



N°159
AVRIL 2022

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>L'inflation est un mal dont il faut se jouer</i>	2
HORIZON FRANCE	4
<i>Les défis de la France pour l'après élections</i>	4
<i>À la recherche des gains de productivité</i>	6
HORIZON EXTÉRIEUR	8
<i>L'Italie, à la croisée des chemins</i>	8
<i>La Chine at-elle encore besoin de l'Occident ?</i>	9
HORIZON FINANCE	12
<i>Les banques centrales entre l'enclume et le marteau</i>	12
HORIZON LOINTAIN	14
<i>La fin de la mondialisation ?</i>	14
POINTS DE REPÈRE	18
<i>Quels seront les emplois de demain ?</i>	18
<i>Le vieillissement inéluctable des Européens</i>	19
<i>Les statistiques économiques</i>	20
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	21

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



L'INFLATION EST UN MAL DONT IL FAUT SE JOUER

L'inflation est un phénomène monétaire sur lequel se greffe des déséquilibres. La monnaie fournit le carburant aux tempêtes des prix. Les tenants de la Nouvelle Théorie Monétaire ont tenté de nous faire croire que l'action publique ne connaissait pas de limites tout comme l'endettement tant que l'inflation ne se manifestait pas. Comme celle-ci avait disparu des écrans radars depuis une vingtaine d'années, les responsables publics avaient comme devoir d'augmenter les dépenses en abusant de la facilité monétaire, c'est-à-dire en recourant non plus à la démodée planche à billets mais aux politiques monétaires dites non conventionnelles offertes par les banques centrales. Ce scénario magique vole en éclat depuis le milieu de l'année dernière. La désorganisation de l'offre, provoquée par la crise sanitaire et les plans de relance, a instillé dans l'économie réelle l'inflation qui s'était logée, depuis la crise financière, sur les marchés « actions » et « immobilier ». La crise ukrainienne a généré plusieurs chocs d'offre qui se répercutent sur les prix à la consommation. Au vu des tombeaux de liquidités déversés depuis une quinzaine d'années, le risque de marée inflationniste est important. Les économies occidentales renouent avec un mal vieux comme le monde. La première expérience répertoriée d'inflation date de l'époque de Denys 1^{er} dit le tyran de Syracuse dans l'Empire Romain qui régna entre 405 et 367 avant Jésus Christ. Confronté à

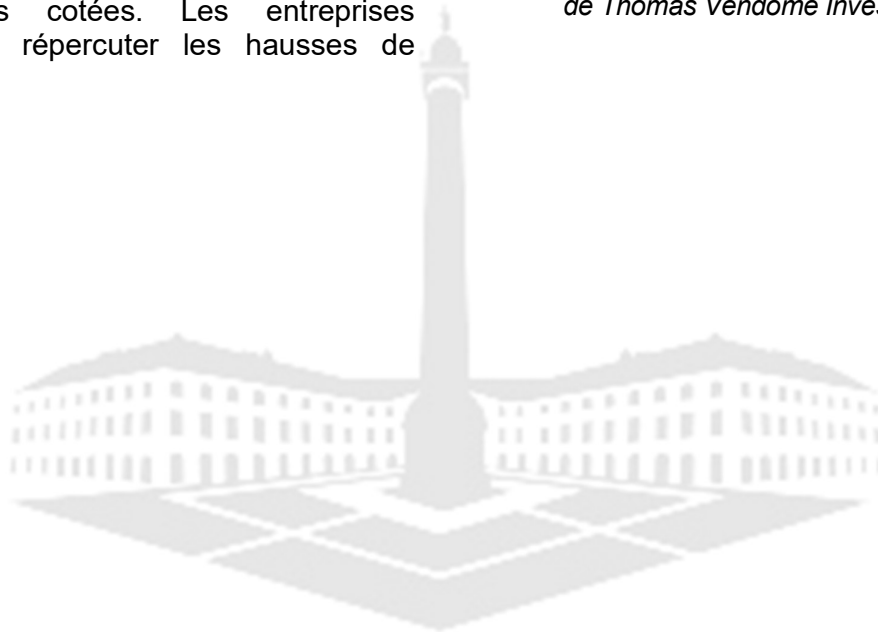
d'importants problèmes budgétaires, il a décidé de rappeler les pièces et de les fondre afin d'en fabriquer plus pour la même quantité de métal. À la fin du III^e siècle, l'empereur Dioclétien réduit également le poids en or de la monnaie puis passe au bronze et au cuivre pour en émettre toujours. Il ne fait qu'alimenter l'inflation.

L'inflation nourrit les défiances. Ses profiteurs réels ou supposés sont conspués, chassés voire tués quand les perdants assistent impuissants à la perte de leurs revenus et de leur patrimoine. Elle détruit et crée des situations de rente. Elle alimente les tensions sociales. Elle est un facteur de désorganisation des sociétés. Si l'État peut en sortir gagnant dans un premier temps à travers la réduction artificielle du poids de la dette, il en sort affaibli dans un second temps. Malgré l'afflux d'or, au XVI^e siècle, en Espagne, en 1557, Philippe II est contraint de déclarer son pays en banqueroute. Entre 1550 et 1650, la quantité d'or en Espagne avait été multipliée par huit. L'économiste angevin du XIV^e siècle, Jean Bodin, soulignait, à juste titre, « *qu'il n'y a de richesse que d'hommes* » et... de « femmes ». À la même époque ou presque, le conseiller économique du Roi Charles V dit le Sage, Nicolas Oresme a posé les bases de ce qui deviendra la théorie monétariste développée au XX^e par Milton Friedman en condamnant toute altération de la monnaie. Pour lutter contre l'inflation, les pouvoirs publics doivent s'interdire toute manipulation de la monnaie. L'histoire prouve que les enseignements du passé sont vite oubliés. La mémoire de la triste expérience des assignats en 1797 comme l'hyperinflation de 1924 en

Allemagne s'estompe. Les épargnants figurent parmi les victimes désignés de l'inflation. Pour le moment, les pays occidentaux sont loin de rééditer les emballements du passé. Les banques centrales ont acquis en la matière une certaine expérience. Pour autant, les épargnants qui figurent parmi les premières victimes de l'inflation se doivent d'être agiles. Ils doivent sortir de leur zone de confort, des produits de taux, et privilégier les actions notamment les fonds d'entreprises non cotés. Le private equity offre l'avantage d'être moins volatil que les marchés d'actions cotées. Les entreprises peuvent répercuter les hausses de

coûts et ainsi préserver leurs résultats autant que possible. Elles ont surtout la possibilité de réaliser des gains de productivité qui peuvent leur permettre de s'affranchir des majorations de prix. Les périodes d'inflation sont comme toute période troublée une source d'opportunités, de changements de rapports de force et de mutations technologiques. Elles sont déstabilisantes surtout pour ceux qui restent à quai.

*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*



HORIZON FRANCE

LES DEFIS DE LA FRANCE POUR L'APRES ELECTIONS

La France est, jusqu'à la fin du mois de juin, en période électorale. Après le temps des promesses, viendra celui du retour aux réalités. Dans un contexte de hausse des prix et de mutation économique, le nouveau gouvernement quel qu'il soit devra relever plusieurs défis à connotation sociale qui concernent le niveau de vie, l'emploi et l'accès au logement.

La hausse des prix et le pouvoir d'achat

La hausse des prix en cours qui pèse directement sur le pouvoir d'achat des ménages constituera un défi social. La France n'a pas connu de réelle vague inflationniste depuis une quarantaine d'années. La hausse des prix touche en premier lieu ceux dont les revenus ne sont pas indexés. Les salariés des entreprises qui ne peuvent pas répercuter les hausses des prix des matières premières, de l'énergie et des biens intermédiaires, sont les plus exposés. Ils sont même susceptibles d'être confrontés à un problème d'emploi. Les fonctionnaires sont susceptibles d'être victimes de la non-indexation totale du point. Pour les retraités, une clause d'indexation existe mais elle n'a été que partiellement respectée ces dernières années. Pour le moment, les salaires suivent à distance la hausse des prix, amenant à une perte de pouvoir d'achat.

Des facteurs structurels pourraient, en outre, accentuer la hausse des prix dans les prochaines années. La transition énergétique qui conduit à une substitution d'énergies renouvelables aux énergies carbonées est un facteur

d'inflation. Le prix de l'énergie renouvelable est plus élevé en raison du caractère aléatoire de cette dernière, nécessitant de développer des capacités de stockage et la réalisation d'infrastructures redondantes. L'efficacité énergétique des nouvelles énergies est pour le moment plus faible que celle des énergies carbonées dont le coût augmente, soit en raison des taxes, soit en raison du sous-investissement, les tensions géopolitiques ne faisant qu'accentuer cette tendance.

Les ménages devront faire face à une augmentation de leur budget « transports ». Les voitures électriques coûtent plus chères que les voitures thermiques en raison du prix élevé des batteries qui comportent des métaux rares dont l'accès est de plus en plus difficile. En trente ans, le prix des voitures a augmenté de plus de 25 %. Une partie de cette hausse est également imputable au poids croissant de l'informatique embarquée. Les ventes de voitures neuves sont en net recul. En vingt ans, elles sont passées de 2,4 millions à 1,5 million par an. Les ménages les plus modestes sont les plus confrontés à l'augmentation du coût de l'énergie et des transports. L'achat de véhicules neufs est désormais réservé à une frange de plus en plus étroite de la population. Il s'effectue par ailleurs en ayant recours au système de location de longue durée. Les dépenses d'énergie en France représentent, en effet, 15 % du budget des ménages du premier quintile, contre 6 % pour ceux du cinquième.

La problématique du logement

L'accès au logement constitue un problème croissant pour les Français, en particulier pour ceux habitant au sein des grandes métropoles ou en bordure du littoral. Les phénomènes de métropolisation et de périurbanisation contribuent également à la hausse du coût du m² dans les territoires périphériques où existe encore du foncier disponible. À ce phénomène s'ajoute la hausse de la facture énergétique. De 2000 à 2021, les prix en France ont doublé en moyenne. Les dépenses totales de logement ont atteint plus de 22 % du budget des ménages les plus modestes en 2017. Ce ratio est l'un des plus élevés d'Europe. Il n'est que de 18 % en Allemagne où il est en outre assez stable depuis une dizaine d'années. Un nombre croissant de Français est contraint de demeurer de plus en plus loin du lieu de travail, ce qui a pour conséquence une augmentation des dépenses de transports.

La substitution d'emplois à faible qualification aux emplois à forte valeur ajoutée

La France se spécialise de plus en plus dans les services domestiques constitués d'emplois à faible qualification et à faible rémunération. Les emplois industriels continuent de leur côté à diminuer. La transition énergétique devrait amener à la suppression d'emplois dans la production et l'utilisation d'énergies

fossiles, dans la production et la distribution de voitures thermiques, emplois à forte valeur ajoutée. 120 000 destructions d'emplois dans la filière automobile sont attendues avec le remplacement du moteur thermique et de ses accessoires par la batterie et le moteur électriques, et avec une forte baisse (30 % environ) du nombre d'heures nécessaires à la production de voitures. Les effectifs du secteur automobile qui atteignaient 850 000 en 2007 ne s'élèvent plus qu'à 630 000 en 2022. Le gouvernement a lancé un plan afin de permettre le développement d'usines de production de batteries quand ces dernières sont aujourd'hui importées en quasi-totalité. Il faudra quelques années avant que ce plan porte ses fruits. Sa réussite suppose, en parallèle, un important programme de formation des salariés.

Les pouvoirs publics seront amenés à réaliser d'importants efforts budgétaires pour limiter les conséquences sociales de l'augmentation des prix, en particulier dans le secteur de l'énergie. En vingt-cinq ans, les dépenses des ménages en la matière sont déjà passées de 27 à 65 milliards d'euros en raison de l'aggravation des taxes et de l'augmentation des cours. Au niveau du logement, la relance de la construction sera également un sujet d'actualité dans les prochaines années. Les mises en chantier plafonnent à 375 000 quand elles étaient supérieures à 475 000 avant la crise financière. L'objectif de 500 000 constructions par an n'a jamais été atteint.

À LA RECHERCHE DES GAINS DE PRODUCTIVITE

La France a créé plus de 650 000 emplois en 2021, permettant d'effacer la baisse de 2020 et d'obtenir une diminution du taux de chômage qui est désormais de 7,4 %, soit le taux le plus faible enregistré depuis 2008 (hors période atypique du 3^e trimestre 2020). Ce processus de création d'emplois avait dans les faits commencé avant même la crise sanitaire dans un contexte qui était alors de faible croissance. Ce fort mouvement de création ne conduit pas, en revanche, à une hausse parallèle de la production, ce qui a pour conséquence un recul de la productivité du travail depuis la fin de l'année 2019. Cette contraction peut apparaître surprenante compte tenu de la reprise de l'investissement avec notamment un effort notable de digitalisation de la part des entreprises et les difficultés que rencontrent ces dernières pour recruter. L'essor du télétravail est, par ailleurs, censé également être favorable à la productivité.

Le recul de la productivité ne peut être que partiellement expliqué par la persistance résiduelle, à la fin de 2021, d'un chômage partiel (personnes comptées dans l'emploi et non dans la valeur ajoutée). Après avoir concerné 4,6 millions de personnes lors du premier confinement, fin 2021, le chômage partiel concernait moins de 200 000 personnes. La productivité horaire reculant, la durée du temps de travail ne peut pas être incriminée.

La baisse de la productivité trouverait son origine dans la nature des emplois créés. Ces derniers le sont par des entreprises appartenant à des secteurs à productivité faible, tels que les services domestiques et la construction. Du 4^e trimestre 2019 au 4^e

trimestre 2021, 68 200 emplois ont été créés dans le commerce, 72 700 dans la construction et 64 900 dans les services aux entreprises quand l'industrie manufacturière en perdait 46 000 et les services financiers 12 800. Depuis 2010, l'industrie a perdu plus de 5 % des effectifs quand les services marchands les ont augmenté de 15 % et la construction de 6 %. Des emplois à forte valeur ajoutée ont été remplacés par des emplois à faible productivité.

Selon les études de France Stratégie, ce processus devrait se poursuivre dans les prochaines années. 75 % des créations d'emploi sont attendues dans des secteurs à faible productivité comme le nettoyage, la distribution, les aides à domicile, les transports (conducteurs de véhicules), manutention ou le bâtiment.

D'ici 2030, 435 000 emplois d'agents d'entretien devraient être créés, 451 000 emplois de commerciaux, 282 000 emplois d'aides à domicile et 205 000 dans le secteur de la manutention. Le secteur de la santé devrait créer 500 000 emplois (aides-soignants – infirmiers). Celui du bâtiment devrait être à l'origine de près de 200 000 emplois.

La forte progression des emplois de service à faible valeur ajoutée devrait amener à une diminution rapide du taux de chômage des personnes à faible qualification qui était, en France, structurellement élevé. Ce taux de chômage qui était de 16 % en 2016 est passé à 12 % fin 2021. Il demeure néanmoins supérieur au taux de chômage des personnes de 25 à 64 ans ayant un niveau de formation secondaire (6,5 %) et à celui des

personnes diplômés de l'enseignement supérieur (4,5 %). La baisse du taux de chômage des non-qualifiés est deux fois plus rapide que celle des deux autres catégories.

La déformation de la structure de l'emploi en France en faveur des secteurs de services à faible valeur ajoutée contribue à la dégradation de la balance commerciale de la France. Elle s'accompagne de la contraction de l'appareil productif pour les biens assez sophistiqués (électronique, équipement de la maison, matériels pour les énergies renouvelables, etc.). La demande pour ces produits étant forte, la France est contrainte de recourir à des importations de plus en plus importantes. En 2021, la France a enregistré le plus fort déficit commercial de son histoire, 84,7 milliards d'euros, le solde industriel étant négatif de 65 milliards d'euros. Les échanges de produits informatiques, électroniques et optiques ont été déficitaires de 20,6 milliards d'euros et ceux liés à l'automobile de 18 milliards d'euros. La France ne continue à dégager des excédents qu'avec l'aéronautique, la chimie, les parfums, la pharmacie et

l'agro-alimentaire. Il est à noter que ces excédents ont tendance à diminuer sauf en ce qui concerne le secteur de l'aéronautique (hors période covid). La France ne peut compter que sur les services pour rééquilibrer ce déficit commercial mais avec la crise sanitaire, une grande partie des recettes, notamment celles issues du tourisme, s'est contractée.

Si la création de nombreux emplois est une bonne nouvelle pour l'économie française, leur nature est néanmoins inquiétante pour la croissance, l'augmentation du niveau de vie de la population et le commerce extérieur. Elle traduit une spécialisation sur des secteurs à faible valeur ajoutée et confirme le processus de désindustrialisation engagé depuis une quarantaine d'années. Elle révèle l'incapacité croissante de la France à produire les biens plus sophistiqués dont la demande tend pourtant à s'accroître. Une élévation du niveau de formation, avec une revalorisation des filières scientifiques, apparaît nécessaire pour éviter un décrochage non rattrapable.

HORIZON EXTÉRIEUR

L'ITALIE, A LA CROISEE DES CHEMINS

La crise sanitaire a abouti à une forte augmentation des dettes publiques au sein de la zone euro, +20 points de PIB en moyenne. Les États qui étaient déjà fortement endettés sont, de ce fait, encore plus exposés en cas d'augmentation des taux d'intérêt. En cas de ralentissement de la croissance, des tensions pourraient apparaître avec une possible résurgence de la crise des dettes souveraines. L'Italie apparaît pour un certain nombre d'experts comme le nouveau maillon faible de la zone euro.

La croissance potentielle de l'Italie est l'une des plus faibles de la zone euro. Elle est ainsi inférieure à celle de l'Allemagne, de la France ou de l'Espagne. L'absence de gains de productivité en Italie et son rapide vieillissement démographique pèsent sur sa croissance. Depuis 1999, le PIB italien ne s'est accru que de 10 %, contre 50 % pour l'Espagne et 35 % pour la France ou l'Allemagne. Le PIB en Italie est en 2022 inférieur à celui de 2008. Il s'agit du seul pays de la zone euro à ne pas avoir compensé les effets de la crise des subprimes. La productivité par tête en 2021 était inférieure de 5 points à celle de 1999 quand elle est supérieure de plus de 6 points pour tous les autres États de la zone euro. Au niveau de l'évolution de la population active au sein de la zone euro, seule l'Allemagne connaît une situation plus dégradée. Les États membres ont enregistré des progressions de 3 à 15 % de la population active lors de ces vingt dernières années quand en Italie, une stagnation est constatée et qu'en Allemagne une contraction de 5 % a été enregistrée.

La croissance potentielle médiocre de l'Italie entraîne un manque à gagner en

matière fiscale en lien avec la faiblesse du revenu par habitant. Si en 1999, le PIB par habitant en Italie représentait 80 % de celui de l'Allemagne, ce ratio n'est plus que de 70 % en 2021. Des revenus entravés provoquent un manque à gagner en matière de recettes fiscales conduisant à un déficit public élevé. Depuis 1999, il est supérieur structurellement d'au moins 2 points de PIB. Sur la période, la dette publique est passée de 120 à 160 % du PIB. Elle est la deuxième la plus élevée après celle de la Grèce. Elle est 40 points au-dessus de celles de la France et de l'Espagne et deux fois plus importante que celle de l'Allemagne.

Du fait de son niveau élevé d'endettement, l'Italie paye des taux d'intérêt plus élevés que la moyenne des États membres de la zone euro. L'écart de taux pour les titres souverains à dix ans par rapport à l'Allemagne atteint 1,5 point pour l'Italie, 1 point pour l'Espagne et 0,5 point pour la France. La faible croissance rend, par ailleurs, plus difficile la réduction de l'endettement public.

Si une crise de la dette provoquée par un durcissement de la politique monétaire, devait survenir en zone euro, elle toucherait en premier lieu l'Italie. Ce risque devrait conduire l'Union à prendre des mesures de soutien ciblées sur ce pays et sur ceux dont les situations financières sont semblables afin d'éviter un élargissement pernicieux des écarts de taux. Sur le plan financier, la BCE devrait poursuivre ces rachats de titres pour les pays fortement endettés. Au niveau des politiques de soutien à l'activité et d'aides structurelles, l'Italie devrait être prioritaire afin d'améliorer son taux de croissance potentielle.

LA CHINE AT-ELLE ENCORE BESOIN DE L'OCCIDENT ?

À la fin du mois de janvier 2022, l'Institut d'études internationales et stratégiques de l'Université de Pékin avait publié une note révélant que la Chine n'avait pas rattrapé son retard en matière de haute technologique vis-à-vis des États-Unis ; en particulier en ce qui concerne les semi-conducteurs, les systèmes d'exploitation et l'aérospatiale. Cette note indiquait que la Chine pourrait être la principale perdante en cas de segmentation en plusieurs blocs étanches de l'économie mondiale. La publication qui était accessible sur le site de ce centre de recherche a rapidement été retirée, certainement à la demande des autorités chinoises. En révélant la dépendance technologique et commerciale de la Chine, la note soulignait les vulnérabilités du pays qui est censé gagner en indépendance avec l'application du 14^e plan quinquennal publié en 2021.

Pour atteindre une autonomie globale, les autorités chinoises investissent massivement dans les techniques de pointe et persuadent les entreprises nationales de faire de même. Les dépenses publiques et privées en recherche et développement ont atteint un record de 2 800 milliards de yuans (440 milliards de dollars) en 2021 dans le but de rattraper puis de dépasser les occidentaux d'ici 2049, pour le centenaire de la République Populaire. L'effort de recherche atteint désormais 2,5 % du PIB, soit légèrement moins que le taux américain qui est de 3 %.

En matière technologique, le gouvernement chinois compte exploiter au mieux les partenariats avec les entreprises occidentales et multiplier les retours au pays des chercheurs installés à l'étranger. Pour les vaccins ARN messenger utilisés dans la lutte

contre le covid, la Chine a bénéficié de l'appui d'un chercheur qui travaillait pour Moderna, Ying Bo. Son retour en Chine a été salué par les médias. Il a créé une entreprise, Abogen Biosciences qui a, avec le concours de l'Armée populaire, développé le vaccin à ARNm chinois, bénéficiant d'un budget public de 2,3 milliards de dollars. En un an, la Chine aurait réussi à rattraper les entreprises les plus en pointe en Occident.

Dans l'agriculture, la Chine réalise également des progrès importants. Si les semences génétiquement modifiées sont interdites en Chine afin d'éviter une dépendance aux entreprises américaines, les chercheurs chinois ont développé des alternatives locales. Des entreprises chinoises ont acheté des brevets et ont réalisé des avancées technologiques en nouant des partenariats notamment avec des entreprises suisses. Néanmoins, pour le moment, ces progrès ne permettent pas à la Chine d'être indépendante sur le plan agricole. Le pays importe pour au moins 400 milliards de yuans du soja, du maïs et du coton, dont une grande partie est génétiquement modifiée.

Le gouvernement chinois souhaite que dans les prochaines années le pays soit indépendant pour la construction et la réparation des avions. L'entreprise publique Comac devrait commencer prochainement à livrer en 2022 le C919 qui est un concurrent des Boeing 737 et des Airbus A320. Le programme chinois de construction de l'avion chinois, débuté en 2008, a donné lieu de nombreux retards. Les commandes sont en revanche importantes, les compagnies aériennes chinoises ayant reçu l'ordre d'en acheter par centaines.

Cet avion est avant tout une imitation du A320 et intègre de nombreuses pièces étrangères. Il sera équipé de moteurs issus de la coopération de Safran avec General Electric Aviation. L'avion chinois demeure en retard d'une génération par rapport à ceux fabriqués par les États-Unis ou l'Europe.

La Chine est également confrontée à un retard en matière de microprocesseurs. Ce retard a été révélé lors de la décision en 2018 de Donald Trump de priver Huawei et ZTZ des puces américaines. Pour éviter la réédition de ce problème, le dernier plan quinquennal de la Chine stipule que le pays devra produire 70 % des puces qu'il consomme d'ici 2025, contre moins de 20 % en 2021. La construction de trois nouvelles usines a été lancée en 2022. L'État consacre depuis 2019 des centaines de milliards de yuans par an pour ce secteur. Les chercheurs des entreprises étrangères travaillant en Chine sont appelés à rejoindre des structures nationales. Face à cette pression le centre de recherche à Shanghai de l'entreprise d'électronique américaine, Micron, a été fermé par ce dernier le 26 janvier 2022. L'espionnage industriel déjà important tend à devenir intensif. Comme pour les avions de ligne, les microprocesseurs chinois demeurent en retrait par rapport à ceux des États-Unis, de Taïwan, de Corée du Sud ou du Japon. Les Chinois ne maîtrisent pas encore les techniques des puces avec des structures mesurées en dizaines de nanomètres (milliardièmes de mètre). Les puces chinoises ont quelques générations de retard par rapport à celles de TSMC de Taïwan et de Samsung de Corée du Sud, les deux principaux producteurs mondiaux l'industrie.

La Chine accuse également un retard dans les systèmes d'exploitation des

ordinateurs personnels et des smartphones. Quand l'administration Trump a interdit aux entreprises américaines de travailler avec Huawei en 2019, cette dernière n'avait plus accès aux microprocesseurs américains et systèmes d'exploitation Android de Google. Ces restrictions ont contribué à la baisse d'environ 30 % des revenus de Huawei l'année en 2021. Le système d'exploitation de Microsoft, Windows pour les ordinateurs personnels dispose d'une avance importante. Les entreprises chinoises ont investi environ 4 milliards de dollars entre 2019 et septembre 2021 afin de développer des systèmes d'exploitation. Certains analystes s'attendent à ce que l'alternative à Android conçue par Huawei, appelée Harmony OS, puisse rapidement être opérationnelle. Ce système d'exploitation devrait être partiellement fondée sur le système open source de Google. Pour le moment, tous les smartphones chinois continuent de fonctionner sur Android et iOS d'Apple et presque tous les ordinateurs de bureau chinois sont alimentés par Mac OS d'Apple ou Microsoft Windows. Les systèmes d'exploitation chinois alternatifs ont du mal à attirer les développeurs faute d'utilisateurs. L'absence d'applications dissuade les consommateurs à les utiliser.

La Chine rencontre également des problèmes pour créer un réseau de paiement mondial. La majeure partie des transferts d'argent mondiaux est traitée via Swift, le système de messagerie interbancaire basé en Belgique, et Chips, le système de compensation national américain. Les opérations financières et commerciales restent à plus de 60 % réalisées en dollars. La Chine qui est devenue le premier exportateur mondial est contrainte de recourir à la monnaie des

États-Unis. Dans l'histoire, la première puissance économique a toujours imposé sa monnaie comme instrument d'échange. Face aux risques des menaces occidentales, la Chine développe depuis 2015 un système de paiement parallèle en yuans connu sous le nom de CIPS pour « China International Payment System ». En septembre, le service traitait chaque jour 317 milliards de yuans de transactions dans plus de 100 pays. La diffusion de CIPS demeure néanmoins modeste. 80 établissements financiers y sont connectés contre plus de 11 000 pour SWIFT. En 2021, la devise chinoise a été utilisée à hauteur de 2,7 % dans les échanges internationaux, contre 1,9 % en 2019. Cette hausse est avant tout la conséquence de la présence plus importante de filiales chinoises à l'étranger. L'internationalisation de la monnaie chinoise trouve comme limite la montée en puissance du souverainisme économique. Elle pourra néanmoins compter sur l'appui de la Russie dont certains établissements financiers ont été exclus de SWIFT.

La Chine est devenue la deuxième puissance économique mondiale et pourrait même doubler sous peu les États-Unis. Pour autant, elle n'a pas encore rattrapé son retard technologique. Pour le combler, elle a besoin de l'apport des entreprises occidentales. Le pays pourrait être pénalisé en cas de montée en puissance du protectionnisme et de segmentation de l'économie mondiale en plusieurs zones, d'autant plus que sa croissance dépend des exportations vers l'Europe et les États-Unis. Si les autorités chinoises n'ont pas condamné l'invasion ukrainienne de la Russie, le soutien à cette dernière reste, pour le moment, discret. L'Ukraine avait noué des relations économiques étroites avec la Chine, le pays figurant parmi les objectifs de la Route de la Soie. Le Gouvernement chinois n'entend pas s'immiscer dans les affaires européennes sachant qu'il a en ligne de mire Taiwan et qu'il est régulièrement confronté à la question des Ouïghours dans la région du Xinjiang.

HORIZON FINANCE

LES BANQUES CENTRALES ENTRE L'ENCLUME ET LE MARTEAU

Les Banques centrales sont aujourd'hui confrontées à une forte inflation les conduisant à vouloir relever leurs taux directeurs. Plusieurs raisons pourraient néanmoins réfréner leurs ardeurs en la matière. La menace d'une crise des dettes souveraines, la crainte d'une crise financière en lien avec un krach des marchés « actions », la nécessité de maintenir le plein emploi et les doutes sur l'efficacité d'un durcissement monétaire en cas de crise de l'offre, sont autant d'éléments à prendre en compte avant de s'engager dans un cycle de hausse des taux.

Depuis la fin de l'année 2021, que ce soit aux États-Unis ou en zone euro, l'inflation est au-dessus de sa norme de progression jugée acceptable par les banques centrales. Elle dépasse 7 % aux États-Unis et 5 % en zone euro. L'inflation sous-jacente (hors prix volatils ou réglementés) est également au-dessus des 2 % réglementaires. Cette hausse suit une longue période de faible inflation. L'accélération des prix amène les Banques centrales à annoncer de rapides et forts relèvements de leurs taux d'intérêt. Ces annonces ne sont pas totalement prises en compte par les investisseurs qui anticipent une modération de l'inflation dans le courant de l'année. Le contrat Eurodollar à 3 mois, arrivant à échéance en décembre 2022, s'échange à un taux de 1,9 %, celui à échéance 2023 à 2,1 %. Pour le contrat Euribor équivalent, les taux respectifs sont 0,2 et 0,8 %.

Cinq facteurs pourraient inciter les banques centrales à modérer leurs

entraîn dans l'hypothèse d'une hausse des taux d'intérêt.

La solvabilité des États

Les Banques centrales doivent veiller à ce que la remontée des taux ne mette pas en cause la soutenabilité des dettes publiques des pays de l'OCDE. La dette publique américaine dépasse 135 % du PIB et celle de la zone euro se rapproche de 100 % du PIB. Certains pays, comme la Grèce, l'Italie, l'Espagne voire la France sont plus exposés à la contrainte de la dette publique.

Le soutien de l'activité

Les Banques centrales suivent de plus en plus l'évolution de l'économie pour déterminer leur politique monétaire. Elles sont conscientes que les États sont de plus en plus sensibles aux variations de taux. Par ailleurs, les besoins publics et privés en financement devraient augmenter avec le vieillissement de la population et la transition énergétique. Des taux faibles sont censés faciliter l'augmentation de la croissance potentielle, ce qui contribue également à améliorer la solvabilité des États.

Les taux inefficaces en cas de crise d'offre

L'inflation post-covid est en partie liée à un problème d'offre. Il est inefficace voire contreproductif de réagir par la hausse des taux d'intérêt pour l'endiguer. Il faut au contraire encourager l'offre en augmentant les

investissement et donc, éviter un relèvement excessif des taux.

Plusieurs goulets d'étranglement sont liés à un sous-investissement (énergie, microprocesseurs, capacités de transports) et à un manque de main-d'œuvre formée.

Le risque de krach « actions »

Les Banques centrales ne peuvent pas être indifférentes au risque de recul violent des marchés d'actions qui serait provoqué par une forte hausse des taux d'intérêt. Un krach pourrait avoir d'importantes conséquences économiques et financières, surtout aux États-Unis. La forte hausse de ces dernières années du cours des actions rend les économies plus vulnérables en cas de retournement brutal et massif. L'indice Nasdaq a été multiplié par huit en vingt ans, S&P par quatre et Eurostoxx par deux.

L'absence d'inflation de second tour

Les salaires nominaux sont aujourd'hui faiblement indexés à l'inflation ce qui signifie qu'il y a déjà un système de freinage automatique de la demande quand il y a de l'inflation, à savoir la baisse des salaires réels. L'existence de ce mécanisme peut éviter à la Banque centrale de jouer sur la hausse

les taux. Aux États-Unis, les salaires augmentent de 5 %, contre 7 % pour les prix. En zone euro, les chiffres respectifs sont 3 et 5 %.

Si les Banques centrales reviennent à un objectif de taux d'inflation à 2 %, elles doivent alors réagir avec force au niveau des taux, au risque de casser la croissance et de générer d'importants déséquilibres. La politique monétaire est devenue un compromis entre de nombreux objectifs : la lutte contre l'inflation, la soutenabilité des dettes publiques, le soutien de l'emploi et de l'investissement, ainsi que le rejet d'une chute des cours boursiers. Les Banques centrales savent aussi que monter fortement les taux d'intérêt est inefficace en face d'un choc d'offre, défavorable et inutile si les salaires réels baissent fortement. Par ailleurs, un important relèvement des taux pourrait provoquer des tensions financières internationales mettant en difficulté certains pays émergents ou en développement.

HORIZON LOINTAIN

LA FIN DE LA MONDIALISATION ?

Depuis 1945, en Europe, jamais un État n'avait décidé d'engager une guerre de grande ampleur contre un de ses voisins et jamais la communauté internationale n'avait décidé aussi rapidement de mettre en œuvre des sanctions économiques et financières d'une telle ampleur. Le conflit ukrainien est une bataille de la communication, les Ukrainiens utilisant toute la palette des outils digitaux. Dans les conflits passés, l'attaquant avait souvent la maîtrise de la communication. Pour celui en cours, les victimes exploitent la caisse de résonance des nouveaux médias. L'Ukraine comme la Russie sont deux puissances économiques de premier rang dont les populations sont connectées. L'Ukraine bénéficie, par ailleurs, d'un soutien matériel de la part des pays européens et des États-Unis. Face à ce front, le Président Vladimir Poutine a levé un tabou en menaçant d'user de l'arme nucléaire. Les États occidentaux à défaut d'intervenir directement ont opté pour une guerre économique totale qui pourrait asphyxier la 11^e puissance économique mondiale, mais également amoindrir sa propre croissance. La réaction commune des occidentaux tranche avec l'image de faiblesse et de division qu'ils avaient donnée lors de la crise sanitaire. L'unité est un message clair non seulement adressé à la Russie mais aussi aux autres dictatures dont la Chine. La priorité pour l'Occident est de gagner la confrontation économique avec la Russie.

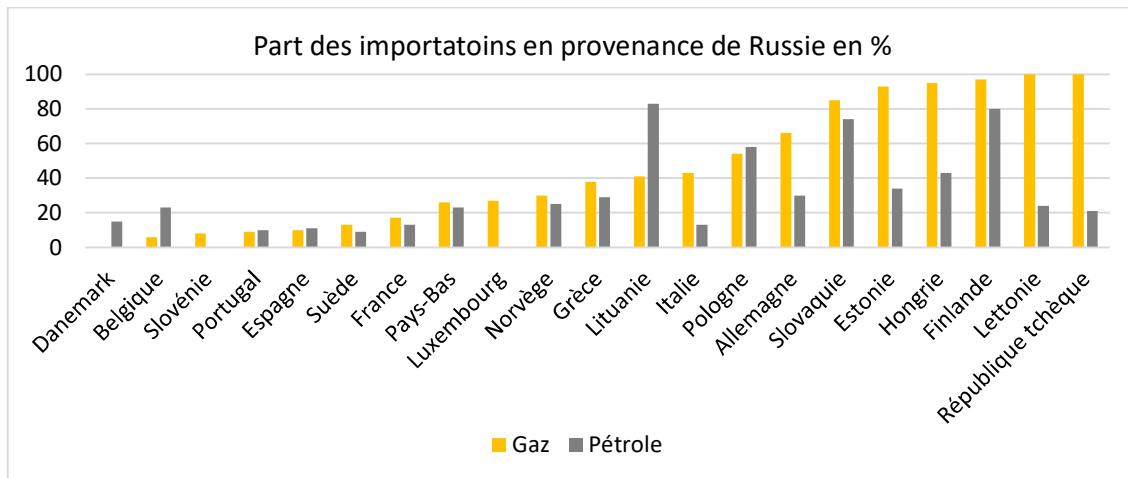
En réaction à l'invasion de l'Ukraine, plus de 50 pays ont décidé de bannir entreprises et dirigeants publics comme privés russes par milliers. Seul le

commerce de l'énergie et des matières premières échappe, pour le moment, aux sanctions. Face à la pression de l'opinion, de nombreuses sociétés occidentales ont décidé de quitter la Russie ou de fermer leurs boutiques. C'est le cas de Shell, BP, d'Hermès, de Kering ou de LVMH, etc. Au début de la crise ukrainienne, la Russie a sous-estimé l'importance des sanctions et leurs effets. À tort, elle a considéré que les mesures prises par la communauté internationale seraient proches de celles adoptées après l'invasion de la Crimée en 2014. Les mesures financières avec l'interdiction d'accès pour certains échanges à SWIFT pèseront sur les échanges avec les Occidentaux. Si les décisions de fermeture d'établissements appartenant à des entreprises occidentales ou de cession d'activités en Russie ont une valeur symbolique elles pourraient à terme peser sur la compétitivité du pays. L'accès aux biens d'équipement dans les secteurs de pointe est rendu plus compliqué ce qui pénalisera l'industrie pétrolière ainsi que celles de l'aéronautique et du spatial. Les sanctions financières visent à empêcher la Russie à accéder à une grande partie de ses réserves, évaluées à plus de 600 milliards de dollars. Les autorités russes ayant réduit, depuis 2015, leur exposition aux banques occidentales, devraient néanmoins pouvoir disposer d'une part non négligeable de ces réserves. Les éléments statistiques en la matière sont assez contradictoires.

Les premières victimes sont les Russes qui doivent faire face à une forte inflation provoquée par la chute du

rouble, chute qui a amené la Banque centrale à porter ses taux directeurs à 20 %. La croissance qui devait atteindre, cette année 3 % devrait laisser place à une récession de deux à cinq points. L'objectif des sanctions est d'obtenir un infléchissement de la politique russe, voire la chute du régime de Vladimir Poutine, même si dans le passé, les embargos n'ont pas entraîné de chute des régimes comme le prouvent l'Iran ou la Corée du Nord. L'évolution de l'Afrique du Sud, fait exception, la fin de l'apartheid tenant à la rencontre de deux hommes qui ont décidé

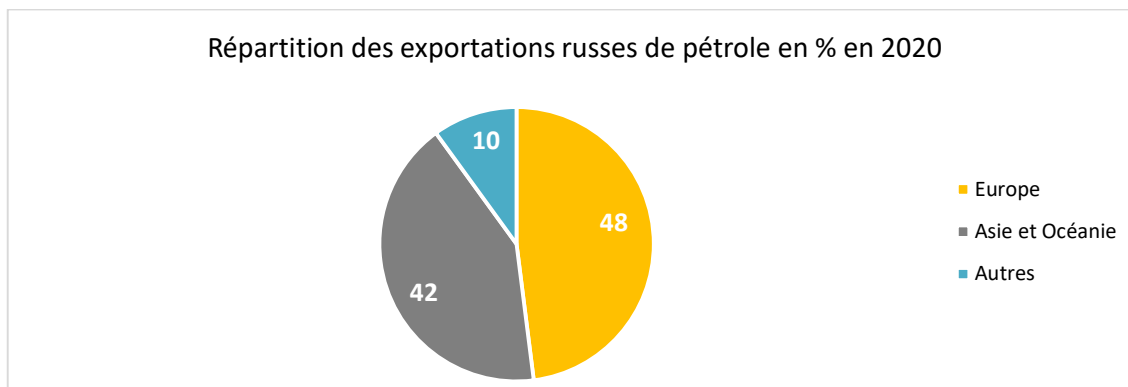
de mettre de côté leur antagonisme, Nelson Mandela et Frederik de Klerk. La décision réellement susceptible de provoquer un effondrement de l'économie serait d'instituer un embargo généralisé sur le pétrole et le gaz qui assurent 30 % du PIB de la Russie et fournissent 50 % des recettes publiques. Pour le moment, seuls les États-Unis ont décidé un tel embargo mais ils sont des consommateurs marginaux d'hydrocarbures russes. À l'inverse, l'Allemagne y est opposée en raison de sa dépendance énergétique au gaz russe.



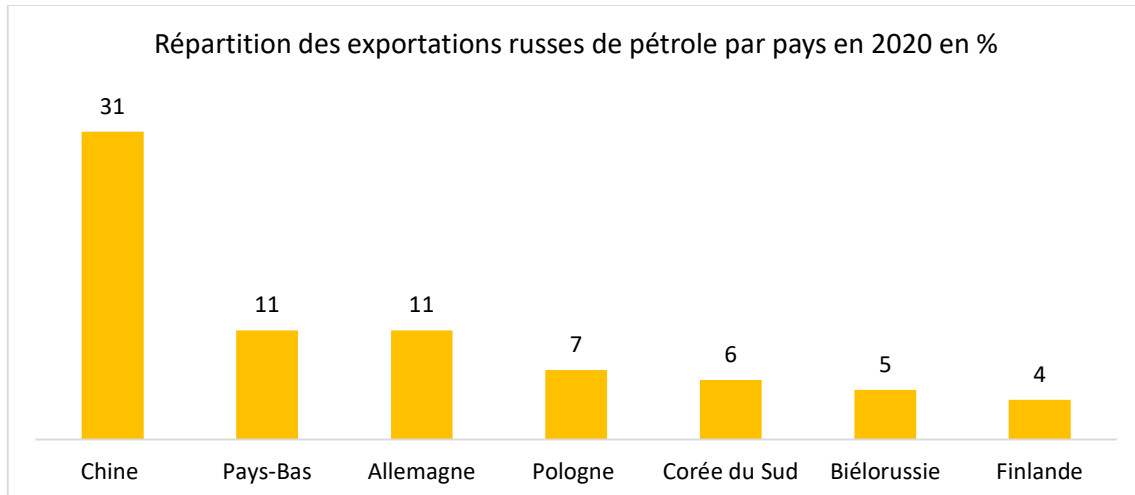
Cercle de l'Épargne – données AIE - Eurostat - OCDE

La Russie est dépendante de ses clients européens qui absorbent près de 50 % de ses exportations de pétrole. Un embargo de leur part ne pourrait pas être compensé immédiatement par d'autres clients. La Chine ne souhaitera

pas être dépendante de la Russie tout comme les pays d'Amérique latine non producteurs. Les problèmes d'acheminement compliquent en outre la réallocation rapide des flux pétroliers.



Cercle de l'Épargne – données OCDE



Cercle de l'Épargne – données OCDE

Face à un durcissement de la situation économique, le Président russe pourrait opter pour la politique de la terre brûlée en fermant le robinet du gaz et du pétrole, à l'image de son lointain prédécesseur, Alexandre 1^{er} face à l'invasion de Napoléon en 1812. Pour le moment, les autorités russes ont, au contraire, indiqué qu'elles livreraient l'ensemble des quantités prévues.

De la guerre commerciale à la fragmentation du monde

En l'absence de montée paroxysmique de la crise, le risque d'une fragmentation dangereuse de l'économie mondiale existe, rappelant les années 1930. Après la récession de 1929, l'autarcie s'était diffusée conduisant à des tensions nationalistes de plus en plus fortes. L'accès à l'énergie et en particulier le pétrole est une source de tensions entre les Royaume-Uni et l'Allemagne.

La partition du monde sur toile de fond de crise ukrainienne met dans l'embarras certains pays comme la Chine, l'Inde ou le Brésil. La Chine qui a développé ses échanges avec la Russie de 40 % en sept ans n'est néanmoins pas disposée à perdre les

marchés européen et américain dont le poids économique est sans comparaison. Si depuis le conflit en Crimée, la Chine s'est rapprochée de la Russie, une méfiance perdure entre les deux pays qui partagent une longue frontière à l'Est. La Chine dépend de la technologie et des achats des Occidentaux et. Elle a une autre vision du temps que la Russie et ne souhaite pas une focalisation des médias sur la région des Ouighours ou sur Taïwan. En revanche, elle entend travailler avec la Russie et le cas échéant avec l'Inde à l'instauration d'un nouveau système financier indépendant de celui géré par les Occidentaux. L'essai de monnaie de banque centrale numérique chinoise entre dans cette logique. L'objectif est de mettre à terme à la suprématie du dollar qui représente 60 % des réserves de change, contre 2 % pour le RMB. La Chine est consciente que son statut de première puissance commerciale mondiale, de premier producteur de biens industriels du monde doit à un moment ou un autre s'accompagner d'une domination financière. Le conflit en Ukraine peut l'aider à accélérer sa marche en avant dans ce domaine. En multipliant les sanctions, les États occidentaux risquent de pousser de plus en plus de pays à se déconnecter

du système financier qu'ils contrôlent. Faute de pouvoir intervenir militairement, les pays anciennement industrialisés recourent à l'arme commerciale et à l'arme juridique créant un risque d'instabilité au sein des pays émergents ou au sein des autocraties. Si cette situation perdurait, ces derniers pourraient s'associer pour disposer d'un système d'échanges étanche. L'Inde qui entretient des relations complexes avec la Chine et la Russie ne souhaite pas s'aligner, fidèle à sa tradition. Elle pourrait jouer le rôle d'intermédiaire de référence au sein du monde des pays en développement et émergents. Le Brésil, comme souvent, hésite sur son positionnement, notamment en raison des fortes divisions politiques internes. Les autorités brésiliennes n'ont pas critiqué l'intervention russe. Leur dépendance vis-à-vis de la Russie en matière d'engrais et le souhait de s'émanciper de l'Europe et des États-Unis démocrates justifient, en partie, ce choix.

Les années 1990 et 2010 se sont caractérisées par une internationalisation de l'économie se traduisant par l'éclatement des chaînes de valeurs. L'ensemble des zones économiques ont été interconnectées avec, comme symbole de ce mouvement de fond, les porte-conteneurs qui sillonnent toutes les mers. Le développement d'un système financier mondial a facilité amplement la mondialisation tout comme le recours aux outils numériques. La

mondialisation a connu un premier infléchissement avec la crise financière de 2008. Au sein des pays occidentaux, elle est accusée d'avoir provoqué la désindustrialisation. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine durant le mandat de Donald Trump a symbolisé le renouveau du courant protectionniste que l'épidémie de covid n'a fait que conforter. La croissance du commerce mondial dans les années 2010 s'est ralentie. La pandémie a donné lieu à un double mouvement, une forte contraction en 2020 suivie d'un rebond massif et rapide dont a profité la Chine. Le conflit ukrainien ne provoquera pas, pour autant, le retour à la logique de blocs qui était en vigueur dans les années 1950/1980. Depuis, la Chine est devenue la première puissance commerciale mondiale. Le poids économique des occidentaux est passé de 1973 à 2021 de près de 75 à 42 % du PIB mondial. L'interdépendance s'est accentuée. Ce qui vaut pour les pays anciennement industrialisés vaut également pour la Chine ou l'Inde. Le processus de démontage de la mondialisation sera lent. La Chine sera-t-elle en capacité de promouvoir un système alternatif sur le plan économique et financier ? Pour le moment, du fait de l'absence de transparence, de certains retards technologiques et de la faible profondeur de son marché financier, la Chine n'est pas encore en situation de dépasser ni de concurrencer ni les États-Unis.

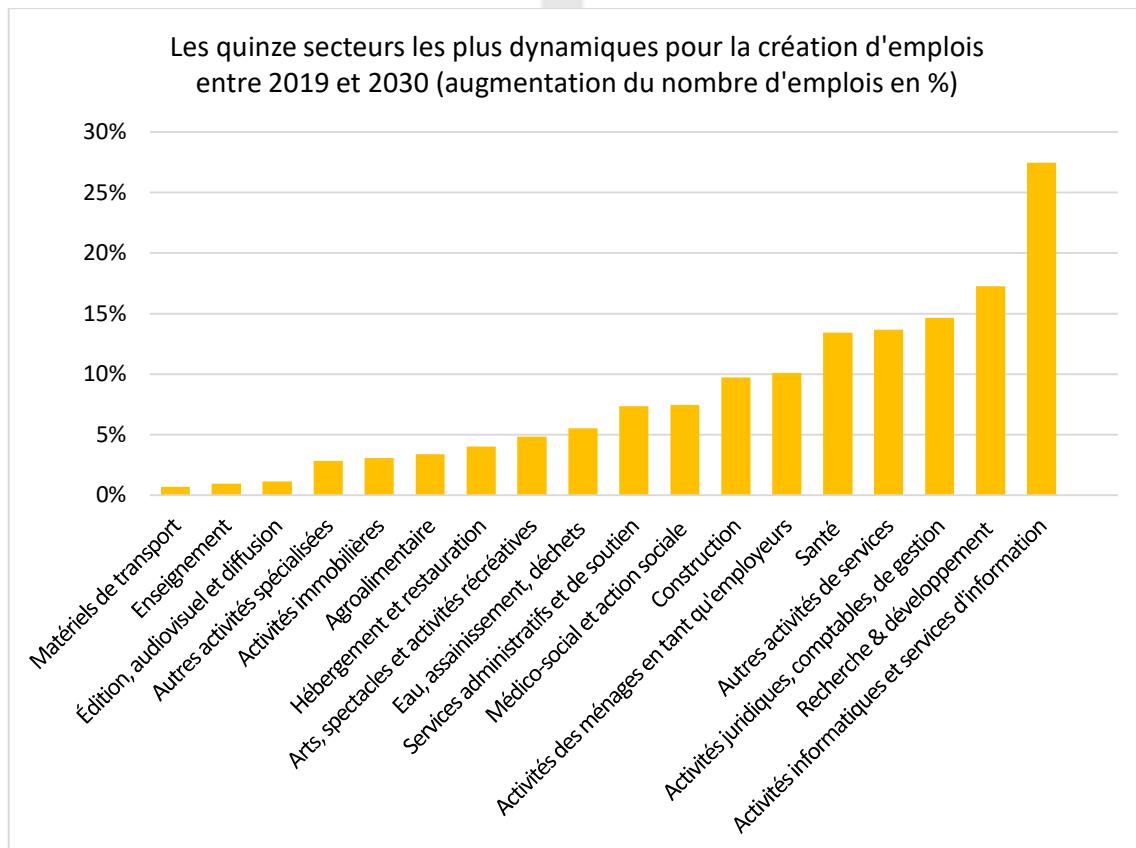
POINTS DE REPÈRE

QUELS SERONT LES EMPLOIS DE DEMAIN ?

Les emplois de demain seraient à rechercher parmi les ingénieurs informatiques, les infirmiers-sage-femmes, les aides-soignants et les cadres commerciaux qui seraient à l'origine de 110 000 à 115 000 créations d'emplois chacun. Suivraient les aides à domicile (+100 000) et les ouvriers qualifiés de la manutention (+80 000) qui devanceraient les cadres des services administratifs et financiers et les ingénieurs et cadres techniques de l'industrie (respectivement +75 000). Les cadres du bâtiment (+60 000) et les

personnels d'études et de recherche (+50 000) enregistreraient également un fort volume de créations.

Sur les 7 millions de jeunes débutants dans l'emploi qui entreront sur le marché du travail en 2030, 3 millions se répartiraient dans 15 métiers. Avec 347 000 entrées, le métier de vendeur occuperait la première place. Les enseignants et les infirmiers-sage-femmes les suivraient avec plus de 250 000 jeunes débutants.

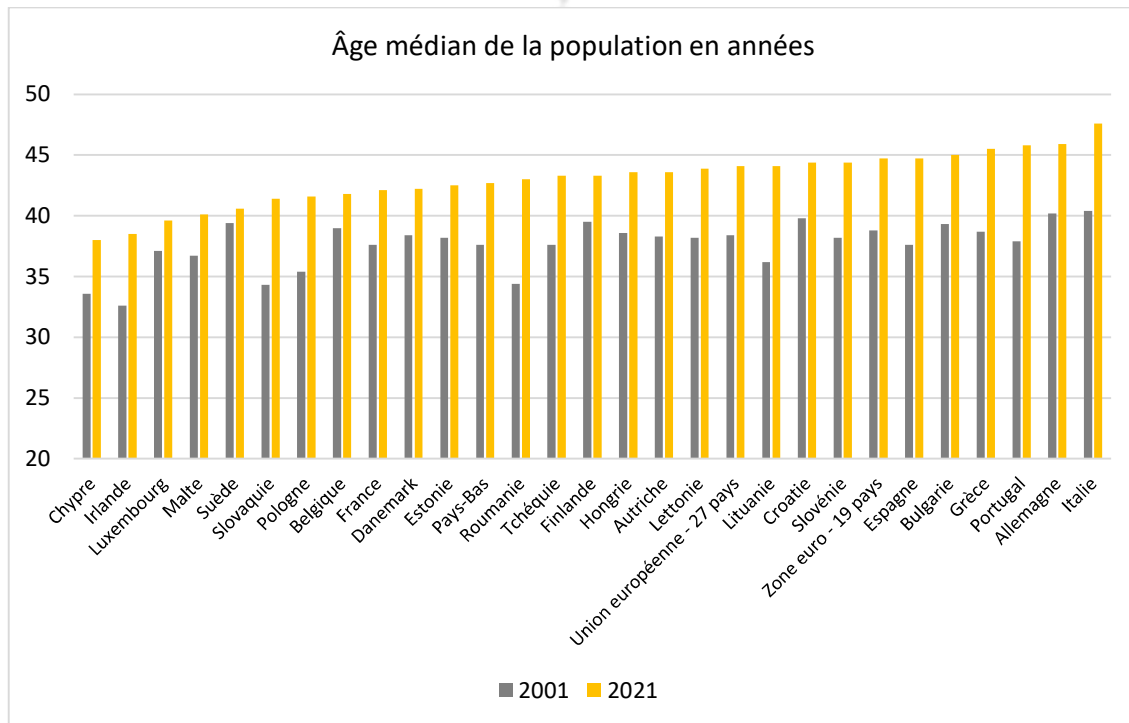


Cercle de l'Épargne – données DARES

LE VIEILLISSEMENT INELUCTABLE DES EUROPEENS

Au 1^{er} janvier 2021, l'âge médian de la population de l'Union Européenne atteignait 44,1 ans, soit 0,2 an de plus qu'en 2020. Il a augmenté de 2,5 ans (en moyenne de 0,25 an par an) par rapport à 41,6 ans en 2011. Cela signifie que la moitié de la population de l'Union européenne avait plus de 44,1 ans, tandis que l'autre moitié était plus jeune. Dans les États membres de l'Union, l'âge médian variait de 38,0 ans à Chypre à 47,6 ans en Italie.

Entre 2011 et 2021, cet indicateur a augmenté dans presque tous les États membres de l'Union. La hausse est de 4 ans ou plus en Espagne, au Portugal, en Grèce, en Irlande et en Slovaquie. La Suède fait exception avec un recul de l'âge médian de 0,2 an (de 40,8 ans en 2011 à 40,6 ans en 2021). À Malte, l'âge médian n'a pas changé entre 2011 et 2021. L'âge médian en France est de 42,1 ans en 2021 contre 37,6 ans en 2011.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	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 % - mars 2022	4,5	7,3	6,7	9,8	7,5
Taux de chômage En % - février 2022	7,4	3,1	8,5	12,6	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 MARCHES FINANCIERS

	Résultats – Mars 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 31 mars 2022	6 659,87
Évolution en mars 2022	-1,39 %
Évolution sur 12 mois	+9,37 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 31 mars 2022	14 414,75
Évolution en mars 2022	-1,05 %
Évolution sur 12 mois	-3,62 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Footsie 31 mars 2022	7 515,68
Évolution en mars 2022	+0,35 %
Évolution sur 12 mois	+10,98 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx 31 mars 2022	3 902,52
Évolution en mars 2022	-0,72 %
Évolution sur 12 mois	-1,60 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow 31 mars 2022	34.678,35
Évolution en mars 2022	+1,82 %
Évolution sur 12 mois	+4,87 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq 31 mars 2022	14 220,52
Évolution en mars 2022	+3,81 %
Évolution sur 12 mois	+9,01 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei 31 mars 2022	27 821,43
Évolution en mars 2022	+5,08 %
Évolution sur 12 mois	-5,47 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai 31 mars 2022	3 252,20
Évolution en mars 2022	-6,78%
Évolution sur 12 mois	-5,51 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité euro/31 mars 2022	1,1094
Évolution en mars 2022	-1,51 %
Évolution sur 12 mois	-5,30 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or en dollars 31 mars 2022	1 944,860
Évolution en mars 2022	+2,86 %
Évolution sur 12 mois	+15,65 %
Pétrole au 31 décembre 2021	78,140
Pétrole de Brent en dollars 31 mars 2022	107,400
Évolution en mars 2022	+9,26 %
Évolution sur douze mois	+67,86 %

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 : karima.smail@vendome-investment.com