



N°160
MAI 2022

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>Oser la vérité !</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>La hausse des salaires est-elle incontournable ?</i>	3
<i>L'emploi, la formation et les compétences</i>	5
HORIZON EXTÉRIEUR	7
<i>Le modèle allemand est-il soluble dans l'inflation ?</i>	7
<i>La Chine engage la bataille de la haute technologie</i>	9
HORIZON FINANCE	12
<i>La bataille de l'énergie et des matières premières ne fait que commencer !</i>	12
HORIZON LOINTAIN	14
<i>Le monde en plein essor des licornes</i>	14
POINTS DE REPÈRE	16
<i>les entreprises françaises et leurs dettes</i>	16
<i>Jusqu'à quand l'immobilier montera ?</i>	17
<i>Les statistiques économiques</i>	18
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	19

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



OSER LA VERITE !

Quatre crises en moins de quinze ans pour l'Europe, la crise des subprimes et de la dette publique, l'épidémie de Covid-19 et la guerre en Ukraine. Nous pourrions en ajouter une cinquième avec le Brexit. Le Vieux continent peine à effacer les stigmates d'une crise que la suivante la télescope. Si les crises sont des sources d'opportunités, elles sont génératrices de lassitude et de fatalisme. De plus en plus, nous sommes sur l'arrête des difficultés avec d'un côté un endettement massif et de l'autre une inflation renaissante qui dispose d'un réservoir de liquidités impressionnant. Depuis une dizaine d'années, les gouvernements et les banques centrales ont évité certains écueils ; ils ont empêché l'implosion du système financier ou la faillite d'un certain nombre d'États dont la Grèce. Ils ont réussi à préserver des vies tout en garantissant le niveau de vie des populations, du moins en Occident, durant l'épidémie de Covid. Des milliers de milliards de dollars ont été injectés au fil de ces crises pour résoudre en temps réel aux difficultés. La guerre en Ukraine provoque une série de chocs externes. En touchant l'énergie, les matières premières, les produits agricoles et certains biens intermédiaires, elle met sous tension l'ensemble des chaînes de valeur déjà fragilisés par la pandémie. Les États, les populations prennent conscience,

une fois de plus, de la fragilité des économies, des interdépendances et la rareté des biens. La notion de pénurie qui dans les pays avancés était une abstraction est redevenue une réalité. Depuis 2020, des masques à l'huile de tournesol en passant par les microprocesseurs, la liste des produits connaissant des problèmes d'approvisionnement s'allonge au point de mettre en arrêt des usines. Le paysage économique de l'après élection présidentielle est sans précédent depuis la fin de Seconde Guerre mondiale. La mondialisation semble avoir vécu, la planète se fracturant de plus en plus, la transition énergétique et la guerre en Ukraine imposent de changer de fond en comble notre consommation de produits énergétiques, Le poids des dettes passées réduit les marges de manœuvre au moment où les populations demandent plus de protection, de sécurité et d'égalité. « Oser la vérité » est difficile pour les gouvernements quels qu'ils soient. Il est plus facile de vendre du rêve que « *du sang, du labeur, des larmes et de la sueur* » pour paraphraser Winston Churchill. L'heure de vérité, même si elle a été décalée à plusieurs reprises, grâce notamment aux politiques monétaires non conventionnelles, se rapproche. La fuite en avant budgétaire et monétaire n'est pas éternelle. À nous de retrouver les voies de la sagesse.

*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*

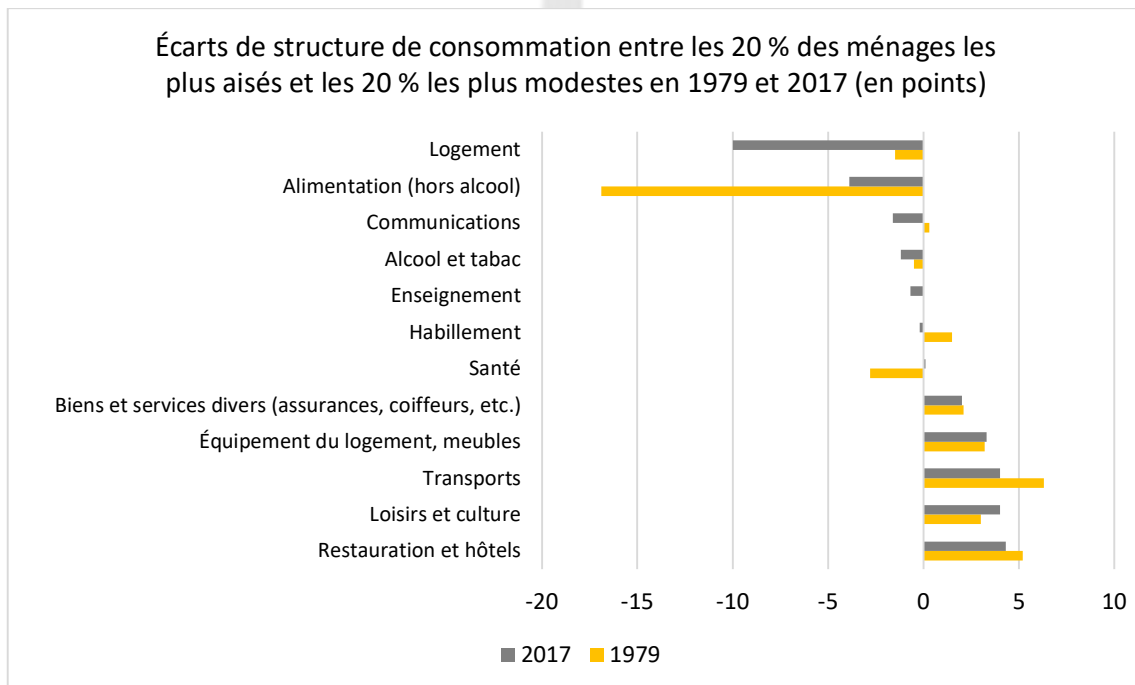
HORIZON FRANCE

LA HAUSSE DES SALAIRES EST-ELLE INCONTOURNABLE ?

Dans le cadre de la campagne électorale présidentielle, de nombreux candidats ont proposé une hausse des salaires, en particulier des bas salaires. Dans une période de hausse des prix, après la crise sanitaire, le principe d'une revalorisation salariale peut apparaître légitime. Il convient néanmoins d'en apprécier les conséquences qui ne sont pas toutes en faveur, in fine, des bénéficiaires.

En France, 52 % des salariés gagnent moins de 2 000 euros par mois. Ces derniers doivent faire face à une

augmentation des prix réduisant leur pouvoir d'achat. Depuis plus de deux décennies, ils sont confrontés à la montée du coût des logements et plus globalement des dépenses pré-engagées. Pour les locataires du premier décile de revenus, les dépenses de logement absorbent près de 30 % de leurs revenus. Les dépenses pré-engagées sont passées en moyenne de 27 à 32 % de 2001 à 2017. Ce taux atteint 41 % pour les ménages les plus modestes (1^{er} décile de revenus).



Lecture : en 2017, la part moyenne de l'alimentation (hors alcool) dans la consommation totale des 20 % des ménages les plus aisés (5^e quintile de niveau de vie) est inférieure de 3,9 points à celle des 20 % des ménages les plus modestes (1^{er} quintile).

Cercle de l'Épargne – données INSEE

L'augmentation des bas salaires en France se transmet à l'ensemble des salaires du niveau élevé du SMIC et du grand nombre de salariés qui ont une rémunération voisine à ce dernier. En

2021, le salaire minimum représentait 62 % du salaire médian en France, contre 58 % au Royaume-Uni, 50 % en Allemagne et 30 % aux États-Unis (source OCDE).

Une hausse généralisée des salaires qui ne serait pas accompagnée de gains de productivité conduirait à une augmentation généralisée des prix. Elle contribuerait à la dégradation de la compétitivité-prix de l'ensemble de l'économie. Le déficit de la balance commerciale, déjà élevé, s'accroîtrait fortement. Les effets négatifs d'une augmentation des salaires en France, pays où le coût salarial est déjà élevé, seraient importants. Les coûts salariaux représentent 62 % de la valeur ajoutée, contre 56 % au sein de la zone euro (hors France).

Une hausse des salaires pourrait accentuer la tertiarisation de l'économie française. L'industrie française, déjà à la peine, rencontrerait des difficultés à ajuster ses prix à la hausse et serait condamnée à perdre de nouvelles parts de marchés. Son positionnement en milieu de gamme rend difficile tout relèvement tarifaire. Le secteur tertiaire peut augmenter plus facilement ses prix. Depuis 2002, les prix des produits sont restés globalement stables grâce à d'importants gains de productivité quand ceux des services ont progressé de 50 %. Les services domestiques à faible valeur ajoutée pourraient

poursuivre leur essor avec, toutefois, la limite de la pression à la baisse de la demande en raison de l'érosion du pouvoir d'achat des ménages. Malgré tout, la profitabilité des entreprises augmenterait dans les services par rapport à l'industrie, et le capital serait attiré dans les services au détriment de l'industrie dont le poids dans le PIB est désormais inférieur à 10 %. La tentation funeste serait alors d'opter pour un protectionnisme qui ne ferait qu'accroître les prix et le déclin industriel. Dans un contexte d'augmentation de leurs coûts, les entreprises pourraient être, par ailleurs, contraintes de réduire leurs investissements, ce qui alimenterait également la perte de compétitivité.

Une hausse généralisée des salaires peut être favorable aux salariés à condition qu'elle ne débouche pas sur une augmentation des prix, faute de quoi il y a baisse de la compétitivité. Pour contrecarrer les effets négatifs d'une progression des salaires, l'investissement doit s'accroître en parallèle permettant des gains de productivité. La hausse des salaires doit conduire à celle de l'offre de travail afin de soutenir la production potentielle.

L'EMPLOI, LA FORMATION ET LES COMPETENCES

Depuis deux ans, la France, doit faire face à une série de chocs extérieurs dans un contexte de finances publiques dégradées et de déficit commercial préoccupant. Les marges de manœuvre des pouvoirs publics sont faibles compte-tenu du niveau élevé des dépenses et des prélèvements obligatoires. Les dépenses publiques sont amenées à augmenter afin de financer les retraites, la santé, la dépendance, la transition énergétique, la formation, la digitalisation, etc. Les solutions sont limitées. Elles consistent essentiellement à jouer sur le taux d'emploi et la productivité. L'un et l'autre supposent un effort de formation conséquent et une augmentation de l'investissement. Pour être acceptable, cette politique doit s'accompagner d'une réduction des inégalités tant sociales que géographiques.

La nécessaire augmentation du taux d'emploi

Le taux d'emploi est faible en France par rapport aux autres États européens. Il est inférieur de plus de 10 points à celui enregistré en Allemagne. Il s'élève à 62 % contre 74 % en Allemagne. La faiblesse du taux d'emploi est liée à un nombre important de jeunes de moins de 25 ans sans emploi et sans formation et à un départ précoce à la retraite. Plus du quart du déficit d'emplois entre la France et l'Allemagne s'explique par le taux d'emploi des plus de 60 ans qui est de 38 % en France, contre plus de 60 % en Allemagne. Ce taux atteint 70 % en Suède et 55 % au Royaume-Uni. En France, l'âge moyen de départ à la retraite est pour le régime général de 62,8 ans.

La France souffre d'une main-d'œuvre insuffisamment formée, ce qui pénalise l'emploi. Cette faiblesse conduit à une surreprésentation des emplois à faible qualification. La France en compte deux fois plus que l'Allemagne. Selon le classement PIAAC de l'OCDE, la France se classe au 21^e rang loin derrière le Japon, la Finlande, la Corée du Sud et les Pays-Bas. Pour les sciences, la France, selon l'enquête TIMSS, se situe à dans le bas du classement juste devant la Roumanie. Si l'Allemagne a réussi à améliorer ses positions lors de ces vingt dernières années, la France n'a pas réussi à redresser les siennes.

La France se caractérise par le poids élevé de ses cotisations sociales et de ses impôts de production qui représentent 13 % du PIB, contre moins de 8 % en Allemagne et 9 % pour la zone euro (hors France).

Pour les pays de l'OCDE, une corrélation forte existe entre le taux d'emploi, le taux d'emploi des plus de 60 ans, les compétences de la population active et les compétences en sciences des jeunes, d'une part, et le poids des impôts de production et des cotisations sociales des entreprises, d'autre part.

Pour améliorer le taux d'emploi, les pouvoirs publics peuvent déplacer le curseur de l'âge de départ à la retraite. Le passage de 60 à 62 ans a conduit à une hausse sensible du taux d'emploi des plus de 55 ans. L'amélioration des compétences des jeunes (surtout en sciences) et des adultes est une autre solution mais qui nécessite du temps. L'amélioration du taux d'emploi accroîtra les recettes fiscales et réduira les dépenses. Si le taux d'emploi était

le même en France qu'en Allemagne, les recettes fiscales seraient, toutes choses égales par ailleurs, 4 points de PIB plus élevées. Avec un taux d'emploi plus élevé, les inégalités sociales seraient moins élevées, permettant une diminution des dépenses de transferts. Celles de retraites seraient également plus faibles. En revanche, les dépenses liées au risque prévoyance (incapacité, handicap) augmenteraient.

Pour pouvoir proposer des emplois qualifiés, un effort d'investissement devrait être entrepris en parallèle par les acteurs publics et privés. La réindustrialisation suppose que les collectivités locales acceptent l'implantation d'usines. La création de nouvelles activités industrielles permettrait de réduire l'imposant déficit commercial. La transition énergétique donne la possibilité aux entreprises de se développer sur ce nouveau secteur d'activité à fortes marges. La France se doit de réduire l'écart avec l'Allemagne. La valeur ajoutée

manufacturière représente 9 % du PIB pour la première et 20 % pour la seconde.

La transition énergétique suppose un supplément d'investissement d'au moins quatre points de PIB. La mobilisation de l'État doit s'accompagner celle des investisseurs pour éviter une progression des dépenses publiques, sachant que l'État sera appelé à compenser une partie des inégalités sociales que génère la transition énergétique.

Les entreprises françaises devront réaliser des innovations de rupture afin de respecter les Accords de Paris sur les émissions de gaz à effet de serre et pour compenser les surcoûts provoqués par la hausse des coûts de production. Une augmentation du nombre de logements construits chaque année est par ailleurs indispensable pour préserver le pouvoir d'achat des ménages.

HORIZON EXTÉRIEUR

LE MODELE ALLEMAND EST-IL SOLUBLE DANS L'INFLATION ?

L'Allemagne se caractérise par la force de son industrie qui représentait, en 2021, 19,5 % du PIB, contre 13,5 % en zone euro (hors Allemagne). Si dans les autres pays, le poids de l'industrie a eu tendance à diminuer ces vingt dernières années, il s'est accru Outre-Rhin de deux points de PIB. L'emploi dans le secteur manufacturier a moins diminué en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro. De 1998 à 2021, il est respectivement passé de 20 à 16,5 % de l'emploi total et de 18 à 11 %. Le solde de la balance commerciale industrielle atteint 8 % du PIB en Allemagne (2021), contre 0,2 % pour la zone euro (hors Allemagne).

Depuis les années 1950, l'Allemagne a toujours mis en œuvre des politiques visant à conforter la puissance de son industrie. Le choix d'un mark fort en était une des illustrations. La réévaluation du mark permettait de réduire le coût des importations et de valoriser les exportations tout en obligeant les entreprises à se positionner sur le haut de gamme. Avec l'introduction de l'euro, les gouvernements allemands ont continué à favoriser l'industrie en recourant à d'autres outils.

Au début des années 2000, l'Allemagne a ainsi opté pour une dérèglementation du marché du travail des services (mini-jobs, contrainte de retour à l'emploi pour les chômeurs). Elle a également mis en œuvre une baisse des cotisations sociales des entreprises tout en freinant les hausses de salaires, ceux des services restant nettement inférieurs à ceux de l'industrie. Le salaire par tête moyen

est passé dans l'industrie de 1998 à 2021 de 28 000 à 49 000 euros quand celui des services est passé de 18 000 à 32 000.

L'Allemagne a favorisé l'adoption de politiques libres échangistes qui lui permettent tout à la fois d'importer à moindres coûts et d'exporter tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'Union. Les entreprises industrielles allemandes ont réduit leurs coûts de production en recourant aux importations de biens intermédiaires en provenance des pays d'Europe centrale. Les coûts de production de ces derniers sont 40 % inférieurs à ceux de l'Allemagne. Les importations en provenance de ces pays représentent 5 % du PIB en Allemagne, contre 3 % pour la zone euro (hors Allemagne). L'Allemagne importe deux fois plus de biens intermédiaires que la France.

L'Allemagne a fortement accru ses exportations vers l'Union de 1998 à 2007. Elles sont passées de 14 à 23 % du PIB. Après la crise financière, avec la stagnation de la zone euro, les entreprises allemandes ont privilégié les pays émergents. Les exportations en-dehors de l'Union sont passées de 12 à 18 % du PIB entre 1998 et 2021. Depuis 2016, avec la fin de la récession en Europe, le poids de échanges intra-européens sont à nouveau en hausse. Il est passé de 20 à 22 % du PIB quand celui des exportations hors Union sont relativement stables.

L'industrie allemande a de forts besoins en énergie. Le choix opéré

dans les années 1990 de recourir au pétrole et au gaz russe visait à disposer d'une énergie abondante à un prix relativement maîtrisé grâce à des contrats de long terme. Les importations russes de pétrole représentaient 30 % des importations totales en 2020. Les importations de gaz représentaient 65 % de la consommation de gaz et celles de charbon 46 % de la consommation totale de charbon.

Afin d'assurer le financement de son industrie, l'Allemagne a maintenu un secteur bancaire important, décentralisé et comportant peu d'établissements systémiques. De nombreuses banques, en raison d'un bilan modeste, ne sont pas supervisées par la BCE, ce qui leur donne des marges de manœuvre supérieures. En 2021, l'Allemagne comptait 421 établissements bancaires de droit public dont 414 caisses d'épargne et 7 banques de Länder. Ces établissements jouent un rôle important dans l'animation et le financement des bassins d'emploi. Elles détiennent d'importantes participations dans les entreprises familiales. À la différence de la France, la concentration du secteur bancaire est faible. En revanche, comme en France, le financement de l'économie allemande est essentiellement de nature bancaire, plus de 70 %.

Avec la guerre en Ukraine, l'Allemagne est confrontée à une augmentation

importante des prix de l'énergie et des matières premières avec des risques de pénurie. Elle doit déjà faire face depuis le milieu de l'année 2021 à des goulets d'étranglement concernant un certain nombre de biens intermédiaires et à des augmentations de prix notamment dans le secteur des transports. La transition énergétique met, par ailleurs, en difficulté, son industrie automobile qui est un des symboles de sa puissance industrielle.

L'Allemagne a besoin de maintenir la compétitivité de son industrie afin de préserver ses recettes d'exportation qui lui permettent de conserver des salaires élevés et de financer les dépenses de retraite. Les autorités allemandes ne peuvent donc pas se priver immédiatement du gaz ni du pétrole russe au risque de déstabiliser l'ensemble de leur économie. Le gouvernement allemand devrait, dans les prochaines semaines, peser de plus en plus en faveur d'une hausse des taux de la part de la BCE, son modèle reposant sur une inflation faible et sur une monnaie forte. Un euro fort lui permet d'importer les biens intermédiaires à bas prix et de vendre ses produits avec de fortes marges en dehors de l'Union européenne. La maîtrise des coûts passe par une rigueur salariale qui nécessite une inflation réduite. Les débats au sein de la BCE devraient donc tourner autour de ce sujet clef compte tenu des intérêts en jeu.

LA CHINE ENGAGE LA BATAILLE DE LA HAUTE TECHNOLOGIE

Si la Chine s'est construite à partir de 1978 grâce aux exportations, depuis plusieurs années, ses dirigeants ont décidé de favoriser la demande interne. Plus récemment, ils ont opté pour faire de leur pays le champion toute catégorie de la haute technologie. La volonté de s'affranchir de la dépendance des exportations s'est renforcée avec la crise ukrainienne. Le souverainisme économique version chinoise nécessite le développement de l'innovation afin de pouvoir se passer de l'apport technologique des occidentaux. À cette fin, les pouvoirs publics investissent dans des centres de recherche et favorisent le développement d'entreprises technologiques avec, en ligne de mire, le centenaire de la Chine Populaire en 2049 censé consacrer son rang de première puissance mondiale. Si l'ouverture de la Chine au monde a favorisé les grandes villes côtières comme Shanghai, le rattrapage technologique donne lieu à d'importants investissements au sein de villes de l'intérieur. Les autorités entendent rééquilibrer le territoire au profit de ces dernières, sachant qu'elles se méfient des populations occidentalisées des villes côtières. Ces villes avaient été choisies dans les années 1990/2000 car elles permettaient d'exporter facilement les produits manufacturés fabriqués sur place. Shenzhen, à 700 km au sud de Zhuzhou, est devenue le symbole de l'ascension de la Chine comme « usine du monde » dans les années 1990. Cette époque semble révolue. La ville de Zhuzhou, rassemblant 4 millions d'habitants dans la province enclavée du Hunan connaît un essor important depuis quelques années. Cette cité était devenue, dans les années 1990, une plaque tournante régionale pour la

production de produits chimiques et de métaux au prix d'une destruction de l'environnement. Dans les années 2010, elle a été transformée en hub technologique. Des centaines d'entreprises d'intelligence artificielle de robotique et de données ont été créées. Une dizaine de villes sont désormais concernées par la révolution technologique que promeut le pouvoir en place. Les nouveaux investissements et la migration sont détournés des riches centres côtiers vers des villes de l'intérieur comme Zhuzhou. Le gouvernement soutient des milliers de groupes, petits et grands, dans les domaines de la science des données, de la sécurité des réseaux et de la robotique. Les autorités laissent moins de marges de manœuvre aux fonds de capital-risque dans le choix des entreprises à financer. L'interventionnisme est de plus en plus marqué. Il s'accompagne d'une propagande politique visant à souligner l'esprit de conquête de la Chine et le déclin de l'Occident.

Xi Jinping souhaite construire un État incubateur à l'origine des gains de productivité grâce à la recherche et à la technologie nationales. Il ne croit plus à la convergence technologique avec les pays avancés qui était le modèle de développement soutenu depuis 1978. Ce changement est lié à des considérations géopolitiques mais aussi à des données économiques. Les gains de productivité sont en baisse à l'échelle mondiale mais aussi en Chine depuis plusieurs années. Ils s'élevaient à un peu plus de 1 % par an entre 2010 et 2019 quand, auparavant, ils dépassaient 3 %. Les transferts de technologie sont désormais beaucoup plus limités par les États-Unis et par les États

européens. Le Gouvernement chinois privilégie les recherches sur les technologies « dures » et délaisse celles liées à l'Internet grand public. Dans le quatorzième plan quinquennal publié en 2021, l'accent est mis sur le développement de l'intelligence artificielle, les semi-conducteurs, les logiciels industriels et le big data. La nouvelle politique industrielle n'exige pas un accès facile aux ports. Les autorités qui gèrent dans le détail les flux migratoires internes souhaitent les orienter vers les nouveaux centres de production de biens de haute technologie. La dernière grande impulsion de migration intérieure avait commencé en 2001, quand la Chine avait rejoint l'OMC, et a duré jusqu'en 2013, lorsque Xi Jinping est arrivé au pouvoir et que la consommation est devenue le vecteur numéro un de la croissance. Les huit dernières années ont été marquées par un changement, avec une migration des centres de l'intérieur vers les villes de l'Est. La Chine pourrait être sur le point de commencer une autre vague de migrations intérieures qui alimentera la nouvelle révolution industrielle. Les migrations sont indispensables car les villes choisies sont souvent pauvres et ne disposent pas d'un personnel qualifié. Les besoins en main-d'œuvre sont importants. Hefei, 9 millions d'habitants, dans la province d'Anhui, l'une des régions les plus pauvres de Chine a accueilli, en 2021, plus de 2 500 entreprises spécialisées dans les logiciels d'intelligence artificielle de base de données. Elle en comptait seulement 370 en 2020. La ville de Shenyang a vu la création de plus de 860 entreprises de robotique au cours des deux dernières années. Quelques 4 400 groupes prétendant être impliqués dans l'Internet des objets se sont installés dans la ville de Chengdu, dans le sud-ouest en 2021, soit quatre

fois plus qu'en 2020. La croissance rapide de ces villes s'inscrit dans le processus de planification des collectivités locales qui prévoit notamment des incitations fiscales et foncières aux entreprises.

En 2021, les hauts fonctionnaires ont commencé à désigner les nouveaux riches et les dirigeants des entreprises numériques comme des ennemis, et ont décidé de mettre un terme à « l'expansion désordonnée du capital ». Des centaines de fonctionnaires et d'hommes d'affaires ont été arrêtés ces dernières années pour corruption. Les attaques ont frappé des cadres du Parti comme Zhou Jiangyong, un ancien secrétaire de Hangzhou, la ville prospère de l'Est de la Chine qui abrite Alibaba. Il a fait l'objet d'une enquête pour de tels crimes. Dans le cadre de son plan de « *développement ordonné du capital* », Xi Jinping a supervisé le lancement d'une nouvelle bourse à Pékin en 2021 qui se concentre sur la canalisation des investissements vers de petits groupes technologiques. Le programme « petits géants » lancé par le ministère de l'industrie et des technologies Internet sélectionne des milliers d'entreprises qui bénéficieront d'incitations fiscales et de financements publics. Selon Bloomberg, la Chine prévoit de dépenser quelque 2,3 milliards de dollars cette année dans de nouveaux projets, dont nombreux sont axés sur la fabrication de haute technologie et le développement technologique. L'accès au financement est conditionné au respect des consignes du Parti. Les entreprises de haute technologie dure et d'énergie propre ont ainsi bénéficié de plus de 8,7 milliards de dollars de crédits, contre 5,6 milliards de dollars en 2020. Le feu vert de l'État est

désormais un sésame de plus en plus indispensable.

Cette planification n'est pas exempte de défauts. Des entreprises éprouvent des difficultés à se connecter sur l'Internet à haut débit ou n'ont pas accès au cloud de manière satisfaisante. Les compétences humaines sont l'autre grand problème que pose cette stratégie volontariste.

La formation ne suit pas la demande en ingénieurs. Par ailleurs, ces derniers rechignent à déménager pour se rendre dans des villes de l'intérieur et du Nord de la Chine. Les pressions du pouvoir central sur les entreprises de haute technologie provoquent des tensions au sein du management de ces dernières. Des démissions sont constatées.



HORIZON FINANCE

LA BATAILLE DE L'ÉNERGIE ET DES MATIÈRES PREMIÈRES NE FAIT QUE COMMENCER !

La Russie dépend de la rente pétrolière au même titre que les pays du Moyen-Orient. L'énergie et les matières premières sont au cœur du système économique russe. Ces vingt dernières années, elles ont fourni plus de 4 000 milliards de dollars de recettes d'exportation. Cette rente finance le train de vie de nombreux oligarques et les prestations sociales dont bénéficient une grande partie de la population.

Les sanctions et les menaces d'embargos frappent en premier lieu l'Europe qui, à défaut de trouver de nouveaux fournisseurs, pourrait subir des pénuries inédites d'énergie d'ici l'automne prochain. Les dernières datent de 1973 quand l'OPEP avait décidé de fermer les robinets de pétrole aux États qui soutenaient Israël. Dans les prochains mois, le marché du pétrole et du gaz sera tendu. L'endommagement en Asie centrale d'un oléoduc par une tempête et l'attaque par des rebelles houthis soutenus par l'Iran de plusieurs installations énergétiques saoudiennes ont provoqué une hausse de plus de 10 % des cours à la fin du mois de mars. Tous les gouvernements cherchent du pétrole et du gaz et en oublient les impératifs de la transition énergétique. Les Occidentaux font pression sur Saudi Aramco, la plus grande compagnie pétrolière du monde afin qu'elle augmente sa production. Elle est censée à cet effet d'accroître ses investissements de 40 à 50 milliards de dollars par an. L'administration Biden a même tenté d'amadouer Nicolás Maduro, le

Président vénézuélien, pour que le pays de ce dernier réinvestisse le marché du pétrole. Le Venezuela qui détiendrait les plus grandes réserves de pétrole non exploitées était, en 2005, à l'origine de près de 5 % des exportations mondiales de pétrole avant d'être soumis à des embargos

Dans le schéma actuel, l'Union européenne espère être indépendante de la Russie d'ici 2030, ce qui suppose le doublement de la production des énergies renouvelables ainsi qu'un recours à de nouvelles sources de gaz et de pétrole. Le nucléaire qui après Fukushima avait été banni retrouve quelques intérêts tant comme moyen de décarbonation de la production d'énergie qu'au nom de l'indépendance économique. La France prévoit de construire six nouvelles centrales. Le 21 mars dernier, la Grande-Bretagne a annoncé qu'elle construirait une nouvelle génération de réacteurs.

Les rapports de force géopolitiques pourraient donc accélérer la transition énergétique. Celle-ci pourrait néanmoins entraîner de nouvelles dépendances. Au niveau mondial, dix États assurent plus de 75 % des exportations des métaux verts tels que le cuivre et le lithium indispensables pour les énergies renouvelables.

Du fait de l'épuisement de certains gisements de pétrole ou de gaz en Occident et de l'arrêt de l'investissement des entreprises européennes ou américaines dans ce secteur, la part de marché de l'OPEP

et de la Russie passera de 45 % à 57 % d'ici 2040. Les États africains producteurs de pétrole qui dépendent des investissements occidentaux pour leurs infrastructures pourraient enregistrer de fortes baisses de production avec des risques politiques et sociaux à la clef. A contrario, des États dotés de fortes ressources en métaux verts devraient bénéficier d'une nouvelle rente. D'ici 2040, ce marché pourrait s'accroître de 1 000 milliards de dollars. Pour le Congo, la Guinée ou la Mongolie, l'afflux pourrait modifier en profondeur leur économie. Ces pays devraient créer des fonds souverains pour gérer leur nouvelle rente. Un code international pourrait être institué afin de garantir des relations équilibrées entre producteurs et consommateurs. Quoi qu'il en soit, l'augmentation des prix devrait conduire à d'importants

investissements et à une prospection assidue au sein de nouveaux pays. Au Pakistan, une entreprise canadienne, Barrick, a décidé d'investir 10 milliards de dollars dans une mine de cuivre au Pakistan. Tesla, qui utilise de nombreux minéraux pour fabriquer des voitures électriques, développe de nouveaux modèles de batteries. Cette société a conclu un accord d'approvisionnement avec la Nouvelle-Calédonie qui possède un dixième des réserves mondiales de nickel. Pour réduire la dépendance au gaz et au pétrole, des innovations sont prévisibles. De nouveaux types de petits réacteurs nucléaires sont ainsi prévus. La filière hydrogène devrait également bénéficier d'investissements supplémentaires.



HORIZON LOINTAIN

LE MONDE EN PLEIN ESSOR DES LICORNES

Les vagues technologiques, les ruptures économiques interviennent souvent sur des petits territoires comme la Silicon Valley ou la Route 128 à Boston. La Silicon Valley a donné au monde, entre autres, Hewlett-Packard (fondé à Palo Alto en 1939), Intel (Mountain View, 1968), Apple (Los Altos, 1976), Google (Menlo Park, 1998) et Uber (San Francisco, 2009). Durant plusieurs années, cette vallée a capté une grande partie des financements de capital-risque. San Francisco abrite 136 licornes (start-up de moins de dix ans valorisées au minimum un milliard de dollars), dont 220 dans l'ensemble de la vallée, plus que dans tout autre endroit dans le monde. Aujourd'hui, de nouveaux centres se créent tout autour de la planète. 45 pays ont des licornes qui se concentrent dans quelques villes ou territoires. En France, Paris et le Plateau de Saclay sont les principaux lieux d'accueil. Au total, le monde compte plus de 1 000 licornes dont près de la moitié sont situées en dehors des États-Unis. L'internationalisation s'accélère. Le poids du capital-risque investi dans les start-up américaines est passé de 84 % il y a deux décennies à moins de la moitié en 2021. La diffusion du capital-risque reflète la croissance de la technologie ces dernières années.

En Inde, Bangalore, capitale de l'État de Karnataka et plus important pôle de la haute technologie du pays, accueille un nombre important de start-up et de licornes. En 2021, les 26 licornes de la ville ont attiré pour plus de 13 milliards de dollars de financement. Parmi les

lieux phares de la scène des start-up, figurent Pékin, Londres ou Tel-Aviv, dont le rayonnement est mondial. En France, le Plateau de Saclay émerge comme un des principaux pôles de création de richesses en région parisienne. Une nouvelle agglomération prend forme autour des grands écoles et des centres de recherche. Elle attire de nombreux cadres à la recherche d'emplois à forte valeur ajoutée et de conditions de vie agréables. Parmi les autres agglomérations phares pour les start-up, il faut citer également Singapour ou São Paulo. La carte de l'innovation mondiale se redessine, plus dispersée, plus diversifiée et plus compétitive. L'interconnexion de ces centres de création est importante sauf en ce qui concerne la Chine qui développe une politique de développement technologique plus écocentree.

Les entreprises de la haute technologie se localisent essentiellement dans les pôles les plus dynamiques de chaque pays. Près de 40 % de ces licornes sont rassemblées dans les pôles leaders. Entre 2011 et 2021, la part de la première ville dans le financement national du capital-risque est passée de moins de 50 % à près de 70 % pour Londres, de 24 % à 60 % pour Berlin et de 15 % à 34 % pour Bangalore. Les start-up et les licornes se développent dans des bassins d'emploi interconnectés, ouverts sur l'extérieur et dotés d'établissements d'enseignements supérieur et de centres de recherche. Bangalore possède plus de 70 grandes écoles. Le plateau de Saclay accueille HEC, Polytechnique, l'Université d'Orsay et

bien d'autres d'établissements renommés. La Silicon Valley bénéficie de la proximité Stanford ou l'Université de Californie à Berkeley. Tel-Aviv compte à la fois des universités et des centres de recherche des services de renseignement israéliens. La multiplication des centres d'accueil des start-up et licornes est facilitée par la diffusion de l'Internet à haut débit et par l'arrivée de générations « digital nativ » formées aux nouvelles technologies. Les investisseurs sont, par ailleurs, à l'affut des opportunités de peur de manquer une bonne opération. La notion « d'économies d'agglomération » joue à plein. Malgré les apports d'Internet, du cloud, la concentration sur un petit territoire demeure une voie clef du succès en raison des rendements d'échelle croissants. Il est plus facile de faire des affaires et de recruter quand les fournisseurs et les viviers de talents (universités, grandes écoles, centres de recherche) sont sur place. Les idées circulent plus facilement lorsque les employés d'entreprises rivales fréquentent les mêmes lieux (restaurants, bars, salles de sports, écoles des enfants). L'essor du télétravail ne devrait pas modifier la donne. La présence d'universités et de centres de recherche ne suffit pas pour créer un pôle d'accueil et de développement de licornes. Tokyo, malgré l'existence d'établissements d'enseignement supérieur de renom et d'entreprises technologiques comme Sony, ne figure pas parmi les villes phares pour les start-up. Le contexte économique marqué par la domination des keiretsu (conglomérats) n'est pas propice à la naissance des start-up. Par ailleurs, le pays demeure peu ouvert aux cultures extérieures. Le pays s'est classé 53^e au monde en termes de maîtrise de l'anglais, moins de 8 % des Japonais le parlent couramment. Les étrangers ont du mal à s'imposer dans

les milieux d'affaires tokyoïtes. Les capital-risqueurs extérieurs ne sont pas les bienvenus. Les fondateurs ou les dirigeants de start-up et de licornes sont souvent des immigrés de plus ou moins fraîche date. 60 % des entreprises technologiques américaines les plus importantes ont été créées par des immigrants ou leurs enfants. Les centres européens tels que Berlin, Londres et Paris ont d'importantes populations d'immigrants. La Chine manque de fondateurs étrangers, mais ses pôles de création de start-up comme Shanghai et Shenzhen attirent de nombreux rapatriés qui ont étudié ou travaillé à l'étranger notamment aux États-Unis.

Dans certains cas, les administrations publiques peuvent apporter un soutien direct pour faciliter le développement des start-up avec des résultats contrastés. En 1999, l'Allemagne a versé 1,5 milliard d'euros pour créer un cluster bavarois qui n'a pas donné naissance à des licornes. La France a lancé, un grand programme national en 2005 visant à créer des pôles de compétitivité sur tout le territoire mais le fait que chaque région ait voulu avoir son voire ses pôles, il en a résulté un saupoudrage improductif des crédits alloués. Le soutien accordé par l'État, la Caisse des Dépôts et par des régions à Qwant afin que la France puisse posséder son moteur de recherche national n'a pas été couronné de succès. Le moteur de recherche est désormais hébergé par Microsoft et la filiale destinée à concurrencer Apple Music ou Spotify a été fermée. En 2009, Josh Lerner de la Harvard Business School concluait que « *pour chaque intervention gouvernementale efficace, il y a eu des dizaines, voire des centaines, d'échecs, où des dépenses publiques substantielles n'ont pas porté leurs fruits* ».

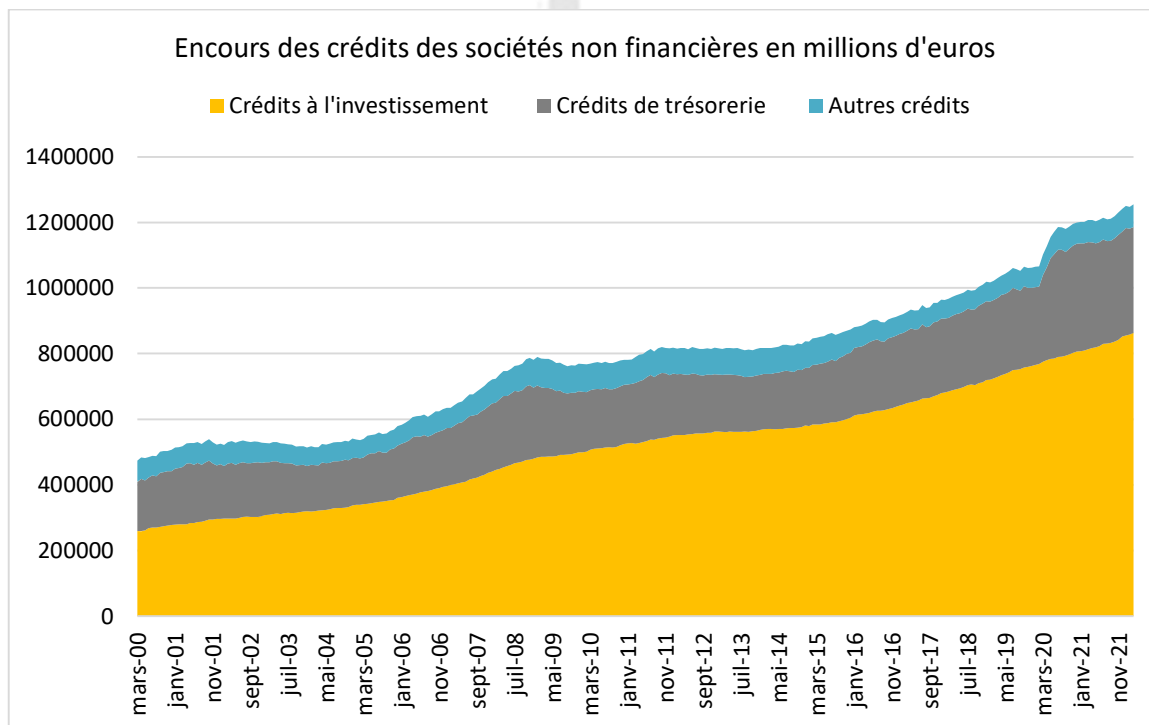
POINTS DE REPÈRE

LES ENTREPRISES FRANÇAISES ET LEURS DETTES

L'encours de crédits des sociétés non financières s'élevait, fin mars, à 1 255 milliards d'euros, dont 864 milliards au titre de l'investissement et 322 au titre des crédits de trésorerie. Sur un an, la croissance de l'encours global a été de 4,2 %. Celle des crédits à l'investissement a atteint +6,3 %, après 6,1 % en février et +5,8 % en janvier, portée par sa composante équipement

(+7,2 %, après +6,7 % en février et +6,0 % en janvier).

Le taux de croissance annuel des crédits de trésorerie est légèrement négatif (-1,5 %, après -1,2 % en février et -0,3 % en janvier). L'encours des crédits de trésorerie reste toutefois plus de 22 % au-dessus de son niveau pré-covid.



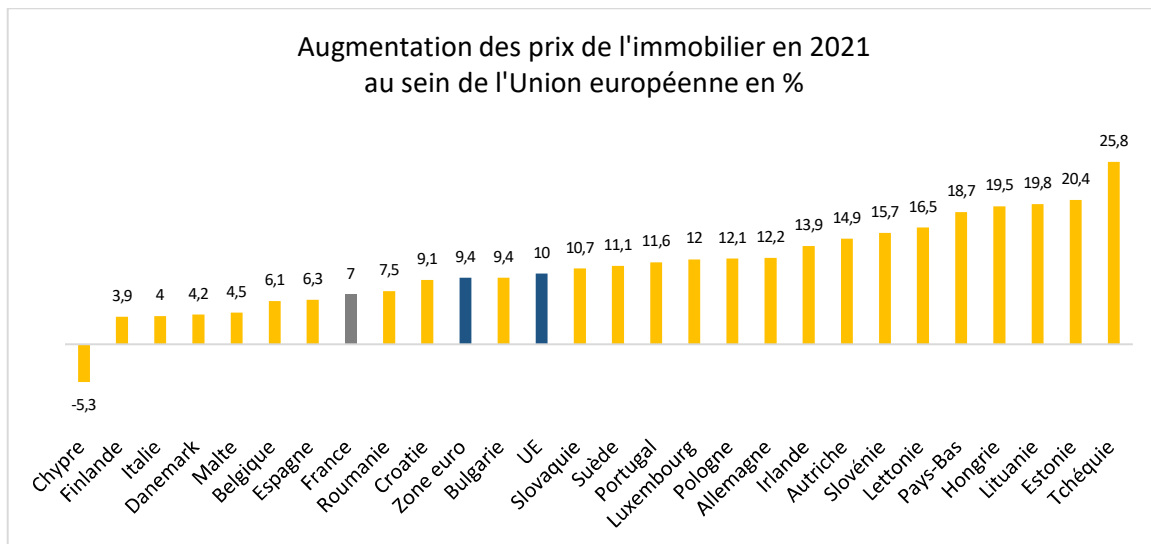
Cercle de l'Épargne – données Banque de France

JUSQU'À QUAND L'IMMOBILIER MONTERA ?

Parmi les États membres pour lesquels les données sont disponibles, quinze ont enregistré une augmentation annuelle du prix des logements de plus de 10 % au quatrième trimestre 2021. La seule baisse a été observée à Chypre (-5,3 %). Les plus fortes hausses ont été observées en

Tchéquie (+25,8 %), en Estonie (+20,4 %) et en Lituanie (+19,8 %).

Au cours du premier trimestre, sur fond de guerre en Ukraine, les incertitudes menacent le marché immobilier. À Paris, les prix sont désormais orientés à la baisse.



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
Premier trimestre 2022	+0,0	+0,2	-0,2	+0,3	+0,2
Inflation En % - avril 2022	5,4	7,8	6,6	8,3	7,5
Taux de chômage En % - mars 2022	7,5	2,9	8,3	13,4	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
Dette publique 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 - Avril 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 29 avril 2022	6,533.77
Évolution en avril 2022	-0,84 %
Évolution sur 12 mois	+3,60 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 29 avril 2022	14 097,88
Évolution en avril 2022	-2,22 %
Évolution sur 12 mois	-7,81 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Footsie au 29 avril 2022	7 544,55
Évolution en avril 2022	+0,96 %
Évolution sur 12 mois	+8,34 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx au 29 avril 2022	3 802,86
Évolution en avril 2022	-2,17 %
Évolution sur 12 mois	-5,28 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow au 29 avril 2022	32 977,21
Évolution en avril 2022	-5,66 %
Évolution sur 12 mois	-2,49 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq au 29 avril 2022	12 334,64
Évolution en avril 2022	-4,27 %
Évolution sur 12 mois	-12,22 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei au 29 avril 2022	26 847,90
Évolution en avril 2022	-3,92 %
Évolution sur 12 mois	-7,59 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai au 29 avril 2022	3 047,06
Évolution en avril 2022	-4,90 %
Évolution sur 12 mois	-12,31 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité au 29 avril 2022	1,0535
Évolution en avril 2022	-4,13 %
Évolution sur 12 mois	-13,09 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or au 29 avril 2022	1 907,898
Évolution en avril 2022	-1,00 %
Évolution sur 12 mois	+7,09 %
Baril de pétrole (Brent) au 31 décembre 2021	78,140
Baril au 29 avril 2022	108,756
Évolution en avril 2022	-2,07 %
Évolution sur douze mois	+62,28 %

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