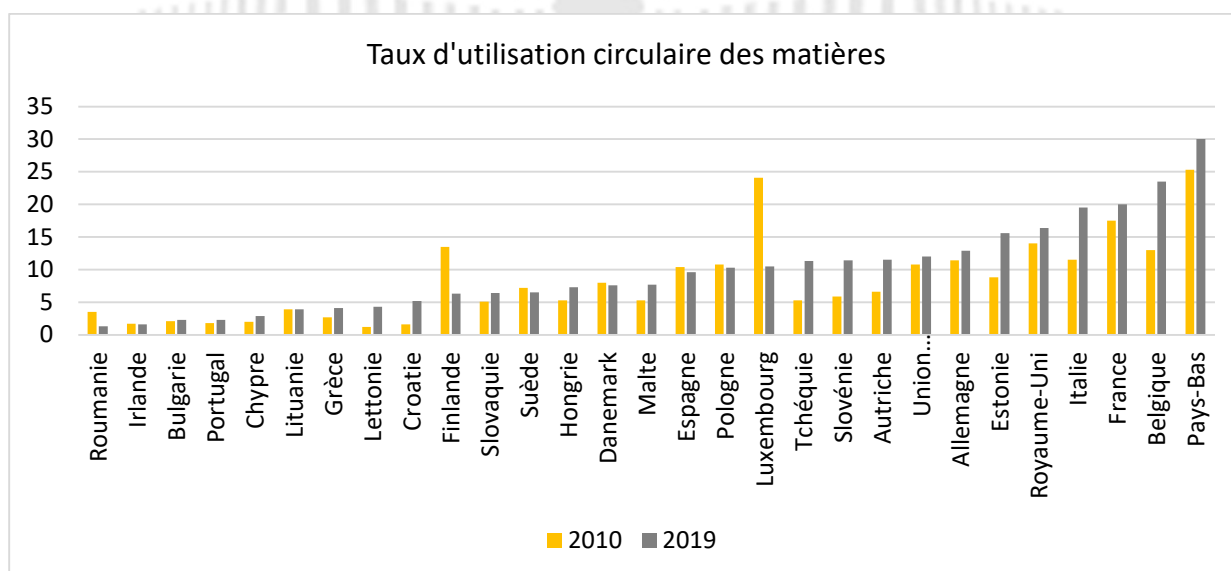


Cercle de l'Épargne – données INSEE

LA FRANCE, EN POINTE POUR L'ÉCONOMIE CIRCULAIRE

En 2020, le taux d'utilisation de matériaux circulaires au sein de l'Union Européenne (appelé taux de circularité) a atteint 12,8 %. Cela signifie que près de 13 % des ressources matérielles utilisées dans l'Union proviennent de déchets recyclés. Par rapport à 2019, le

taux de circularité a augmenté de 0,8 point de pourcentage (pp). Le taux a maintenu une tendance de croissance stable depuis 2004 (8,3 %), première année pour laquelle des données sont disponibles.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

En 2020, le taux de circularité était le plus élevé aux Pays-Bas (31 %), suivis de la Belgique (23 %) et de la France (22 %). Le taux le plus bas a été

enregistré en Roumanie (1 %), suivie de l'Irlande et du Portugal (tous deux 2 %).

LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2020	2 261	3 341	1 634	1 098	11 216
PIB par tête en 2020 En euros	33 437	40 173	27 084	23 281	32 678
Croissance du PIB En % - 2020	-8,3	-5	-8,9	-11	-6,8
3e trimestre 2021	+3,3	+2,5	+3,8	+2,7	+3,7
Inflation En % - novembre 2021	3,4	6,0 %	4,0	5,6	4,9
Taux de chômage En % - septembre 2021	7,7	3,4	9,2	14,6	7,4
Durée annuelle du Travail (2019)	1512	1386	1714	1687	-
Âge légal de départ à la retraite (2019)	62	65	67	65	-
Dépenses publiques En % du PIB 2020	62,1	51,1	57,3	52,3	54,1
Solde public En % du PIB 2020	-9,2	-4,2	-9,5	-11,0	-7,2
Dette publique En % du PIB 2020	115,7	69,8	155,8	120,0	98,0
Balance des paiements courants En % du PIB – avril 2021	-1,6	7,5	3,6	0,7	2,2
Échanges de biens En % du PIB – avril 2021	-3,0	5,8	3,8	-0,8	2,1
Parts de marché à l'exportation En % 2020	2,8	7,9	2,8	1,8	25,8
Variation 1999 - 2021 en %	-52,8	-21,3	-37,5	-15,0	-25,2

	Résultats – nov. 2021
CAC au 30 novembre 2021	6 721,16
Évolution en novembre	-1,60 %
Évolution sur 12 mois	+20,06 %
CAC au 31 décembre 2020	5 551,41
Daxx au 30 novembre 2021	15 100,13
Évolution en novembre	-3,75 %
Évolution sur 12 mois	+13,23 %
DAXX au 31 décembre 2020	13 718,78
Footsie au 30 novembre 2021	7 079,01
Évolution en novembre	-2,19 %
Évolution sur 12 mois	+11,17 %
Footsie au 31 décembre 2020	6 460,52
Euro Stoxx au 30 novembre 2021	4 063,06
Évolution en novembre	-4,41 %
Évolution sur 12 mois	+15,17 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2020	3 552,64
Dow Jones au 30 novembre 2021	34,483.33
Évolution en novembre	-3,73 %
Évolution sur 12 mois	+15,29%
Dow Jones au 31 décembre 2020	30 409,56
Nasdaq au 30 novembre 2021	15 556,36
Évolution en novembre	0,37 %
Évolution sur 12 mois	+25,49 %
Nasdaq au 31 décembre 2020	12 870,00
Nikkei au 30 novembre 2021	27 821,76
Évolution en novembre	-3,71 %
Évolution sur 12 mois	+4,42 %
Nikkei au 31 décembre 2020	27 444,17
Shanghai Composite au 30 novembre 2021	3 563,89
Évolution en novembre	+0,51 %
Évolution sur 12 mois	+5,08 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2020	3 473,07
Parité euro/dollar au 30 novembre 2021	1,1287
Évolution en novembre	-2,36 %
Évolution sur 12 mois	-5,62 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2020	1,2232
Once d'or au 30 novembre 2021	1 774,200
Évolution en novembre	-0,43 %
Évolution sur 12 mois	-0,74 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2020	1 898,62
Pétrole au 30 novembre 2021	69,240
Évolution en novembre	-17,36 %
Évolution sur 12 mois	+43,35 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2020	51,400

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