

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>L'Europe à la recherche de son destin</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>Baisser ou augmenter les salaires ?</i>	3
<i>Heurs et malheurs du diplôme en France</i>	4
HORIZON EXTÉRIEUR	9
<i>La Chine face à son vieillissement</i>	9
<i>Les nouvelles dimensions du monde du travail</i>	10
HORIZON FINANCE	14
<i>L'argent a-t-il changé de prix ?</i>	14
<i>Un nouveau cycle pour les actions</i>	16
HORIZON LOINTAIN	19
<i>Le retour de l'État après une fausse sortie</i>	19
POINTS DE REPÈRE	22
<i>les entreprises européennes et les TIC</i>	22
<i>Les entreprises françaises profitent des crédits à faibles taux</i>	23
<i>Les statistiques économiques</i>	24
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	25

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



L'EUROPE À LA RECHERCHE DE SON DESTIN

Deux ans après le début de la pandémie, l'Europe entre dans une nouvelle crise liée aux sanctions prises à l'encontre de la Russie. L'augmentation du prix de l'énergie qui pesait sur le pouvoir d'achat de nombreux ménages s'amplifie. Le cours des matières premières, surtout celles nécessaires pour les énergies renouvelables s'enflamme. L'Europe se trouve face à un défi sans précédent, celui d'opérer à grande vitesse une transition énergétique tout en étant dépendante de producteurs extérieurs. Tentant de s'organiser en interne, les Européens ont négligé de regarder à l'extérieur. L'émergence de la puissance chinoise, le réveil des nationalismes à l'Est ont été éludés. L'échec du référendum français sur le traité constitutionnel en 2005 a marqué un coup d'arrêt dans la construction européenne, la priorité étant donnée à la gestion de l'acquis, or en histoire, l'immobilisme est une petite mort qui ne dit pas son nom. L'histoire comme l'économie ne sont que mouvement, ceux qui s'arrêtent, qui regardent derrière trépassent. La Chine a payé un lourd tribut entre le XV^e et le XX^e siècle quand ses Empereurs ont refusé la réalité du monde extérieur. Si la multiplication des actes terroristes depuis le début du siècle était un signe de désagrégation du

monde issu de la Seconde Guerre mondiale, elle n'a pas donné lieu à une refondation des politiques étrangères et de défense. Il y a eu la volonté de croire à la possibilité de retrouver la vie d'avant. Les échecs répétés en Afghanistan, en Irak, en Syrie, en Afrique ont prouvé que cet espoir était vain. L'exacerbation des divisions internes à l'Europe qui a amené au départ du Royaume-Uni n'a pas facilité la réalisation de l'aggiornamento. Les Européens ont passé beaucoup de temps et dépensé beaucoup d'énergie à tenter de résoudre leurs problèmes internes. Face aux crises qui se répètent, chaque État a essayé d'en imputer la responsabilité aux autres, à la Commission, aux pays émergents, aux autres pays européens, à la mondialisation, etc. Il en fut ainsi avec les réfugiés. La Commission de Bruxelles est devenue le bouc émissaire parfait de l'impuissance des gouvernements. Autrefois symbole de paix, de prospérité, l'Union européenne est accusée de tous les maux. La crise sanitaire en a été un criant exemple même si l'accusation était injuste car elle ne dispose pas de compétences particulières en matière de santé. La crise ukrainienne oblige à repenser l'Europe, à fixer ses objectifs et à recadrer ses moyens. Elle doit également donner lieu à un partage de responsabilités claires avec une application fine du principe de subsidiarité.

*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

BAISSER OU AUGMENTER LES SALAIRES ?

Durant des années, en France, les salaires charges sociales comprises ont été jugés élevés, empêchant la création d'emplois et expliquant la dégradation de la compétitivité de l'économie. Face à ce constat, les pouvoirs publics ont mené des politiques visant à alléger le coût du travail, notamment en faveur des bas salaires, avec des exonérations de cotisations sociales.

La France se caractérise par un chômage élevé chez les personnes sans ou à faibles qualifications, laissant supposer que le coût du travail est trop élevé par rapport à la productivité des salariés concernés. La France se caractérise par ailleurs par un faible taux d'emploi pour les personnes ayant un niveau de formation primaire, 53 %. Il est de 72 % pour les diplômés de l'enseignement secondaire et de 85 % pour ceux diplômés de l'enseignement supérieur. Le niveau du salaire minimum a longtemps été mis en avant pour expliquer cette situation. Le SMIC représente 62 % du salaire médian en France, contre 50 % en Allemagne et 30 % aux États-Unis. En France, un nombre important de salariés est au SMIC, ce qui écrase l'échelle de rémunération. Par ailleurs, le taux de chômage des personnes à faible qualification (niveau primaire) est supérieur à 12 % quand celui des diplômés de l'enseignement supérieur est de 4 %. Le coût salarial unitaire (masse salariale y compris charges sociales/valeur ajoutée en volume) est de 0,61 en France, contre 0,56 en zone euro (hors France).

Dans le même temps, le niveau des salaires des emplois à faible qualification est jugé insuffisant, obligeant l'État à multiplier les prestations sociales ou les crédits d'impôts afin de garantir un niveau de revenu suffisant et de rendre le retour à l'emploi attractif pour les personnes au chômage. L'idée d'une sous-rémunération du travail est difficile à apprécier. De manière statistique, les salaires ont continué à augmenter depuis le début du siècle : +25 % en valeur réelle. En France, le partage de la valeur ajoutée se fait de manière plutôt favorable aux salariés. Les salaires ont, en effet, augmenté plus vite que la productivité. Le taux de marges bénéficiaires des entreprises en France est dans la moyenne des pays occidentaux. Il est stable dans le temps, tout comme le taux d'autofinancement. Si les rémunérations dans notre pays sont faibles c'est à mettre en lien avec le niveau des coûts de production et des faibles gains de productivité.

La faible rémunération du travail est souvent mise en avant, surtout par rapport aux revenus tirés de l'assistance. Depuis des années, les pouvoirs publics ont tenté d'améliorer l'attractivité du travail soit avec l'introduction de la prime d'activité, soit en réduisant l'indemnisation du chômage. La France se caractérise, en effet, par une durée d'indemnisation du chômage longue (24 mois) et un taux de remplacement élevé (68 %). Le durcissement du régime d'assurance chômage intervenu à compter du 1^{er} juillet 2021 a pu jouer un rôle dans la baisse rapide du taux de chômage en France. Dans le cadre de cette réforme, un mécanisme de dégressivité est introduit au début du 7^e

mois pour les salaires supérieurs à 4 500 euros bruts mensuels. La rémunération de ces salariés est réduite de 30 %, avec un plancher fixé à 2 261 euros net. Une nouvelle formule de calcul des droits est entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2021. Le salaire journalier de référence (SJR), servant de base au calcul de l'allocation chômage, doit être calculé non plus sur les jours travaillés dans les 12 derniers mois, mais sur un revenu moyen mensuel prenant en compte les jours travaillés et les périodes d'inactivité. Plus les demandeurs d'emploi ont un rythme de travail fractionné, plus ils risquent d'être touchés par une baisse de leur allocation chômage. Une étude d'impact de l'Unedic publiée en avril 2021 estime que ces nouvelles règles de calcul devraient entraîner une baisse de l'allocation journalière de 17 % en moyenne la première année pour 1,15 million d'allocataires. Elles devraient

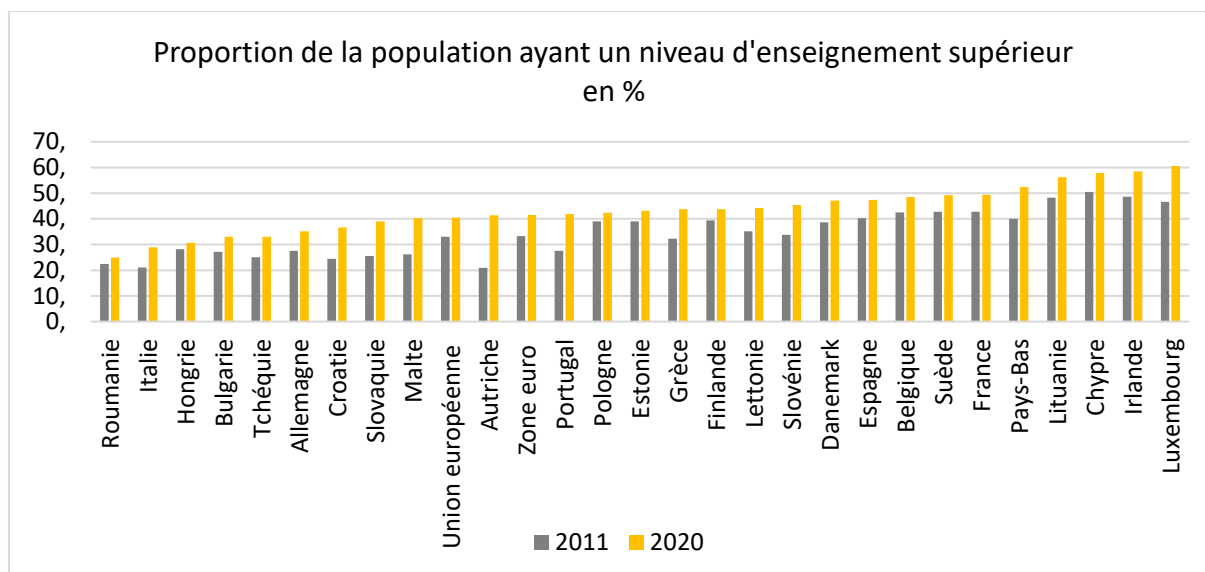
conduire à indemniser moins, mais plus longtemps, soit 14 mois en moyenne, contre 11 actuellement.

La question de la revalorisation des salaires est un sujet sensible, en particulier pour les emplois à faible qualification. La forte augmentation du coût du logement et, plus globalement, celle des dépenses pré-engagées ainsi que celles liées aux transports, justifient cette demande de revalorisation. Pour autant, selon les critères de rentabilité classiques, les salaires n'apparaissent pas sous-évalués. Le problème serait plutôt lié au niveau de gamme de la production française et aux faibles gains de productivité de ces dernières années. Une montée en gamme et un effort de formation doivent être menés pour autoriser des augmentations de salaire.

HEURS ET MALHEURS DU DIPLÔME EN FRANCE

En 2020, selon l'OCDE, en France, 49 % des 25-34 ans sont diplômés de l'enseignement supérieur, dont 14 % du supérieur court (niveau Bac +2) et 35 % du supérieur long (Bac +3 et plus). Dans les années 1990 et 2000, la France a rattrapé son retard en la matière. Au sein de l'Union européenne, 46 % des 25-34 ans sont diplômés de l'enseignement supérieur ; aux États-Unis, ce taux est de 50 %. La proportion de diplômés « supérieur long » est, en revanche, plus élevée au sein de l'Union Européenne

(40 % en moyenne). Réalisée en quelques années, la massification de l'enseignements supérieur s'accompagne d'un taux d'échec élevé pour l'obtention d'un diplôme. Par ailleurs, faute d'une réelle sélectivité, les jeunes suivent des études aux débouchés parfois incertains et n'aboutissant pas toujours sur des situations professionnelles enrichissantes. De nombreuses inégalités existent entre les étudiants en fonction des filières choisies.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Une massification de l'enseignement supérieur à la recherche du qualitatif

En 1960, la France ne comptait que 310 000 étudiants, contre 2,8 millions en 2020. Cette massification est liée à la montée en puissance à compter des années 1990 du nombre de bacheliers. De ce fait, il y a une véritable rupture entre les générations. Si 32 % des personnes âgées de 55 à 64 ans ne sont pas ou très peu diplômées (avec un diplôme correspondant au maximum au brevet des collèges), ce taux n'est plus que de 13 % parmi les 25-34 ans. La part des bacheliers passe de 37 % parmi les plus âgés à 69 % parmi les plus jeunes. Depuis les années 1990, une augmentation du nombre annuel de diplômes décernés à tous les niveaux de l'enseignement supérieur est constatée à l'exception des DUT (depuis 2000) et des doctorats. Cette augmentation a d'abord concerné les diplômes de premier cycle (en particulier BTS et licence dont le nombre a augmenté de 150 % sur la période). Elle est plus récente pour les diplômes de niveau master, et les grandes écoles dont le nombre a, respectivement, triplé et doublé en 30 ans.

En 2018, les dépenses allouées à l'enseignement supérieur en France s'élevaient à environ 1,2 % du PIB pour la part publique et à 1,5 % en ajoutant la part privée selon l'OCDE. La France se situe en la matière dans la moyenne des principaux pays européens. Elle dépense en revanche moins que les pays nordiques comme la Norvège ou le Danemark où la part des dépenses publiques s'élève respectivement à 1,8 et 1,5 % du PIB. En matière de dépenses totales d'enseignement supérieur rapportées aux effectifs d'étudiants, une baisse tendancielle s'est amorcée depuis les années 2010. La baisse des dépenses est plus marquée pour les étudiants à l'université. Si les effectifs étudiants ont augmenté de 20 % à l'université entre 2010 et 2020, le nombre d'enseignants a diminué de 2 %.

Le diplôme, un atout pour avoir des revenus plus élevés

L'obtention d'une formation de qualité et de haut niveau est une garantie pour l'emploi et pour l'accès à des revenus plus élevés. Selon l'INSEE, à 30 ans, les individus ayant étudié plus de deux années après le baccalauréat ont un

salaires d'environ 35 à 40 % plus élevés que les titulaires du baccalauréat que ce soit pour les générations nées en 1950 ou celles nées en 1980. Selon une étude de l'OCDE, en France, parmi les personnes âgées de 25 à 64 ans travaillant à temps complet, le revenu des titulaires d'une licence est de 36 % plus élevé que celui des personnes n'ayant que le baccalauréat (toutes sections confondues). Cet écart correspond à l'écart moyen observé dans l'Union européenne ; il est beaucoup plus faible (6 %) en Norvège et beaucoup plus fort (66 %) aux États-Unis. Une étude sur les données américaines a comparé des jeunes situés juste en-dessous et juste au-dessus des seuils d'admission à une université publique en Floride (Zimmerman S.D., *The Returns to College Admission for Academically Marginal Students*, Journal of Labor Economics, 2014), et a prouvé qu'une année supplémentaire d'études supérieures provoque une hausse de 11 % des revenus. Selon les travaux du Conseil d'Analyse Économique, une année supplémentaire d'enseignement supérieur génère 5 à 15 % de revenus en plus.

Si l'obtention d'un diplôme est un gage d'un revenu supérieur lors de la vie professionnelle, ce gain est fonction de la spécialité choisie par l'étudiant. Un diplôme de sciences (sciences physiques, informatique, mathématiques, ingénierie) est associé à un salaire 15 à 30 % plus élevé en moyenne qu'un diplôme de même niveau en sciences humaines et sociales. Les élèves de grandes écoles arrivent en tête en matière de revenus mais pour un coût d'études plus élevé que la moyenne. Les diplômes spécialisés dans les domaines des mathématiques, ingénierie, sciences et techniques de l'information et de la communication sont plus rémunérateurs que les diplômes équivalents en sciences de la matière et

du vivant, pour des coûts relativement similaires. En termes d'efficacité, il convient de souligner que les IUT arrivent en tête en raison d'un taux de réussite élevé, 68 % des étudiants ont leur diplôme, contre 29 % pour la licence.

Les études et espérance de vie, une corrélation

Plusieurs études ont également démontré que l'éducation entraîne une hausse des indicateurs de santé et d'espérance de vie, ce qui se répercute sur le bien-être et la satisfaction dans la vie. Un nombre élevé d'étudiants crée des externalités positives. Il favorise la diffusion du progrès technique et l'innovation. Il y a un lien direct entre le niveau de compétences et la croissance potentielle d'un pays. Une étude sur l'ensemble des régions européennes entre 1950 et 2010 (Valero A. et J. Van Reenen, *The Economic Impact of Universities, Evidence from Across the Globe*, Economics of Education Review, 2019) a souligné qu'une augmentation de 10 % du nombre d'universités dans une région donnée a augmenté le PIB par tête de 0,4 % dans cette même région. La hausse de la productivité générée par une population plus diplômée permet également d'assurer la croissance des salaires pour tous. Un nombre plus élevé de diplômés améliore également les rentrées fiscales en lien avec l'augmentation des revenus. Il conduit à une compétitivité accrue et donc sur de potentiels excédents commerciaux. Pour le Conseil d'Analyse Économique, les dépenses d'enseignement supérieur s'autofinanceraient.

Les étudiants pas tous égaux

L'accès à l'enseignement supérieur est près de trois fois plus fréquent chez les jeunes de milieu aisé que pour ceux dont les parents figurent parmi les plus

modestes : parmi les 20 % les moins aisés, environ 1 jeune sur 3 est inscrit ou a été inscrit dans un cursus de l'enseignement supérieur, contre 9 jeunes sur 10 parmi les 10 % les plus aisés. 5 % des jeunes dont les parents font partie des 50 % les moins aisés accèdent aux classes préparatoires, aux études de médecine, aux grandes écoles et doctorats contre 30 % des jeunes dont les parents appartiennent au dernier décile. 80 % des jeunes dont les parents appartiennent au dernier décile de revenu envisagent d'obtenir un diplôme de master ou un doctorat, contre moins d'un jeune sur trois parmi ceux dont les parents sont les moins aisés.

La France se caractérise par un taux d'échec important dans l'enseignement supérieur. Cette situation concerne en premier les bacheliers professionnels. Le taux d'obtention de la licence en trois ou quatre ans n'est que de 16 % pour les détenteurs de baccalauréats technologiques et de 6 % pour les bacheliers professionnels.

Le niveau des dépenses par étudiant diffère en fonction des filières

D'après les chiffres du Compte de l'éducation du ministère de l'Éducation nationale, la dépense par étudiant en France s'élevait, en moyenne, à 11 530 euros en 2019, avec des disparités entre les types de formation. Elle est de 10 110 euros à l'université, de 14 270 euros pour les sections de techniciens supérieurs et de 15 710 euros pour les classes préparatoires aux grandes écoles. Ces données reflètent imparfaitement la dépense par étudiant car elles englobent les dépenses liées à la recherche, à l'organisation du système éducatif, et la plupart des aides financières directes et indirectes octroyées aux étudiants. Le Conseil d'Analyse Économique a retraité les

statistiques du Ministère de l'Éducation Nationale pour déterminer les coûts réels de formation. Ils s'élèveraient en moyenne à 5 250 euros par an et par étudiant. Ce coût moyen annuel varierait de 3 700 euros pour une année de licence à près de 13 400 euros pour une année en classe préparatoire soit un rapport de 1 à 4. Les disparités entre spécialités sont marquées, allant d'un coût moyen annuel de 3 100 euros dans le domaine « normes et institutions » à 8 700 euros dans le domaine « maths, informatique, sciences de l'ingénieur ». En conjuguant la durée de la formation (sans redoublement) et le coût annuel selon le niveau et la spécialité du diplôme, les disparités d'investissement total entre différentes formations sont très importantes, 11 000 euros pour une licence en langues étrangères, 15 700 euros pour un master en droit, plus de 31 000 euros pour un master en informatique et près de 60 000 euros pour un diplôme d'ingénieur. Les écarts de coûts s'expliquent par le poids des rémunérations de personnels. Le niveau d'encadrement diffère selon les filières. Il y a 3,5 enseignants-chercheurs pour 100 étudiants en licence contre 8,9 en DUT et 9 dans les écoles d'ingénieur, soit un taux d'encadrement plus de deux fois supérieur. Concernant la somme de toutes les heures de cours pour l'ensemble des enseignants rapportée au nombre d'étudiants, le ratio est de 16 heures par étudiant en licence contre plus de 40 en DUT.

En une trentaine d'années, la France a réalisé une révolution quantitative de grande ampleur en permettant à une majorité des jeunes d'effectuer des études supérieures. Cette mutation ne s'est pas accompagnée d'une réorganisation de l'enseignement supérieur et notamment des universités qui ont dû gérer l'afflux d'un grand nombre d'étudiants. Le manque

d'investissement et d'encadrement a conduit au maintien d'un fort taux d'échec dans l'obtention des diplômes. L'absence de sélection à l'entrée à l'université ne facilite par l'orientation des étudiants en fonction de leurs compétences. Cette absence qui est devenue un principe intangible a pour corollaire l'existence de filières très sélectives représentées notamment par les grandes écoles. Ce système dual aboutit au maintien d'importantes inégalités. La tentation de la banalisation des grandes écoles revient périodiquement au cœur des débats. Sciences Po a ainsi supprimé les épreuves de culture générale et a mis un

terme à ses examens écrits à l'entrée. Par ailleurs, un dispositif discriminant a été institué pour favoriser l'accès à l'école de jeunes issus des quartiers en difficulté. L'autre solution proposée est de transformer les grandes écoles en pôles d'excellence placés au cœur des grandes universités. Au-delà des aménagements, un effort en faveur des universités suppose une amélioration des conditions de travail des étudiants avec une augmentation des effectifs enseignants afin de réduire le nombre de jeunes sortant de l'enseignement sans diplôme et sans emploi.



HORIZON EXTÉRIEUR

LA CHINE FACE A SON VIEILLISSEMENT

La Chine connaît un vieillissement démographique significatif. Celui-ci est la conséquence de la politique de l'enfant unique décidée sous le règne de Mao afin de lutter contre les famines. Son abandon n'a occasionné qu'une très légère remontée du taux de fécondité qui est passé de 1,6 à 1,7 de 1999 à 2020, soit un taux inférieur à celui de la France (1,9). Le taux de natalité est en Chine de 8 ‰, contre 11 ‰ en France. Le non-renouvellement des générations provoque une forte augmentation des personnes de plus de 60 ans qui représentaient 19 % de la population totale, contre 9 % en 1995. Les séniors devraient représenter 30 % de la population en 2040. La proportion de personnes d'âge actif a commencé à baisser depuis le début des années 2020.

En Chine, les pouvoirs publics ont peu anticipé les conséquences de ce vieillissement démographique. Le pays se caractérise par la très faible taille des systèmes de retraite et de santé. Les dépenses publiques de retraite s'élevaient à moins de 6 % du PIB en 2020, contre plus de 11 % pour la zone euro. Il convient néanmoins de noter qu'elles ont été multipliées par près de trois en Chine lors de ces vingt dernières années. Les dépenses de santé représentaient dans ce pays moins de 4 % du PIB en 2020, contre plus de 7 % de PIB en zone euro. Elles ne sont en réelles augmentation en Chine que depuis les années 2010.

Faute de disposer d'un système de retraite et de santé développé, les Chinois sont contraints d'épargner des sommes importantes. Le taux d'épargne

des ménages progresse depuis 2005 en passant de 25 à plus de 30 % du revenu disponible brut. Cet effort accru d'épargne conduit à un affaiblissement de la consommation.

Toute réduction de la population active est susceptible d'amener une érosion de la croissance potentielle. Celle-ci peut être endiguée par une hausse des gains de productivité. Depuis la fin des années 2000, ces gains sont en baisse. Ils sont passés de 9 % à moins de 5 % par an. La croissance potentielle du pays décline et se rapproche de 2,5 % quand elle dépassait 6 % il y a quelques années. Cette chute est également la conséquence de la faiblesse des investissements des entreprises. Cette faiblesse s'accompagne du recul des investissements étrangers en Chine. Ils sont passés de 5 % du PIB dans les années 2000 à moins de 2 % ces dernières années. Ce recul est lié aux tensions croissantes entre Occident et Chine et au moindre intérêt économique à investir en Chine du fait de la montée des coûts. La multiplication des déséquilibres financiers en Chine freine également les investissements. La dette totale est passée de 90 à près de 300 % du PIB de 1995 à 2020. Elle est en partie liée aux investissements immobiliers peu rentables.

Comme le Japon ou l'Allemagne, la Chine n'a pas d'autre solution que de jouer la carte des exportations pour financer les dépenses générées par le vieillissement de sa population qui affaiblit la demande intérieure. Cette dépendance au commerce extérieur exige l'amélioration permanente de sa compétitivité. La Chine ne peut pas s'exposer à d'importantes rétorsions

commerciales de la part des pays importateurs sans risquer de remettre en cause sa croissance. Cette situation pourrait inciter les autorités chinoises à être plus conciliantes sur le terrain de la géopolitique. Elles devraient dans les

prochains mois essayer de maintenir un subtil équilibre entre la Russie dont elles se sont rapprochées et l'Occident dont elles ont besoin, du moins pour le moment.

LES NOUVELLES DIMENSIONS DU MONDE DU TRAVAIL

Que ce soit aux États-Unis, en Allemagne, aux Pays-Bas et même en France, la gestion de la main d'œuvre est devenue la principale préoccupation des chefs d'entreprise. Outre-Atlantique, les rémunérations sont en hausse de plus de 4 % sur un an, une augmentation jamais vue depuis 20 ans. Le 2 février dernier, Meta a enregistré une chute de sa capitalisation provoquée par la diminution de son nombre d'utilisateurs et par la baisse des bénéficiaires, due en partie à une augmentation des coûts liés aux employés. Face à l'évolution du marché du travail, les entreprises de toutes tailles et de tous secteurs tentent de réagir en expérimentant de nouvelles techniques tant pour le recrutement, la formation et la gestion du personnel. Certaines de ces stratégies seront temporaires, d'autres sont amenées à changer les relations professionnelles.

Le marché américain de l'emploi américain en grande tension

Aux États-Unis, le marché de l'emploi est en état de lévitation. Au mois de décembre, 10,9 millions d'offres d'emploi ont été proposées, en hausse de plus de 60 % par rapport à décembre 2019. Seuls six travailleurs étaient disponibles pour dix emplois ouverts. En novembre, 4,5 millions de travailleurs ont quitté leur emploi, un nouveau record en la matière. Aux États-Unis, le déficit de main d'œuvre est important en particulier chez les hommes, fin janvier, près de 3 %

n'auraient toujours pas repris le chemin du marché de l'emploi. Le taux de participation des hommes plafonne ainsi en dessous des niveaux d'avant la pandémie. La baisse sensible de l'immigration durant la présidence Donald Trump se poursuit depuis le début de la crise sanitaire. Par ailleurs, selon une étude de la Federal Reserve Bank of St Louis, cette crise aurait incité 2,4 millions d'actifs à anticiper leur retraite aux États-Unis.

Des primes avant les augmentations de salaire

Pour conserver leurs salariés ou attirer les talents, les entreprises américaines privilégient pour le moment les primes par rapport aux augmentations de salaire. Avant les fêtes de Noël, Amazon a décidé d'attribuer une prime de 3 000 dollars à ses salariés. La rémunération des avocats des 50 plus grands cabinets américains a augmenté de 16,5 % l'an dernier, en partie grâce aux primes, selon une enquête de Citigroup et Hildebrandt, un cabinet de conseil. En janvier, Bank of America a annoncé qu'elle distribuerait à son personnel un milliard de dollars en actions restreintes qui s'acquièrent au fil du temps. Quelques grandes entreprises ont néanmoins décidé d'augmenter la rémunération de leurs salariés les plus modestes. Le salaire horaire de base de Bank of America atteindra 25 dollars d'ici 2025, contre 20 dollars en 2020. En septembre, Walmart, le plus grand

employeur privé américain a fixé son salaire minimum horaire à 12 dollars de l'heure, en dessous de l'exigence de 13 à 14 dollars retenus par de nombreux États, mais au-dessus du salaire minimum fédéral de 7,25 dollars. Amazon a relevé le salaire moyen dans ses entrepôts à 18 dollars. Le salaire horaire moyen des employés de production et non cadres en décembre était supérieur de 5,8 % au niveau d'un an plus tôt. Pour le moment, les hausses des salaires restent inférieures à l'inflation. Les rapports de force salariaux évoluent doucement. Cette situation s'explique peut-être par des taux de syndicalisation qui restent très faibles en particulier dans les secteurs du digital. 10,3 % des travailleurs américains étaient syndiqués en 2021. Dans le secteur privé, ce taux n'est que de 6,1 %.

Les entreprises forment leurs futures recrues

Face à la pénurie de main d'œuvre, les entreprises américaines sont contraintes de revoir à la baisse leurs critères de recrutement. La part des offres d'emploi indiquant « aucune expérience requise » a plus que doublé entre janvier 2020 et septembre 2021, estime la société d'analyse économique « Burning Glass ». Les entreprises abandonnent l'idée d'avoir des diplômés en master même si elles rechignent à embaucher des jeunes sans qualification. Aux États-Unis, comme en France ou en Allemagne, les entreprises sont conduites à former leurs futurs salariés. Toujours selon « Burning Glass », la proportion des offres américaines d'emploi proposant, en septembre 2021 une formation était supérieure de plus de 30 % à celle de janvier 2020. De plus en plus d'entreprises en lien avec les chambres de commerce, les universités mettent en place des centres de formation dont certains sont en ligne.

Google a ainsi décidé que les travailleurs obtenant un certificat en ligne en analyse de données, par exemple, sera traité comme un travailleur titulaire d'un diplôme de quatre ans.

La transformation d'emploi à temps partiel en emploi à temps complet est une autre solution pour limiter les problèmes de main d'œuvre. Walmart a décidé que deux tiers de ses salariés seraient désormais à temps plein contre la moitié en 2016. Plusieurs entreprises tentent de modifier l'organisation du travail afin d'en réduire la pénibilité. Amazon et Starbucks qui font l'objet de multiples plaintes sur ce sujet ont entrepris de revoir en profondeur les conditions de travail. Au sein des directions humaines, des postes sont créés afin de scruter, d'analyser les démissions. Des conseillers sont embauchés pour prévenir leur multiplication. Ils doivent traiter en amont les salariés qui pourraient avoir la tentation de changer d'emploi.

Un recours croissant à l'automatisation

Faute de personnel, aux États-Unis, des restaurants ont été contraints de fermer ou de réduire leur service. Des chaînes hôtelières, dont Hilton, ont décidé de ne plus faire le ménage au sein des chambres tous les jours. En France, afin de limiter les interactions durant l'épidémie, cette solution avait été également mise en œuvre. Elle pourrait perdurer, les clients sauf avis contraire étant appelés à faire leur lit durant leur séjour.

Les entreprises s'équipent de plus en plus de robots pour pallier le manque de personnel. Selon l'Association for Advancing Automation, les commandes de robots aux États-Unis l'année dernière ont dépassé le sommet pré-pandémique

en volume et en valeur. En Europe, les investissements dans la haute technologie progressent également rapidement. Les robots de service se développent, que ce soit pour le ménage ou la restauration. En Chine, au village olympique, les plats et les boissons sont servis par des robots. Les centres de logistiques et les entreprises de transports s'équipent afin d'automatiser l'emballage et l'étiquetage. Le secteur agricole qui recourait à de nombreux employés saisonniers s'équipe également pour cueillir, ramasser, sélectionner, emballer et acheminer. Aux États-Unis, l'entreprise McEntire Produce en Caroline du Sud qui expédie chaque année pour les chaînes de restauration rapide plus de 45 000 tonnes de laitue, de tomates et d'oignons en tranches, est passé à l'automatisation faute de main d'œuvre. Le coût des robots ayant fortement diminué, ils deviennent compétitifs par rapport à un salarié. Des sociétés de location louent des robots à la journée à un prix deux fois plus faible que le coût d'un salarié.

L'Allemagne, une pénurie de main d'œuvre sur fond de vieillissement rapide de la population

L'Allemagne est également confrontée à de réels problèmes de main d'œuvre. Si les démissions n'ont pas la même ampleur qu'aux États-Unis, l'industrie ne fait plus rêver. Les jeunes ne veulent plus vivre dans des bassins industriels. Ils partent pour les grandes métropoles. Les cités des anciens Länder de l'Est sont confrontés à un exode important. En Saxe, des dizaines de milliers de jeunes de moins de 35 ans sont partis ces trente dernières années. Face à la pénurie de main d'œuvre, les maires et les employeurs ont lancé en 2019 un programme afin de sensibiliser les jeunes sur l'intérêt de l'industrie. Des visites d'usines sont organisées et des multiples

mesures d'incitation ont été instituées afin de les encourager à s'inscrire en apprentissage. Malgré le renfort de l'immigration, l'Allemagne doit faire face à une diminution de sa population active. Celle-ci devrait se contracter de 5 millions d'ici 2030. Le taux de chômage est inférieur à 3 % dans de nombreux Länder. L'industrie peine à attirer les jeunes tout comme les hôtels, les restaurants ou les compagnies aériennes. Les jeunes allemands privilégient les emplois dans le secteur public, à horaires fixes et situés en milieu urbain. En octobre dernier, 43 % des entreprises allemandes ont déclaré souffrir d'un manque de main-d'œuvre qualifiée, contre 23 % un an plus tôt selon une enquête menée auprès de 9 000 entreprises par la KfW, la banque de développement de l'État, et Ifo.

L'Allemagne aurait besoin de 400 000 travailleurs immigrés par an pour compenser les effets du vieillissement de la population. En Allemagne, à l'exception de l'AFD et d'une partie de la CDU/CSU, un large consensus existe pour l'accueil de travailleurs immigrés.

Face à la pénurie de main d'œuvre, en Allemagne comme aux États-Unis, les entreprises prévoient d'augmenter les salaires. Selon l'institut Ifo, 78 % d'entre elles estiment que les salaires augmenteront, cette année, de 4,7 %. Par ailleurs, le salaire minimum horaire en Allemagne devrait passer, d'ici la fin de l'année 2022, de 9,6 à 12 euros.

De nouvelles méthodes de gestion du personnel en Allemagne

Pour conserver ses jeunes employés, Allianz met en avant une organisation plus flexible à travers un programme baptisé « nouvelles méthodes de travail » qui comprend des options telles que le travail à distance au moins 40 %

du temps. Il est également possible pour les salariés d'être en télétravail à l'étranger. Les déplacements professionnels sont réduits au maximum tout comme les réunions. Cette compagnie d'assurance limite ainsi les réunions à 25 ou 50 minutes et permet une pause entre les appels. En outre, il fournit un soutien en matière de santé mentale, y compris aux employés qui préfèrent rester anonymes. Un travail à la tâche, à la mission, se développe avec un recours aux outils digitaux de plus en plus poussés. Bosch permet à ses salariés de choisir parmi cent modes de travail. Il est possible de composer son travail comme une voiture avec de multiples options. Il est ainsi admis d'occuper des postes de management ou des postes opérationnels, de passer de l'un à l'autre tout en ayant la même rémunération. Un salarié peut avoir plusieurs emplois à temps partiel au sein de l'entreprise. Pour attirer de nouveaux salariés, les entreprises allemandes proposent de plus en plus de services comme la garde d'enfants, les activités sportives. Bosch a dépensé 75 millions d'euros pour la création d'un centre de santé au sein de son siège à Abstatt et une salle de sport. Delivery Hero, une entreprise de livraison de nourriture en ligne basée à Berlin, propose aux travailleurs des cours de yoga virtuels, des abonnements à une salle de sport et des locations de vélos subventionnées. Plusieurs entreprises proposent des cycles de conférence pour leurs salariés.

Elles en organisent pour des étudiants afin de se montrer sous leurs meilleurs atours. De plus en plus d'entreprises allemandes mettent en place des formations pour leurs salariés afin d'augmenter leurs compétences. Allianz encourage les employés à consacrer une heure de travail par semaine pour suivre un cours parmi les plus de 10 000 proposés, de la conception graphique au big data. Siemens dépense 175 millions d'euros par an pour la formation et le recyclage de ses travailleurs en Allemagne (et presque autant dans ses opérations à l'étranger).

En France, les entreprises s'adaptent également face à la pénurie de main d'œuvre. JC Logistique, une PME de 38 salariés installée dans un village des Vosges, à une trentaine de kilomètres de Remiremont, a décidé de passer à la semaine de quatre jours pour attirer des jeunes. Total Energies réfléchit également à passer à la semaine de travail de 4 jours. De nombreuses entreprises mettent en avant la possibilité d'avoir deux journées télétravaillées en dehors des périodes de restriction sanitaire. De plus en plus proposent des services ou des activités (sports, livraisons au bureau des courses, pressing, etc.).

HORIZON FINANCE

L'ARGENT A-T-IL CHANGÉ DE PRIX ?

Pendant des années, les banques centrales ont essayé en vain d'obtenir une inflation de 2 %. Depuis que ce taux a été obtenu, elles sont accusées d'avoir perdu le contrôle de la situation. Une pression de plus en plus forte s'exerce afin qu'elles remontent leurs taux directeurs. L'époque est à l'émotionnel et à la montée aux extrêmes non pas dans les actes mais dans l'expression.

De multiples facteurs concourent à la remontée des prix dont la transition énergétique et le vieillissement de la population. Le cycle de la stagnation des prix et des taux historiquement faibles s'achève mais cela ne signifie pour autant que le monde s'oriente vers un remake des années 1970.

Depuis une dizaine d'années, les économies occidentales se sont habituées à vivre avec des taux inférieurs à 2,5 %. En 1990, les taux des banques centrales étaient supérieurs à 5 %. Le financement bon marché est devenu une des caractéristiques majeures des économies riches. Il a permis aux gouvernements d'accumuler des déficits sans précédent et a conduit à une appréciation des valeurs boursières et des biens immobiliers. Pour soutenir leur économie, les gouvernements multiplient les aides aux ménages sous forme de chèques, de crédits d'impôts. Les entreprises se voient également épauler avec des exonérations de charges et des prêts garantis. Les faibles taux ont amené à une socialisation rampante des revenus.

« Étonnant d'avoir été étonné »

Les autorités semblent avoir été surprises par l'envolée des prix bien qu'elle ne soit que la conséquence d'une augmentation sans précédent de la base monétaire et une augmentation du cours de l'énergie et des matières premières. Grâce au maintien du pouvoir d'achat des ménages, la demande, dès la fin des confinements, est repartie bien plus vite que l'offre, ce qui a provoqué de multiples goulets d'étranglement. Dans un premier temps, les banques centrales ont fait le pari d'une inflation qui ne devait durer que quelques mois. Mais, six mois après sa réapparition, elle atteint plus de 7 % aux États-Unis et 5 % en zone euro. Désormais, elles estiment que l'inflation pourrait perdurer au moins jusqu'à la fin du premier semestre 2022. Elle se répercute sur les salaires notamment aux États-Unis. Outre-Atlantique, les salaires ont augmenté de plus de 4 % en rythme annuel au mois de janvier.

De l'attentisme au risque de surréaction

Même si après un arrêt sur image de plusieurs mois, une décompression économique amène obligatoirement un échauffement prenant la forme de hausse des prix, les banques centrales entendent réagir rapidement au risque de casser la croissance. Au niveau mondial, douze banques centrales ont déjà relevé leurs taux dont la Banque d'Angleterre qui l'a fait à deux reprises. La Réserve Fédérale devrait, en 2022, procéder à au moins trois hausses avec comme objectif un taux de 2 % en 2024 contre 0/0,25 % actuellement. Certains affirment qu'elle pourrait relever dès cette année son taux

de 1,75 point, ce qui serait la plus forte hausse constatée depuis 2005. La Banque centrale européenne qui n'a pas relevé ses taux depuis plus d'une décennie est de plus en plus attendue sur le sujet. Un nombre croissant d'experts parie sur une augmentation dès cette année quand celle-ci ne devait pas, en principe, intervenir avant 2023. Au-delà de ces relèvements, les taux réels devraient rester faibles et en territoire négatifs.

Un des facteurs importants du maintien des taux bas est le niveau de plus en plus élevé de l'épargne mondiale. Les habitants des pays émergents y contribuent. Les Chinois mettent de fortes sommes de côté afin de financer leur future retraite. Au sein de l'OCDE, les taux d'épargne sont également en hausse depuis plusieurs années, certainement en lien avec le vieillissement de la population. La faiblesse de l'investissement, avant la crise sanitaire, contribuait, par ailleurs, à peser sur le prix de l'argent.

L'épidémie et la transition énergétique changent-elles la donne ?

L'investissement des entreprises pourrait être entré dans une nouvelle période avec la digitalisation et la transition énergétique. Aux États-Unis, les dépenses pour l'adaptation au numérique concentrent désormais 20 % de l'ensemble des dépenses

d'investissement. La transition vers une énergie propre crée un besoin d'investissement qui pourrait représenter 60 % du PIB d'ici 2035 au sein des pays de l'OCDE. En revanche, le désir d'épargne ne devrait pas s'affaiblir. Au niveau mondial, la proportion des personnes âgées de plus de 50 ans devrait passer de 25 à 40 % d'ici 2100. Une augmentation de l'épargne est donc à attendre dans de nombreux pays et en particulier au sein des pays émergents qui ne disposent pas d'une couverture efficiente en matière de retraite.

Avec des dettes mondiales qui atteignent 355 % du PIB, les administrations publiques, les entreprises et les ménages sont plus sensibles aux variations de taux que dans le passé. Toute augmentation rapide des taux provoque inéluctablement une récession. La dernière fois que l'inflation américaine est tombée de plus de 5 points sans ralentissement, c'était il y a plus de 70 ans. Si toutes les banques centrales augmentent leurs taux, il est fort probable que le ralentissement de l'économie soit important dès 2022. En 2019, Donald Trump avait fait pression sur la Réserve Fédérale afin qu'elle mette un terme à son programme de hausse car un simple ralentissement de la croissance était alors constaté. Qu'en serait-il si une récession succédait à l'euphorie post-covid ?

UN NOUVEAU CYCLE POUR LES ACTIONS

Il y a deux ans, le cours des actions chutait sur toutes les places financières avec l'annonce de la diffusion à toute la planète de l'épidémie de covid-19. En quelques jours, l'économie mondiale allait faire un arrêt sur image. Les interventions des banques centrales et des gouvernements ont enrayé le mouvement de chute. S'en est suivie une « remontada ». Malgré quelques secousses comme l'affaire GameStop et les montagnes russes du bitcoin, les marchés ont résisté aux différentes vagues de covid et poursuivi leur essor sur fond d'injection de liquidités et de taux bas. Le S&P500 a battu à soixante-dix reprises son record en 2021, il faut remonter à 1995 pour trouver une année encore plus faste en la matière.

Quelques fissures apparaissent depuis le début de l'année. Une légère correction aux États-Unis est survenue sur fond de volatilité accrue. Robert Shiller de l'Université de Yale, qui a obtenu le prix Nobel d'Économie pour ses travaux sur les bulles financières, considère que la situation actuelle n'est pas sans ressemblance avec la période qui avait précédé la crise de 1929. Les investisseurs estiment que les marchés sont surévalués mais ils ne souhaitent pas en sortir de crainte d'être perdants. L'action moyenne du S&P500 coûtait 40 fois ses bénéfices début janvier, tels que mesurés par le ratio cours/bénéfices, un niveau qui n'a été dépassé qu'avant l'éclatement de la bulle Internet de 2000. La valorisation des actions est alimentée par le flux abondant de liquidités que les politiques monétaires accommodantes ont générées. Ces liquidités nourrissent également les levées de fonds pour les fonds de capital-risque, la spéculation sur les cryptoactifs et l'augmentation des prix de l'immobilier qui, aux États-Unis, ont progressé de 29 % depuis le début de la

crise sanitaire et de plus de 10 % au sein de l'Union européenne.

Face à l'inflation renaissante qui est également une conséquence de l'augmentation des liquidités, les banques centrales entendent sortir des politiques monétaires expansionnistes en supprimant les rachats d'obligations et en augmentant leurs taux directeurs. La banque centrale américaine qui initialement ne devait relever en 2022 qu'une seule fois ses taux, pourrait le faire trois, quatre voire cinq fois. La Banque centrale européenne qui n'avait prévu d'augmenter ses taux qu'en 2023 voire en 2024 pourrait également le faire dès 2022. Comment ce retournement de tendance sera-t-il vécu par les marchés ? Quelles seront les conséquences notamment aux États-Unis de moindres gains sur les marchés « actions ». Selon Sir Jon Cunliffe, sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre, *« les marchés doivent pouvoir corriger, et certaines personnes perdront de l'argent. C'est une partie nécessaire et logique du processus »*. Pour plusieurs acteurs, les marchés n'ont réellement connu de correction depuis de nombreuses années, celle de mars 2020 ayant été éphémère et provoquée par un choc extérieur. Ce dernier n'a pas corrigé les déséquilibres créés par la politique monétaire. Le dernier krach causé par les risques financiers endogènes a été celui de la crise financière mondiale. Depuis lors, le système financier a traversé une période de changements technologiques et réglementaires inhabituellement rapides qui ont fondamentalement modifié sa structure.

Les détenteurs d'actions ont changé lors de ces dix dernières années. Le poids des banques et des assureurs du fait des règles prudentielles a reculé au profit

d'institutions financières spécialisées dans la gestion d'actifs pour le compte de tiers (fonds de pension, gestionnaires d'actifs comme BlackRock, etc.). Ces institutions gèrent un stock d'actions bien plus important que celui des banques. Aux États-Unis, en 2007, 80 % des actions étaient inscrites en valeur dans les banques, en 2021, ce ratio est inférieur à 50 %.

Aux États-Unis, un peu moins en Europe, les ménages ont acquis ces dix dernières années un volume élevé d'actions. Le poids de ces dernières au sein du patrimoine des Américains est passé de 15 à 27 % de 1990 à 2021. Les ménages utilisent de plus en plus les applications de courtage en ligne pour acheter et vendre des actions via leur smartphone. Cette pratique n'est pas sans risque sachant que les gestionnaires d'actifs en ligne ne disposent pas des mêmes filets de sécurité que les banques qui doivent recourir à des assurances pour les dépôts et qui disposent du soutien de la banque centrale.

En 2022, les fonds sont plus exposés aux États-Unis en cas de retournement des marchés « actions » en raison de changements technologiques et réglementaires. Ils disposent d'un volume plus faible de titres du Trésor ou d'obligations. Les banques pourraient avoir plus de difficultés à sauver des fonds en difficulté en 2022 qu'en 2007. Il y a dix ou vingt ans, si une banque avait un client qui ne pouvait pas faire d'appel de marge, la banque pouvait acheter cette position et l'absorber dans son bilan. Les banques ne disposent plus des mêmes facilités. La baisse de la capacité d'intermédiation s'est accompagnée du développement des « Exchange Traded Funds » (ETF) qui sont des fonds indiciels. Ces fonds qui répliquent des indices connaissent un succès croissant avec un encours qui dépasse désormais

7 900 milliards de dollars à l'échelle mondiale et qui a été multiplié par cinq en moins de 10 ans. Avec les ETF, les particuliers accèdent facilement à des tranches d'obligations ou d'actions. Certains des ETF à revenu fixe proposés aux particuliers par BlackRock peuvent contenir plus de 8 000 obligations différentes. Des problèmes peuvent survenir en période de stress boursiers. Les ETF se négocient beaucoup plus fréquemment que les obligations qui les composent. En mars 2020, alors que la volatilité secouait les marchés, le plus grand ETF d'obligations d'entreprise de qualité supérieure de BlackRock s'échangeait 90 000 fois par jour, tandis que les cinq principaux titres du fonds ne s'échangeaient que 37 fois. Certains soutiennent que cela rend les prix des obligations plus précis. Cela peut également révéler à quel point les prix sont volatils en période de stress et pourraient favoriser un krach.

Les fonds obligataires des marchés émergents constituent un autre point à surveiller. Ces marchés sont fragiles, sensibles aux variations de taux et de change. Une hausse des taux américains peut mettre en difficulté de nombreux pays émergents et créer une onde choc pour les fonds.

Depuis la crise financière de 2008, les régulateurs ont accru leur rôle. Face au blocage des marchés interbancaires, ils ont repris à leur charge certaines des missions qui étaient initialement dévolues aux premiers. Ils ont ainsi favorisé l'émergence d'importantes chambres de compensation qui ont dans les faits réduit le rôle des banques. Cette sécurité peut diminuer le degré de vigilance de la part des banques et des autorités. Le shadow banking fait l'objet d'une attention particulière sans pour autant atteindre un niveau de surveillance identique à celui qui est en

vigueur pour les banques ou les assureurs. Des institutions publiques centralisées prennent en partie le risque d'intermédiation. Si l'endettement a diminué dans les banques, il a, en revanche, augmenté chez d'autres institutions financières qui sont moins contrôlées ou qui n'accèdent pas aux mécanismes de compensation. Cela peut concerner les assureurs, les fonds de capital-risque, les family office, etc. Les régulateurs et les banques centrales en premier lieu éprouvent des difficultés à apprécier les effets de la désintermédiation. En 2019, au moment où la Fed réduisait ses avoirs en bons du Trésor, les taux d'intérêt sur le marché des rachats au jour le jour, où les banques et les investisseurs échangent des bons du Trésor contre des espèces, ont monté de manière brutale jusqu'à 10 % obligeant la banque centrale à réinjecter des liquidités de manière importante. En mars 2020, le marché du Trésor a connu des tensions quand de nombreux investisseurs ont tenté de se décharger de leurs obligations en même temps. Selon Mohamed El-Erian, conseiller économique en chef chez Allianz, les problèmes de liquidité peuvent se produire à tout moment et avoir des effets sur les indices de manière importante comme l'a prouvé l'affaire GameStop qui a provoqué une chute de 5 % du S&P500, car les fonds spéculatifs avec des positions courtes ouvertes ont été contraints de désendetter leurs portefeuilles. Le système de compensation a imposé des appels de capitaux si élevés à des courtiers comme Robinhood qu'ils ont été contraints de suspendre leurs échanges, mettant fin à la chute des cours. S'ils

avaient été autorisés à continuer, il aurait pu mettre en faillite suffisamment de fonds et les empêcher de livrer suffisamment d'actions GameStop, de sorte que les maisons de courtage au détail auraient été obligées d'acheter les actions requises à n'importe quel prix. Selon El Erian, la propriété des titres s'est considérablement élargie. *« C'est logiquement une bonne nouvelle pour la vitalité des marchés et pour leur profondeur mais à court terme, cela pourrait amplifier l'insécurité financière ».*

Face à des contractions des marchés actions, les ménages pourraient subir des pertes de capitaux et de revenus qui pourraient, surtout aux États-Unis, se répercuter sur la consommation et la croissance. Comme dans les années 1990, ces derniers utilisent les gains des marchés pour consommer ou pour investir sur les cryptoactifs. Aux États-Unis, 11 % des particuliers en détiennent ; en France, ce taux serait de 8 %. Face aux différentes menaces qui parcourent le système financier, l'idée que les banques centrales viendraient à son secours est amplement partagée. La grande vulnérabilité du nouveau système financier est que le chaos peut être auto-réalisateur. Plus le nombre de participants exposés aux fluctuations du marché est élevé plus ces fluctuations peuvent être violentes.

HORIZON LOINTAIN

LE RETOUR DE L'ÉTAT APRÈS UNE FAUSSE SORTIE

Avec la crise sanitaire, à lire ou à en croire certains, l'État serait de retour. Est-ce à dire qu'il serait parti ? Depuis la Seconde Guerre mondiale, de part et d'autre de l'Atlantique, sous des formes diverses, les administrations publiques et l'État de manière plus globale jouent un rôle clef sur le terrain de l'économie et du social, rôle à peine écorné durant la période des années 1980/1990 avec l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan et Margaret Thatcher.

À la sortie de la Seconde Guerre mondiale, face à la menace soviétique, les économies capitalistes ont maintenu un effort important de défense et ont développé un important système d'État providence. En Europe, et tout particulièrement en France, la reconstruction s'est effectuée en ayant recours à la planification voire à des nationalisations. Aux États-Unis, l'interventionnisme associé à une certaine forme de protectionnisme n'a pas cessé avec la guerre. Les programmes des agences notamment ceux de la Nasa ou concernant la défense ou la santé ont financé l'effort de recherche de nombreuses entreprises. Au Japon, un gouvernement classé libéral a utilisé le ministère du Commerce international et de l'Industrie pour promouvoir des champions nationaux sur l'ensemble de la planète. Depuis 1945, les dépenses sociales ont constamment augmenté au sein des pays de l'OCDE au point de représenter, en France, un tiers du PIB. Certes, la Chine, à compter de 1978, et la Russie à compter de 1991, se sont ouvertes et ont accepté certaines règles de l'économie de marché mais elles ont toujours pris soin de maintenir un fort secteur public. Les quatre plus

grandes banques du monde en termes d'actifs sont entièrement ou partiellement détenues par le gouvernement de Pékin.

La période la moins favorable à l'État en tant qu'acteur public correspond aux années 1990 marquées par une dérégulation des marchés. Les privatisations se sont multipliées. Une certaine stabilisation des dépenses publiques a, alors, été constatée sauf, en France. Pour autant, le poids de l'État au sein des économies reste élevé. Si de 1990 à 2016, les États ont vendu, à l'échelle mondiale 3 600 milliards de dollars d'actifs, en ayant organisé plus de 160 privatisations, ils détenaient pour plus de 11 000 milliards de dollars d'actions de sociétés cotées fin 2020, soit 10 % de la capitalisation boursière totale. Les gouvernements ont souvent laissé la gestion des entreprises au secteur privé tout en conservant des minorités de blocage ou d'influence. En France, l'État contrôle directement ou indirectement des grandes entreprises comme EDF, la SNCF, la RATP, Air France voire Renault. Il a pu, ses dernières années, prendre des participations chez PSA ou dans les Chantiers de Saint Nazaire. Si l'État s'est légèrement désengagé de la production, il a renforcé son poids dans la protection sociale. Ce changement de centre d'intérêt n'est pas sans lien avec la montée en puissance des dépenses sociales qui dépassent, dans les pays de l'OCDE, les budgets de l'État. Le pouvoir d'influence politique est plus important en jouant sur les prestations sociales que sur la direction d'une entreprise soumise à la concurrence internationale. Si après-guerre, la possession des entreprises était le moyen privilégié pour infléchir le cours de l'économie, les pouvoirs publics

ont compris qu'aujourd'hui l'édiction de normes était plus simple en transférant le risque sur l'acteur économique final. Depuis une vingtaine d'années, la multiplication des lois et règlements témoigne de ce changement de mode d'action.

Même s'il a été une illusion d'optique, le cycle de recul de l'État semble avoir pris fin avec la crise financière de 2008/2009. Cette crise a contraint ou incité les gouvernements à s'immiscer dans la vie économique plus fortement qu'auparavant. L'idée que le marché était une source de déséquilibres et d'injustices est revenue à la mode. La stagnation des salaires a conduit les pouvoirs publics à multiplier les aides, les crédits d'impôt, les exonérations de charges sociales aboutissant à une socialisation croissante des revenus. Avec les années 2000, la mondialisation est perçue comme un facteur de déstabilisation des sociétés occidentales sur fond de désindustrialisation et de destruction des classes moyennes. Les marchés sont accusés, par ailleurs, de myopie face à la question du réchauffement climatique, myopie qui légitimerait l'intervention publique. Depuis 2020, la crise sanitaire a souligné tout à la fois les risques d'une situation de dépendance par rapport aux importations en provenance des pays émergents et de la Chine, en premier lieu. La réindustrialisation, la relocalisation sont des thèmes récurrents des débats publics au sein des pays avancés. En Chine, au nom de la « prospérité commune », les autorités entendent contrôler les entreprises et notamment celles du digital. La résurgence de la rivalité géopolitique, opposant les démocraties libérales aux régimes autoritaires ou populistes incite les gouvernements à tenter d'aligner les intérêts commerciaux sur les intérêts stratégiques nationaux.

Les dirigeants de grandes entreprises conscients de la remise en cause du capitalisme en appellent eux-mêmes à sa refondation. Jamie Dimon, directeur général de JPMorgan Chase, s'inquiète de « l'effilochage » du rêve américain. Ray Dalio, fondateur de Bridgewater, un grand fonds d'investissement, demande « *une réforme total du capitalisme* » pour éviter le surendettement, la baisse de la productivité et la polarisation des emplois. Doug McMillon, le directeur général de Walmart déclare « *il est temps de réinventer le capitalisme* ». Paul Polman, ancien directeur général d'Unilever, considère qu'il y a urgence à « *sauver le système capitaliste* ». Ces déclarations peuvent apparaître surprenantes au moment où les bénéfices et la valeur des actions des entreprises atteignent des sommets. Les résultats élevés interviennent dans un contexte de baisse des gains de productivité ce qui pourrait signifier que des situations de rente se soient installées au sein de l'économie capitaliste par manque de concurrence. Or celle-ci n'a plus bonne presse. Les gouvernements veulent renouer avec les mécanos industriels, organiser des relocalisations en particulier de productions dites stratégiques. La transition énergétique en provoquant une obsolescence accélérée de certains équipements et en nécessitant un important effort d'investissements place les États au cœur de la bataille. Ces derniers entendent être à la fois des planificateurs du changement énergétique, des investisseurs et des producteurs de normes. Ce retour de l'État maître des horloges se traduit par une nouvelle progression des dépenses publiques ce qui pose la question de leur financement. Pour les économistes de la nouvelle théorie monétaire, l'augmentation du déficit public n'est pas, en soi, un problème tant qu'il ne débouche pas sur de l'inflation. Or, celle-

ci, justement est de retour, et de manière plus rapide que prévu. Le financement monétaire qu'ils prônent n'est pas sans limite. L'accroissement des dépenses publiques pourrait se traduire par des effets d'éviction au détriment du secteur privé et de la consommation en captant l'épargne et en obligeant à une augmentation des impôts.

Le nouvel étatsisme diffère de celui de l'après Seconde Guerre mondiale. Ce dernier s'accompagnait d'une libéralisation des échanges commerciaux mondiaux et d'une coopération internationale puissante, du moins à l'Ouest, que ce soit à travers le

Plan Marshall ou de la Construction européenne. Aujourd'hui, en revanche, la tendance est à l'isolationnisme et aux politiques peu coopératives entre les zones économiques, voire au sein des zones économiques.

Les dépenses publiques comme privées ne peuvent pas échapper au principe d'efficacité. Toute ressource est rare et ne doit pas, par voie de conséquence, donner lieu à un gaspillage. La subsidiarité devrait être au cœur de l'action des pouvoirs publics qui devraient s'interroger sur le meilleur niveau d'intervention pour régler les problèmes.



POINTS DE REPÈRE

LES ENTREPRISES EUROPÉENNES ET LES TIC

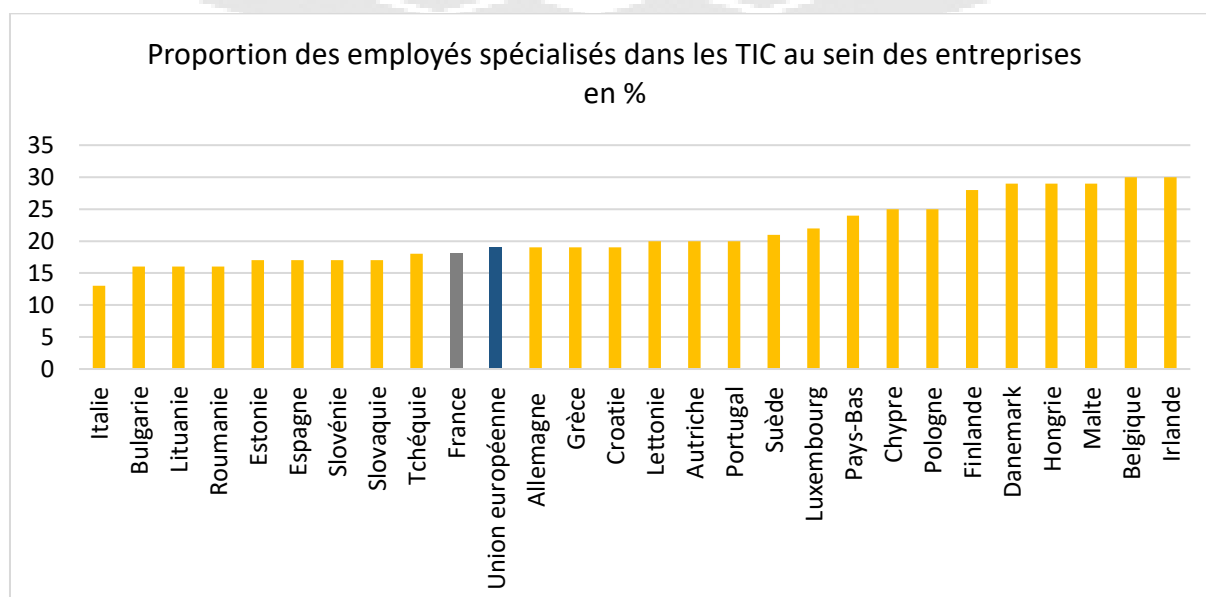
En 2020, 19 % de toutes les entreprises comptant au moins 10 salariés et indépendants dans l'Union Européenne employaient des spécialistes des techniques de l'information et des communications (TIC).

Parmi les États membres de l'Union, la proportion des entreprises employant des spécialistes des TIC était la plus élevée en Belgique et en Irlande (30 % chacun), suivies du Danemark, de la Hongrie et de Malte (29 % chacun). En revanche, les proportions d'entreprises employant des spécialistes des TIC étaient les plus faibles en Italie (13 %), en Roumanie, en Lituanie et en Bulgarie (16 % chacun). La France se situe en-dessous de la moyenne européenne (18 %).

Alors que plus des trois quarts des grandes entreprises de l'Union

employaient des spécialistes des TIC (76 %), ces derniers étaient employés dans moins de la moitié des moyennes entreprises (42 %) et dans moins d'un cinquième des petites entreprises (14 %).

Fort logiquement, les proportions les plus élevées d'entreprises employant des spécialistes des TIC se trouvaient dans les activités d'information et de communication (72 % des entreprises). Ce taux est de 30 % pour les activités professionnelles, scientifiques et techniques et de 26 % pour le secteur de l'électricité, du gaz, de la vapeur, de la climatisation et de l'approvisionnement en eau. En revanche, les plus faibles proportions d'entreprises employant des spécialistes des TIC se trouvaient dans les activités de construction (8 %), les activités d'hébergement et le commerce de détail (12 % chacun).



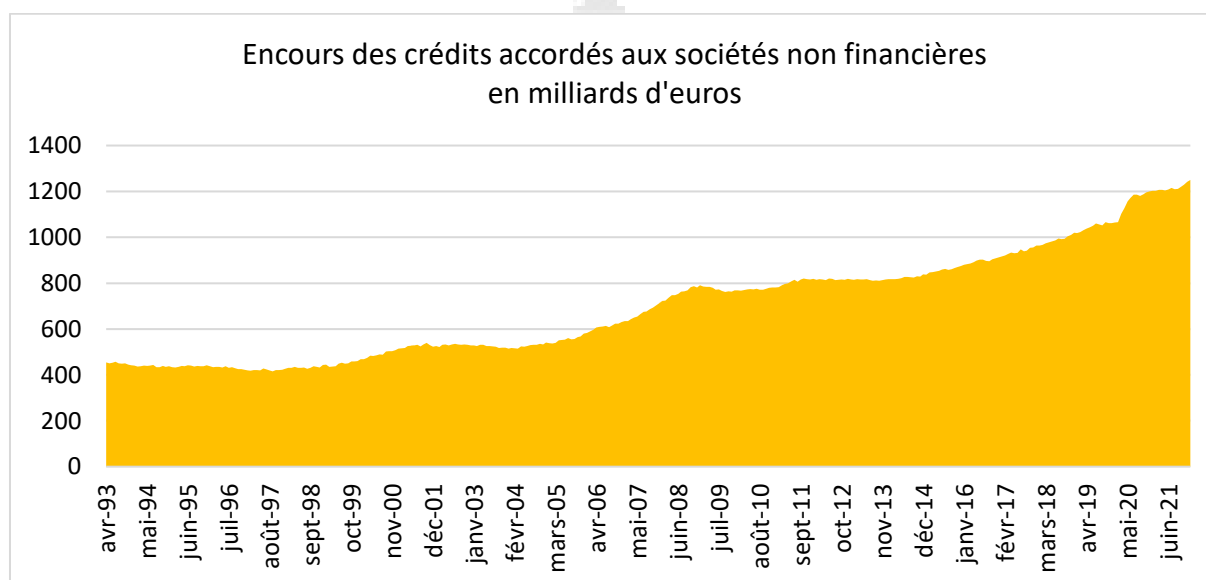
Cercle de l'Épargne – données Eurostat

LES ENTREPRISES FRANÇAISES PROFITENT DES CRÉDITS À FAIBLES TAUX

Afin de financer leurs investissements, les entreprises continuent à recourir aux crédits dont les taux restent bas malgré une légère hausse. Selon la Banque de France, pour le troisième mois consécutif, le taux de croissance annuel de l'encours de crédit aux sociétés non financières était en hausse de +4,1 % en janvier, après +3,6 % en décembre et +3,1 % en novembre. L'encours total était à fin décembre de 1 250 milliards d'euros. Sur deux ans, la croissance du crédit est toujours vive : +17,4 % pour le total des crédits, +37,7 % pour la

trésorerie et +11,7 % pour l'investissement. La croissance des crédits à l'investissement est particulièrement soutenue (+5,8 %, après 5,6 % en décembre), portée aussi bien par sa composante équipement (+6,0 %) que par sa composante immobilier (+5,6 %). L'encours s'élevait à 855 milliards d'euros à fin janvier.

Les crédits de trésorerie sont en recul de 0,5 % en janvier avec le remboursement des Prêts Garantis par l'État. L'encours était de 327 milliards d'euros.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

LES STATISTIQUES ÉCONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2021	2 474	3 549	1 775	1 191	12 172
PIB par tête en 2021 En euros	36 379	42 666	29 878	25 008	35 438
Croissance du PIB En % -2021	+7,0	+2,7	+6,5	+5	+5,2
4e trimestre 2021	+0,7	-0,7	+0,6	+2,0	+0,3
Inflation En % - février 2022	4,1	5,5	6,2	7,5	5,8
Taux de chômage En % - janvier 2022	7,0	3,1	8,8	12,7	6,8
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 2021	-8,1	-6,5	-9,4	-8,1	-7,1
Dettes publiques En % du PIB 2021	114,7	71,4	154,4	120,6	100,0
Balance des paiements courants En % du PIB – nov. 2021	-0,9	+6,8	+3,6	+1,1	+2,6
Échanges de biens En % du PIB – nov. 2021	-3,2	+5,1	+3,4	-1,6	+1,6
Parts de marché à l'exportation En % 2021	2,8	7,8	2,0	1,8	26,0
Variation 1999 -2021 en %	-53,3	-22,8	-35,6	-12,0	-24,7

Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

	Résultats – Février 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 28 février 2022	6 658,83
Évolution en février 2022	-5,20 %
Évolution sur 12 mois	+16,76 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 28 février 2022	14 461,02
Évolution en février 2022	-6,85 %
Évolution sur 12 mois	+2,89 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Footsie au 28 février 2022	7 465,21
Évolution en février 2022	-1,18 %
Évolution sur 12 mois	+15,14 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx au 28 février 2022	3 924,23
Évolution en février 2022	-6,232 %
Évolution sur 12 mois	+7,91 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow Jones au 28 février 2022	33 892,60
Évolution en février 2022	-0,79 %
Évolution sur 12 mois	+9,57 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq au 28 février 2022	13 755,17
Évolution en février 2022	+3,01 %
Évolution sur 12 mois	+4,27 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei au 28 février 2022	26 526,82
Évolution en février 2022	+1,36 %
Évolution sur 12 mois	-8,42 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai Composite au 28 février 2022	3 462,31
Évolution en février 2022	+0,19%
Évolution sur 12 mois	-1,33 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité euro/dollar au 28 février 2022	1,1222
Évolution en février 2022	+0,73 %
Évolution sur 12 mois	-7,06 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or en dollars au 28 février 2022	1 892,550
Évolution en février 2022	+5,46 %
Évolution sur 12 mois	+9,50 %
Pétrole au 31 décembre 2021	78,140
Pétrole de Brent en dollars au 28 février 2022	97,870
Évolution en février 2022	+9,93 %
Évolution sur douze mois	+51,85 %

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

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