

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</i>	2
<i>« Le train ne sifflera pas trois fois »</i>	2
<i>HORIZON FRANCE</i>	3
<i>La question des bas salaires</i>	3
<i>Vous avez parlé « grande démission »</i>	5
<i>HORIZON EXTÉRIEUR</i>	9
<i>L'enjeu de la soutenabilité de la dette en Europe</i>	9
<i>Dépréciation de l'euro, les gagnants et les perdants ?</i>	11
<i>Les pays pétroliers et la transition énergétique, une question de survie</i>	12
<i>HORIZON FINANCE</i>	14
<i>Les entreprises et leur rentabilité</i>	14
<i>HORIZON LOINTAIN</i>	15
<i>Quand le digital fait moins rêver</i>	15
<i>POINTS DE REPÈRE</i>	17
<i>La montée des emplois vacants en France</i>	17
<i>Les besoins de financement des entreprises toujours en hausse</i>	18
<i>Les ruptures conventionnelles en hausse en 2021</i>	19
<i>Les statistiques économiques</i>	20
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	21

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« LE TRAIN NE SIFFLERA PAS TROIS FOIS »

Le catastrophisme est la religion des temps nouveaux. Toute information se doit d'être plus sombre que la précédente. La fin du monde nous est promis tous les matins ou presque. Dans cette période trouble, toute rumeur est une vérité en puissance. L'analyse n'a plus droit au chapitre. Quand le mégawattheure d'électricité atteint 1000 euros sur un contrat à terme pour 2023, les réseaux sociaux crépitent en répétant à l'infini que les factures d'électricité des ménages seront multipliées par cent au 1^{er} janvier prochain. Peu sont ceux qui ont souligné qu'un contrat à terme est avant tout un signal à une date « t ». Au mois d'avril 2020, lors du premier confinement, le baril de pétrole s'échangeait à terme à -17 dollars or, nul n'a espéré voir sa station essence préférée lui donner de l'argent pour faire le plein de sa voiture. Les pythies en tout genre exploitent les peurs des uns et des autres pour s'enrichir.

La société de communication repose sur les clics, et l'ouverture de pages. De tout temps, le malheur attire plus que le bonheur. Le succès des séries sur l'univers médical en est la meilleure preuve. Après avoir durant des décennies vanté les mérites de la science, du progrès technique, une part croissante de la population semble, en Occident, réceptive aux peurs millénaristes. L'accumulation des crises conduit sans nul doute à la prise de distance vis-à-vis de la Raison. Si l'exploitation des peurs est devenue le quotidien de millions de personnes, elle le doit à la remise en cause et à la disparition des penseurs, des intermédiaires, des hommes et des femmes qui par leur savoir, leur sagesse influaient, il y a encore quelques années, sur le cours des

débats. Raymond Aron, Jean-Paul Sartre, Jean-François Revel, le Cardinal Lustiger, Simone de Beauvoir étaient des références écoutées. Les élus nationaux pesaient bien plus qu'aujourd'hui. Le Général de Gaulle mais aussi Valéry Giscard d'Estaing ou Simone Veil en France, Konrad Adenauer ou Helmut Schmidt en Allemagne étaient capables de porter des projets à long terme, au-delà des contingences de l'immédiateté.

L'économie repose sur la confiance, sur l'espoir de jours meilleurs. Sans la confiance, la combinaison du capital, du travail et du progrès technique n'a guère de sens. En 2022, plus de trente ans après la chute de l'URSS, nombreux sont ceux qui souhaiteraient régler leur compte avec le capitalisme. De la grande démission à la démission silencieuse, le travail est une valeur en question quand le progrès technique est remis en cause. En cette rentrée 2022 marquée par une surenchère de prévisions plus pessimistes les unes que les autres, il est urgent de prendre la mesure et non la démesure de la situation économique. Avant la crise sanitaire, l'économie européenne piétinait faute de gains de productivité. Aujourd'hui, cela est toujours le cas mais cela se double d'une énergie rare et chère. L'Europe a un problème d'accès à l'énergie récurrent depuis 1973. Après avoir raté le train de la révolution digitale, elle ne parvient pas à rattraper son retard, en raison de marchés segmentés, en particulier dans le domaine financier. Elle risque en outre d'être une victime collatérale des tensions géopolitiques croissantes entre les États-Unis et la Chine. Face à un risque de marginalisation, il y a la possibilité de se plaindre ou de construire le futur en travaillant en faveur de l'indépendance énergétique et financière.

Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

LA QUESTION DES BAS SALAIRES

En France, la crise sanitaire a relancé le débat sur la question de la revalorisation des bas salaires. Durant des années, les gouvernements ont tenté de favoriser l'emploi des personnes sans qualification en multipliant les exonérations de cotisations sociales. Cette politique a freiné la montée en gamme de l'économie, et provoqué l'augmentation du nombre de salariés à faible rémunération.

Pour augmenter les bas salaires et créer un écart entre ces derniers et les revenus de l'assistance, les pouvoirs publics ont mis en œuvre des dispositifs comme celui de la prime d'activité.

En France, près d'un cinquième des salariés gagnent moins de 1 500 euros net par mois et 30 % gagnent entre 1 500 et 2 000 euros. Plus des deux tiers des actifs (68 %) gagnent moins de 2 500 euros quand 1,6 % gagnent plus de 8 000 euros par mois. Les salaires nets sont inférieurs en France à la moyenne de la zone euro du fait de la spécialisation de l'économie dans les secteurs domestiques et du niveau élevé des cotisations sociales ainsi que des impôts de production.

La progression des dépenses pré-engagées (dépenses récurrentes sur lesquelles les capacités d'arbitrage des ménages sont limitées comprenant celles liées au logement, aux abonnements et aux assurances), passées de 2001 à 2021 de 27 à 33 %, a par ailleurs plus particulièrement pesé sur les ménages à revenus modestes. L'augmentation du coût des logements explique cette évolution qui contribue au ressenti d'appauvrissement des Français.

Pour augmenter les revenus des ménages modestes, plusieurs solutions existent : le

relèvement des salaires et notamment du SMIC ou la hausse des transferts sociaux.

Un des principaux canaux d'augmentation des salaires repose sur le processus de revalorisation du SMIC. Ce dernier est revalorisé chaque année en fonction de l'inflation mesurée pour les 20 % des ménages ayant les revenus les plus faibles et sur la base de la moitié du gain de pouvoir d'achat du salaire horaire moyen des ouvriers et des employés. Le Gouvernement a la possibilité de faire des ajustements en cours d'année et des relèvements supérieurs à la formule. Les revalorisations du SMIC ont abouti à un écrasement des salaires. En 2021, le SMIC représentait 61 % du salaire médian, alors que ce ratio est inférieur à 50 % au sein de l'OCDE. Pour éviter cet écrasement, les pouvoirs publics peuvent inciter les entreprises à relever les bas salaires. En France, deux millions de salariés sont payés au SMIC, soit 12 % de la population salariée.

Une hausse généralisée des bas salaires

Ces dernières années, l'État a contribué à la hausse des salaires à travers les exonérations ou au transfert des charges sociales payées par les salariés. Cette politique peut être générale ou ciblée sur les bas salaires. Dans ce dernier cas, elle génère des effets de seuil qui freine l'ascension sociale. Elle maintient un nombre important de salariés dans des emplois à faible valeur ajoutée. L'État peut inciter les entreprises à verser des primes ou à proposer des heures supplémentaires. De telles mesures ne sont pas sans limites car elles peuvent nuire à la compétitivité prix. Les entreprises qui n'arrivent pas à dégager des gains de productivité suffisants ou qui n'arrivent pas à répercuter la hausse de leurs

coûts sur leurs prix, sont contraints de comprimer leurs marges bénéficiaires. Celles des entreprises françaises sont traditionnellement inférieures à celles de leurs homologues européennes. Il en résulte de moindres capacités d'investissement et d'innovation. Le taux d'investissement net des entreprises françaises, malgré la reprise post-covid, reste anormalement bas depuis la crise financière.

La hausse sélective des salaires

Les entreprises ayant des marges élevées sont censées redistribuer une partie des gains de productivité au profit de leurs salariés. En France, les écarts de salaires entre les différents secteurs d'activité sont relativement faibles du fait de l'existence du SMIC et d'une forte pression égalitaire. Néanmoins, avec l'apparition de goulets d'étranglement en matière de main-d'œuvre, la situation pourrait être amenée à changer. Les entreprises pour attirer et fidéliser leurs salariés devront leur offrir de meilleure rémunération. Les entreprises les plus productives seront ainsi favorisées ce qui amènera un renouvellement du tissu économique, renouvellement qui est traditionnellement lent en France.

Le renforcement des transferts publics

Pour compenser la modicité des bas salaires et accroître l'écart entre ces derniers et les revenus de l'assistance, les pouvoirs publics peuvent jouer sur les transferts publics aux ménages. Dans cet esprit, ils ont institué la Prime d'activité en 2016. Cette prime prend la forme d'un complément de revenus en vigueur et dont les conditions d'accès ont été

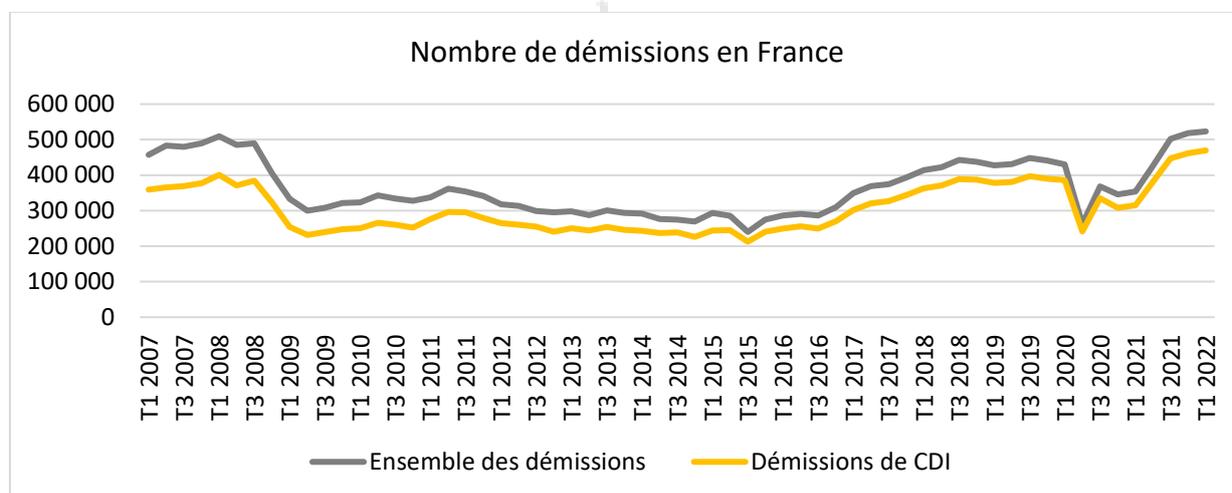
élargies lors de la crise des « gilets jaunes » en 2019. Pour en bénéficier, une personne célibataire doit percevoir moins de 1,5 SMIC. Le plafond mensuel est croissant en fonction de la situation maritale et du nombre d'enfants à charge. 4 578 700 touchaient la Prime d'activité en mars 2022. Le coût total pour les finances publiques est de 9,4 milliards d'euros (2019). L'État se substitue aux entreprises pour assurer une partie des revenus des ménages. Pour les 20 % des ménages les plus modestes, les prestations publiques représentent plus de 30 % de l'ensemble de leurs revenus. Cette socialisation n'incite pas les entreprises à relever les salaires et à monter en gamme. La France se caractérise par une forte inégalité salariale avant prestations et par une tout aussi forte égalité après prestations. Les agents économiques se sont ainsi défaussés sur l'État pour la réduction des inégalités. La socialisation des revenus contribue ainsi à l'augmentation des dépenses publiques, des prélèvements obligatoires et de l'endettement.

Les pouvoirs publics peuvent donc opter pour une hausse du salaire minimum, avec en conséquence soit une perte de compétitivité-prix, soit une compression des marges bénéficiaires. Ils peuvent choisir une augmentation des transferts publics (Prime d'activité), avec le problème de coût pour les finances publiques ou inciter les entreprises à relever les salaires en tenant compte des gains de productivité. La troisième solution a comme défaut d'être inégalitaire, mais elle est la plus à même d'améliorer le contenu de la croissance.

VOUS AVEZ PARLÉ « GRANDE DÉMISSION »

La DARES, service statistique du ministère de l'Emploi, a publié le jeudi 18 août une étude sur l'évolution des démissions en France. Depuis la fin des premiers épisodes de la crise sanitaire, le nombre des démissions atteint des niveaux records aux États-Unis. Des millions de salariés américains ont décidé de changer de vie professionnelle voire de villes ou de régions. Ce mouvement a pris le nom de « grande démission ». Si en France, le phénomène n'est pas aussi marqué, il existe néanmoins et tend à prendre de l'ampleur.

Au premier trimestre 2022, 520 000 personnes ont démissionné dont 470 000 étaient en CDI. Ce nombre est supérieur au précédent record qui datait du premier trimestre 2008, avec 510 000 démissions dont 400 000 pour les seuls CDI. Si la progression des démissions en 2021 pouvait être mise sur le compte d'un rattrapage par rapport à la période de 2020 – marquée par les confinements –, elle prend une tout autre signification en s'amplifiant en 2022.

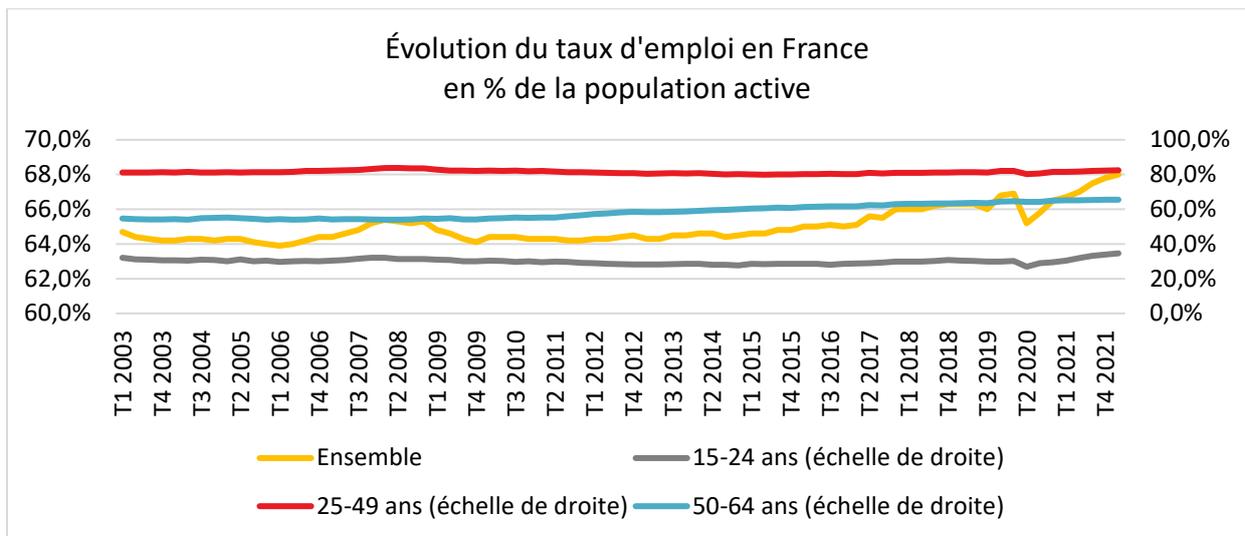


Cercle de l'Épargne – données DARES

Le taux de démission s'élevait à 2,7 % en France au premier trimestre 2022, au plus haut depuis la crise financière de 2008-2009. Compte tenu du nombre d'emplois, il reste néanmoins inférieur, en valeur relative, au niveau atteint début 2008 (2,9 %). En ne retenant que les seules entreprises de 50 salariés ou plus, le taux de démission est de 2,1 %. Il faut remonter au premier trimestre 2001 pour avoir un taux supérieur (2,3 %). Aux États-Unis, le taux de démission s'élevait à 3,0 % au mois de décembre, son plus haut niveau depuis l'an 2000. Dans l'industrie manufacturière américaine, le taux de démission est actuellement similaire à

celui atteint au début des années 1950, ainsi que dans les années 1960 et 1970.

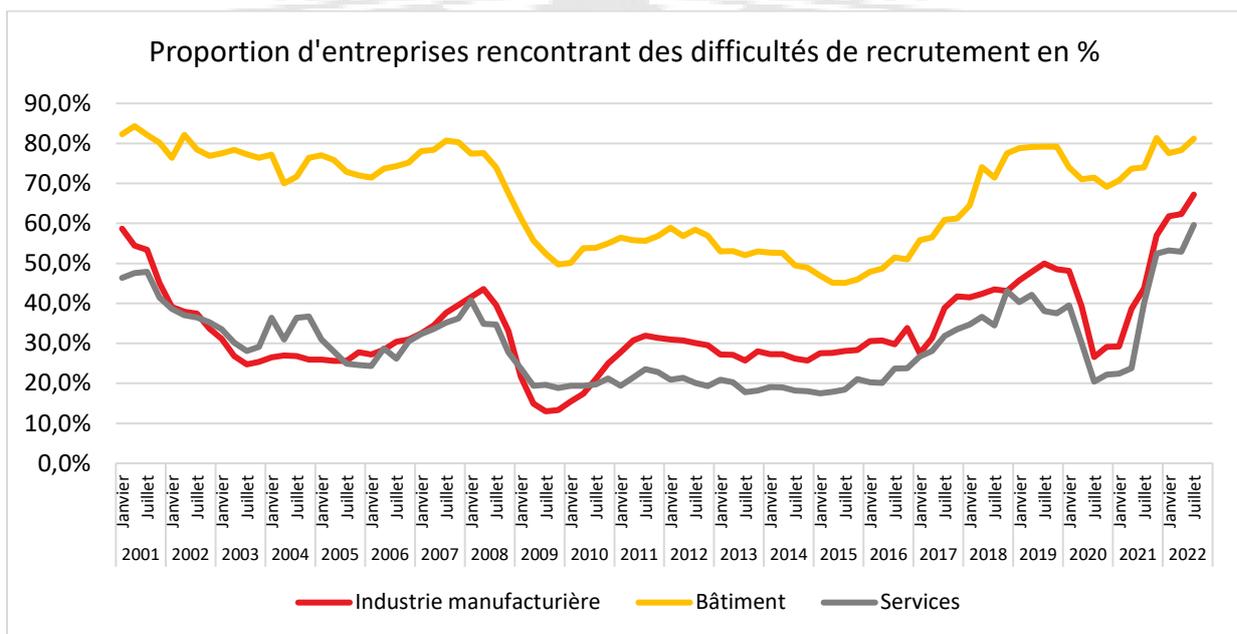
L'augmentation du taux de démission s'explique par la bonne tenue du marché de l'emploi qui se caractérise par une baisse du taux de chômage : 7,2 % en juin dernier. À la différence des États-Unis ou du Royaume-Uni, le taux d'emploi ne se dégrade pas. Il continue même d'augmenter même si cela est dû avant tout à la progression de l'apprentissage et de l'alternance. Apprentis et alternants mis à part, au premier trimestre 2022, le taux d'emploi dépasse néanmoins légèrement son niveau d'avant crise.



Cercle de l'Épargne – données DARES

En France, le retour à l'emploi des démissionnaires est rapide. Environ 8 démissionnaires de CDI sur 10 au second semestre 2021 sont en emploi dans les 6 mois qui suivent. Cette proportion est stable par rapport à l'avant-crise sanitaire. Les salariés français comme des autres pays quittent les emplois pénibles ou à horaires décalés. Les conditions salariales figurent parmi les motivations surtout chez les diplômés. Les actifs français, surtout les plus jeunes, recherchent des emplois proposant

du télétravail. Compte tenu du coût et des temps de transports, les salariés privilégient de plus en plus les postes à proximité de leur domicile. La vague de démissions est portée en France essentiellement par la garantie pour les salariés de trouver un emploi ayant un profil correspondant plus à leurs attentes. Les difficultés de recrutement des entreprises semblent prouver un léger changement du rapport de force en matière d'emploi.



Cercle de l'Épargne – données DARES

LA FRANCE FACE AU PROBLÈME DE SON INDÉPENDANCE ÉLECTRIQUE

Alors que l'Europe est aux prises avec une crise énergétique sans précédent depuis 1973, causée par la guerre en Ukraine, la France a pensé dans un premier temps être protégée par l'importance de son parc de centrales nucléaires. Notre pays était jusqu'à une date récente exportateur d'électricité. La France ne consomme pas beaucoup de gaz, hormis au sein des grandes villes et avant tout en Île-de-France. Le fuel et l'électricité sont les deux énergies majeures pour les ménages avec les carburants. Estimant que la question des prix l'emportait sur la problématique d'accès à l'énergie, les pouvoirs publics ont centré leur politique sur le bouclier tarifaire et les ristournes à la pompe. Ce n'est que dans un second temps que les économies d'énergie ont été replacées au cœur de la politique gouvernementale, contrairement à l'Allemagne qui a dû réduire rapidement sa consommation d'énergie en raison de sa forte dépendance au gaz russe.

L'appel d'Emmanuel Macron, le 14 juillet dernier, pour l'instauration d'un régime de « sobriété » énergétique, pour réduire la consommation et le gaspillage constitue une rupture par rapport aux communications précédentes. Le gouvernement entend réduire la consommation globale d'énergie de la France de 10 % d'ici 2024. Il a été décidé de sanctionner les magasins laissant les portes ouvertes pendant que la climatisation est allumée ou en cas d'enseignes commerciales allumées toute la nuit.

L'idée était que grâce au nucléaire, la France était indépendante sur le terrain de son électricité. Au-delà de l'opposition des écologistes et d'une partie de LFI, la politique nucléaire fait l'objet d'un large consensus en France, allant de l'extrême droite jusqu'au parti communiste. La construction des centrales nucléaires s'est étalée en France des années 1960 jusqu'aux années 1990.

La première centrale reliée au réseau date de 1963. Avec une capacité installée de près de 61,4 GW, le parc nucléaire français est le deuxième plus important parc au monde en puissance, derrière celui des États-Unis. En 2021, il a produit 360,7 TWh d'électricité, soit 69 % de la production électrique totale en France métropolitaine et 42 % de l'ensemble de l'énergie produite, contre 6 % en Allemagne. Le parc nucléaire français compte 56 réacteurs nucléaires en fonctionnement répartis sur 18 sites (centrales), après l'arrêt des 2 réacteurs de la centrale de Fessenheim en février et juin 2020 (14 réacteurs avaient déjà été arrêtés dans le passé).

Les autorités françaises sont conscientes depuis plusieurs années de la fragilité de l'avantage que constitue le parc nucléaire français. Ce parc vieillit à grande vitesse obligeant à de longs arrêts de réacteurs. Plus de la moitié des 56 réacteurs du pays sont fermés pour maintenance, en raison d'inspections de routine ainsi que de problèmes de corrosion. Les normes ont été durcies après l'accident de Fukushima exigeant d'importants investissements de mise à niveau. Les centrales françaises ont été construites en prenant en compte les retours sur expérience des accidents de Three Miles Island et de Tchernobyl mais pas du suivant. EDF est confrontée au chantier sans fin de l'EPR de Flamanville. La mise en réseau de cette centrale ne devrait intervenir qu'en 2024 quand elle était prévue pour 2012. Le coût de la construction est passé de 3,4 à 12,7 milliards d'euros. Les nouvelles technologies mises en œuvre, le durcissement des normes et le manque de compétences expliquent la succession des retards. Six nouvelles centrales nucléaires EPR devraient être construites en France d'ici 2037. La nationalisation d'EDF vise à lui garantir les ressources suffisantes pour financer les investissements nécessaires.

La production électrique de cet hiver devrait être inférieure de 25 % à celle d'une année normale. Pour compenser, la France devra acheter de l'électricité sur les marchés de gros et a décidé de remettre en fonction une centrale au charbon à Saint-Avold, mise sous cocon seulement en mars. EDF dont les pertes ont atteint plus de 6 milliards d'euros au cours du premier trimestre, sera nationalisée comme l'a annoncé le 6 juillet, le gouvernement. Avant cette annonce, l'État détenait déjà 84 % du capital.

Le Gouvernement est attentif à l'évolution des prix de l'énergie car il n'oublie pas que la naissance de la crise des « gilets jaunes » en 2018 a commencé avec l'augmentation du prix du carburant. Du fait de cette crise, contrairement aux autres pays européens, les consommateurs français ont été protégés de l'inflation des prix des carburants. Cette politique est critiquée en

Europe car elle n'incite que marginalement aux économies d'énergie et pèse sur les finances publiques. La France s'est opposée à l'appel de la Commission européenne de réduire de 15 % la consommation de gaz au nom de la solidarité européenne.

Les Gouvernements s'inquiètent d'éventuelles pénuries de gaz et d'électricité cet hiver. Si en France, le gaz représente 16 % de la consommation d'énergie, deux cinquièmes des ménages se chauffent avec. La situation sera d'autant plus tendue que l'hiver sera froid. Le risque de coupures électriques est pris au sérieux. Les industries mais aussi les particuliers pourraient faire l'objet de délestage. Politiquement, ce dossier sera sensible avec la tentation pour certains de remettre en cause les positions diplomatiques de la France et des États européens.

HORIZON EXTÉRIEUR

L'ENJEU DE LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE EN EUROPE

Avec l'affaiblissement de la croissance, avec la remontée des taux d'intérêt et le maintien de déficits publics élevés, la question de la soutenabilité des dettes publiques pourrait se poser au sein de la zone euro dans les prochains mois.

Si avant la crise sanitaire, le déficit public de la zone euro avait été ramené à 0,5 % du PIB, il a atteint plus de 7 % en 2020 et reste supérieur à 5 % du PIB depuis. La guerre en Ukraine a entraîné un coût d'arrêt net à sa réduction, les gouvernements ayant décidé de compenser les effets de l'inflation sur les ménages et de soutenir certains secteurs d'activité. Les perspectives de croissance se sont dégradées plus rapidement que prévu. La faiblesse des gains de productivité limite la croissance potentielle. Le recul de la productivité du travail est assez net. Les entreprises, pour un même niveau de production, ont un besoin plus important de main d'œuvre.

En raison de l'inflation, les taux d'intérêt après avoir connu une longue période de baisse, sont à nouveau orientés à la hausse. Les taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État, au sein de la zone euro, sont passés de 0 % en 2020 à 1,8 % en août 2022. Pour mémoire, ils étaient supérieurs à 4 % au début des années 2010. Si le taux de croissance et le taux d'intérêt à long terme deviennent comparables, la soutenabilité de la dette publique suppose un déficit public primaire (déficit public avant paiement des intérêts de la dette) nul, bien moindre que le déficit observé aujourd'hui. Pour la zone euro, le déficit primaire est de 3,8 % en 2021. En 2019, un excédent d'un point du PIB était enregistré.

Jusqu'à maintenant, les marchés financiers ne croient pas à une crise de la dette publique dans la zone euro. Le prix des CDS

(Credit Default Swap) qui est une protection contre le risque « souverain » demeure faible, à un niveau nettement inférieur à celui constaté entre 2008 et 2014. Les écarts de taux (spreads) des États périphériques par rapport au taux allemands sont également en-dessous du niveau qu'ils avaient en 2018. Ils évoluent autour de 2 % quand ils atteignaient 5 % pour la Grèce ou 3 % pour l'Italie. Si une défiance à l'égard des États périphériques existe, elle demeure pour le moment limitée. La prime de terme, c'est-à-dire l'écart entre le taux d'intérêt à 10 ans et le taux d'intérêt à deux ans, se situe autour de 1 % en zone euro quand elle était de 1,6 en 2018. Une faible prime de terme signifie que le risque de défaut à long terme est jugé faible.

La confiance des marchés financiers dans la soutenabilité des dettes publiques de la zone euro, malgré les déficits publics, la faible croissance et la hausse des taux d'intérêt, peut venir de différentes croyances et peut s'expliquer par l'anticipation d'une action de la Banque centrale européenne en cas de difficultés majeures, quel qu'en soit le coût et quelle que soit l'inflation. Les investisseurs ne croient pas en une forte hausse des taux directs, ce qui se traduit par des taux faibles sur les contrats Euribor à trois mois. À échéance 2023, le taux projeté est inférieur à 2 %. Ils estiment que les États européens se mettront rapidement d'accord au sujet des critères budgétaires avec une réduction progressive des déficits publics. Cette anticipation est un souhait qui pourrait néanmoins buter sur les contraintes énergétiques et sur la montée du populisme en Europe. Les investisseurs parient sur une restauration des gains de productivité en lien avec l'augmentation de l'investissement. Les programmes européens en faveur du numérique, de la transition énergétique ou

de l'éducation sont censés doper la croissance.

Les espoirs des investisseurs sont fragiles. Si l'inflation est durablement plus forte et perdure au-delà de la fin de l'année, la BCE devra relever ses taux directeurs de manière plus importante que prévu. Les négociations budgétaires pour la fixation des nouveaux critères risquent d'être tendues entre États du Sud et États du cœur de l'Europe même si le gouvernement allemand semble aujourd'hui moins rigoriste que dans le

passé. Les besoins en dépenses publiques augmentent fortement tant pour faire face au vieillissement de la population que pour répondre au défi militaire que la guerre en Ukraine pose aux États européens. L'obtention de gains de productivité brute sur le souhait de la population européenne de travailler moins et sur la moindre efficacité des énergies renouvelables. Les investissements de la transition énergétique n'amènent pas un supplément de production.



DÉPRÉCIATION DE L'EURO, LES GAGNANTS ET LES PERDANTS ?

Depuis le début de la crise sanitaire, l'euro connaît un épisode d'effritement par rapport au dollar au point d'avoir atteint la parité au mois de juin, phénomène qu'il n'avait pas connu depuis le mois de décembre 2022. Du mois de juillet 2021 à celui de 2022, il a ainsi perdu près de 15 % de sa valeur par rapport au dollar. Ce décrochage s'explique par le décalage des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique. La Banque centrale européenne a retardé le plus longtemps possible la sortie des politiques monétaires accommodantes. En période de crise économique et géopolitique, le dollar constitue la valeur monétaire refuge de référence. Depuis 2011, l'euro est handicapé par la menace d'une crise des dettes publiques. L'endettement élevé des États d'Europe du Sud ferait peser une épée de Damoclès sur la monnaie commune. Il empêcherait la BCE de relever les taux, ce qui induit une préférence pour le dollar. L'Europe est, en outre, plus exposée que les États-Unis à l'embargo sur le gaz et le pétrole russe. Les États membres de la zone euro se caractérisent par une croissance potentielle plus faible que celle des États-Unis notamment en lien avec la stagnation voire le déclin de leur population active.

La dépréciation de l'euro génère des avantages et des inconvénients. Côté avantages, figure l'amélioration de la compétitivité des exportations en dollars, essentiellement en-dehors de la zone euro. Le prix des exportations en dollars a progressé de 15 % en trois ans. La compétitivité-coût de la zone euro a été forte entre 1999-2000, en 2014 et en 2022 du fait de la dégradation du taux de change de l'euro. Cet avantage concerne les entreprises industrielles qui exportent en-dehors de la zone euro. Il doit être relativisé car ce sont des entreprises qui ont souvent une comptabilité dollar et/ou qui ont des couvertures de change. Malgré tout, l'aéronautique, les services de transports, le

tourisme, l'industrie agro-alimentaire pourraient bénéficier de la dépréciation. Autre avantage, un euro faible attire les investisseurs des pays à monnaie forte. Les inconvénients sont, en revanche, nombreux. Quand le taux de change se déprécie, le prix relatif des importations augmente, ce qui réduit le pouvoir d'achat des ménages et des entreprises. L'Europe est dépendante de l'extérieur pour l'énergie et les matières premières ainsi que pour de nombreux biens industriels qui sont essentiellement libellés en dollars. L'appréciation du dollar renchérit les coûts de production. En outre, l'Europe a connu un déclin de son industrie limitant d'autant ses capacités d'exportation en la matière. Le poids de la valeur ajoutée industrielle dans le PIB, au sein de la zone euro, est passé de 14 à moins de 12 % de 1999 à 2022. De plus en plus, les produits importés n'ont plus de substitut domestique. Leur consommation dépend peu du taux de change. Pour l'informatique ou l'électronique, la baisse de l'euro n'a aucune conséquence sur le montant des achats importés. La balance commerciale française s'est ainsi dégradée en 2021 et au début de l'année 2022 au point d'enregistrer un déficit annuel de 100 milliards d'euros au premier trimestre. La dépréciation de l'euro amplifie l'augmentation du prix des matières premières et de l'énergie et pourrait donc peser sur la croissance de la zone euro. Les Allemands qui tirent leurs richesses de leurs exportations industrielles sont des partisans d'une monnaie forte qui permet tout à la fois de réduire le prix des intrants et d'avoir des gains élevés à l'exportation. Une devise forte oblige à une maîtrise des coûts et à une montée en gamme par l'investissement. Ce cercle vertueux a fait la puissance de l'Allemagne. *A contrario*, la France qui a longtemps fait le choix d'une devise faible, a retardé sa modernisation et a subi une inflation importée ainsi qu'une dérive de ses coûts de production.

LES PAYS PÉTROLIERS ET LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE, UNE QUESTION DE SURVIE

Total Energies, ExxonMobil, Shell et les autres grandes compagnies pétrolières sont les cibles parfaites des militants luttant contre le réchauffement climatique. Elles symbolisent le capitalisme de ces cent dernières années et sont accusées d'être les principales responsables du dérèglement climatique. Elles sont les bouc-émissaires idéaux du fait de leur notoriété mondiale. Dans les faits, elles ne sont qu'un rouage de l'économie carbonée, certes important, mais dont la condamnation ne saurait suffire pour renverser le réchauffement climatique.

Contrairement à une croyance bien établie, les majors pétrolières ne sont pas les principaux producteurs. Les compagnies pétrolières nationales comme Saudi Aramco, QatarEnergy, Adnoc (Emirats Arabes Unies) et PDVSA (Venezuela) sont bien plus puissantes que les majors occidentales. Elles produisent les trois cinquièmes du brut mondial et la moitié du gaz naturel, contre un peu plus d'un dixième pour les grandes sociétés pétrolières internationales. Elles disposent des deux tiers des réserves de pétrole et de gaz découverts dans le monde. Elles peuvent produire encore plus de quatre décennies. Les majors occidentales produisent moins de 20 % de la production mondiale de pétrole et détiennent environ 15 % des réserves. Dans les cinq premières compagnies intervenant dans le secteur des hydrocarbures figurent une société saoudienne, une société iranienne, une société chinoise et deux sociétés russes. Exxon arrive en 6^e position, BP en 7^e, Shell en 8^e et Total Energies en 13^e position.

Avec un prix du baril à 100 dollars, les compagnies nationales enregistrent des gains records. Si ce prix se maintenait jusqu'en 2030, leurs gains supplémentaires se chiffreraient à plus de 1 100 milliards de dollars. La moitié de cette prime irait aux compagnies nationales émiratis, koweïtiennes, qatariennes et saoudiennes.

Les entreprises russes tels que Rosneft, malgré les embargos occidentaux, grâce à leurs ventes en Chine et dans les autres pays asiatiques, capteraient près d'un cinquième de ce gain.

Les compagnies nationales productrices d'hydrocarbures réalisent peu d'efforts pour décarboner leurs activités. Selon le cabinet de conseil Wood Mackenzie, on estime que les géants publics consacrent moins de 5 % de leurs dépenses d'investissement à la transition énergétique, contre 15 % en moyenne pour les entreprises américaines et européennes. Entre 2005 et 2020, les entreprises nationales ont également déposé moins de demandes de brevet pour des idées vertes que leurs rivaux internationaux.

Les entreprises pétrolières d'État les moins impliquées dans la transition énergétique sont celles des pays peu ou pas démocratiques. La PDVSA vénézuélienne ne réalise aucun investissement pour la décarbonation quand, en revanche, Equinor, en Norvège s'investit dans les énergies renouvelables. Il convient de signaler qu'il en est de même pour Aramco qui est une société saoudienne cotée. Petronas en Malaisie et Ptt en Thaïlande, se tournent de plus en plus vers les énergies renouvelables. Ptt se lance également dans les véhicules électriques. La compagnie Colombienne, Ecopetrol, a investi dans des projets éoliens et solaires et a récemment acquis une société de transport d'électricité. Le Cnooc chinois veut maintenant que ses émissions de carbone atteignent leur maximum d'ici 2028 et promet que l'énergie non fossile représentera plus de la moitié de sa production intérieure d'ici 2050, conformément à l'engagement du président Xi Jinping selon lequel les émissions chinoises commenceront à baisser avant 2030. La compagnie brésilienne Petrobras estime que la production de pétrole de ses

nouveaux gisements entraîne 40 % d'émissions de gaz à effet de serre en moins par baril que la moyenne mondiale. Plutôt que de miser sur les énergies renouvelables, la société brésilienne décarbonise les opérations pétrolières en investissant dans des installations de production et des navires entièrement électriques. Elle a récemment obtenu un prêt vert de 1,3 milliard de dollars, où le taux d'intérêt baisse si l'entreprise émet moins de carbone, et a lié la rémunération des dirigeants aux objectifs d'émissions. Aramco a développé des centres de recherche pour favoriser l'essor d'énergies vertes. Les Saoudiens ont investi sur des techniques de captation des émissions de CO₂. Ils ont financé, pour 5 milliards de dollars, un projet d'hydrogène vert dans la ville au plein milieu du désert, Neom, avec l'objectif de devenir le premier exportateur mondial d'hydrogène.

Les entreprises algériennes et vénézuéliennes émettent trois à quatre fois plus de carbone dans la production de pétrole que les entreprises les mieux gérées et les mieux gérées sur le plan géologique telles que Adnoc et Aramco, et brûlent sept à

dix fois plus de gaz par baril que QatarEnergy. Les petites compagnies nationales ou celles qui détiennent d'importantes réserves n'entendent pas modifier leur mode de développement.

Le pétrole reste incontournable pour de nombreuses années encore tant en matière d'énergie qu'en tant que matières premières. Les pays producteurs disposent d'un pouvoir économique qui devrait perdurer au minimum jusqu'au milieu du siècle. À partir des années 1960 et surtout 1970, ils ont entendu contrôler leur rente en créant de grandes compagnies nationales dont l'objectif n'était pas de restreindre la consommation de pétrole mais bien d'en retirer tous les avantages. Les pays producteurs doivent néanmoins gérer l'épuisement des réserves et la transition énergétique qui suppose une sortie des énergies fossiles. Cette sortie sera progressive mais elle entraînera des changements dans les rapports de force entre les États. Si certains préparent demain et après-demain, force est de constater que d'autres tendent à espérer que la rente perdurera.

HORIZON FINANCE

LES ENTREPRISES ET LEUR RENTABILITÉ

La rentabilité des entreprises européennes, aussi bien la rentabilité des fonds propres que la rentabilité économique du capital, est amenée à reculer aujourd'hui en raison des effets de la transition énergétique, de l'essor des politiques redistributives, du redressement du pouvoir de négociation des salariés et des relocalisations.

La transition énergétique nécessite la réalisation d'investissements nombreux et coûteux (décarbonation des activités économiques, production et stockage d'énergies renouvelables, rénovation thermique des bâtiments, etc.). En l'état actuel de la technologie, ces investissements ont une rentabilité faible. S'il y a une hausse de l'intensité capitaliste avec des investissements à faible productivité, la rentabilité du capital recule. La transition énergétique devrait s'accompagner d'une hausse du prix de l'énergie. La contrainte du stockage et le maintien de capacités de production excédentaires pour faire face aux aléas météorologiques génèrent des coûts importants. La transition énergétique risque d'accroître les inégalités de revenu, les ménages modestes affectant une partie importante de leurs revenus à l'achat de l'énergie. Les pouvoirs publics seront amenés à compenser en partie ce surcroît de dépenses, provoquant ainsi une hausse de la pression fiscale.

La crise de la Covid a modifié le comportement des salariés, les a conduits à rejeter les emplois pénibles, à horaire atypique. Dans un contexte de stagnation de la population active, les entreprises éprouvent des difficultés croissantes à recruter, conduisant au redressement du pouvoir de négociation des salariés et à une hausse plus rapide des salaires. Plus de la

moitié des entreprises peine à trouver des salariés correspondant à ses besoins. Les salaires commencent à progresser au sein de la zone euro, soit +4 % en moyenne annuelle au premier semestre, contre +2 % durant la période 2009/2019.

Les pays occidentaux souhaitent relocaliser des industries dites stratégiques (médicaments, électronique, équipements pour la transition énergétique). Ces relocalisations sont susceptibles de réduire les marges bénéficiaires des entreprises avec des coûts de production plus élevés dans les pays de la zone euro que dans les pays émergents, même si elles opteront pour des solutions technologiques pour compenser le surcoût salarial. Entre les pays émergents et ceux de la zone euro, l'écart au niveau des coûts salariaux fin 2021, était de 35 %.

Le rendement du capital des entreprises européennes pourrait reculer. L'écart entre le ROE (résultat net sur capitaux propres) et les taux d'intérêt devrait diminuer. Cet écart a pu atteindre plus de 6 points ces dernières années, donnant un réel avantage aux actionnaires. Il devrait se réduire d'autant plus que les taux d'intérêt sont orientés à la hausse. Les entreprises devraient recourir de plus en plus à l'autofinancement pour réaliser les importants investissements dont elles ont besoin dans le cadre de la transition énergétique ou la digitalisation. Une des clefs des prochaines années sera la capacité de dégager des gains de productivité qui permettront de compenser les surcoûts salariaux et énergétiques.

HORIZON LOINTAIN

QUAND LE DIGITAL FAIT MOINS RÊVER

Depuis le début du siècle, le monde du digital a battu record sur record. En presque vingt ans, le poids du numérique dans le PIB américain a augmenté d'un tiers pour atteindre plus de 10 % du PIB. L'oligopole technologique - Meta, Alphabet, Amazon, Microsoft et Apple (MAAMA qui a remplacé GAFA) a connu une croissance de plus de 40 %. Leurs revenus et leurs bénéfices ont augmenté de près de 20 % par an en moyenne au cours de la dernière décennie, tandis que la croissance américaine était inférieure à 4 % par an. Sur la même période, la crise sanitaire a accéléré la digitalisation des sociétés et a enrichi les grandes entreprises du numérique.

Après trois années exceptionnelles, un ralentissement était inévitable. Sa brutalité surprend et désarçonne un secteur habitué à des taux de croissance élevés. L'indice Nasdaq des valeurs technologiques américaines a perdu 25 % de sa valeur depuis janvier, soit deux fois plus que le Dow Jones. Le 26 juillet, Alphabet (Google) a annoncé sa progression trimestrielle des ventes la plus lente depuis 2019. Meta (Facebook) a déclaré que ses ventes avaient chuté d'une année sur l'autre, pour la toute première fois. Les entreprises digitales sont confrontées aux mêmes problèmes que celles de l'ancienne économie, problèmes d'approvisionnement, montée du protectionnisme, pénurie de main-d'œuvre, etc. Pour les MAAMA, ces contraintes sont inédites. Elles pourraient être amenées à perdurer. Pour le deuxième trimestre de l'année, Apple n'a connu qu'une croissance de 2 %, ce qui est faible au regard des résultats passés. Ses bénéfices qui ont atteint 19,4 milliards de dollars sont en baisse de 10 %. Apple a souffert en début d'année de problèmes de chaîne d'approvisionnement en Chine, problèmes

qui a réduit le chiffre d'affaires de 4 à 8 milliards de dollars. Lors du premier semestre, Amazon a également dû faire face à quelques difficultés en raison de la hausse des prix et à une mauvaise évaluation des besoins des consommateurs. Les barrières réglementaires commencent à peser sur les entreprises américaines du digital. L'Union européenne et l'Inde sont les deux zones jugées les plus protectionnistes. Les dispositifs de protection des données remettent en cause les fondamentaux de ces entreprises qui doivent s'y adapter. Jusqu'à maintenant, les entreprises technologiques attiraient facilement les meilleurs talents. Or, depuis la crise sanitaire, elles ne sont plus le rêve exclusif des diplômés de l'enseignement supérieur. Ces entreprises se sont banalisées. Elles ont perdu l'esprit start up. Ce sont devenues des multinationales. En dix ans, les effectifs des MAAMA ont été multipliés par six pour atteindre 2,2 millions. Le secteur du numérique doit faire face à la concurrence de l'industrie traditionnelle qui embauche un grand nombre de programmeurs.

Durant la période de montée en puissance du numérique, les cycles économiques avaient peu d'incidences sur le chiffre d'affaires des MAAMA. Désormais, elles ne sont plus insensibles aux aléas de la conjoncture. Dominant le marché de la publicité, Alphabet et Meta sont touchées par le ralentissement de ce marché. De même, les spécialistes de l'e-commerce doivent faire face à une moindre croissance en raison de la hausse des prix. Qu'il s'agisse de publicités en ligne ou d'achats en ligne, du cloud ou des smartphones, les marchés technologiques sont plus matures. De tels marchés connaissent des taux de croissance plus faibles et sont soumis à des contraintes réglementaires de plus en plus

fortes. Les marges sont amenées à s'éroder d'autant plus que les entreprises doivent investir davantage pour conserver leurs positions acquises.

Les entreprises du numériques découvrent les lois traditionnelles de l'économie. La diffusion du digital se poursuit mais à un rythme plus modéré et dans un cadre de plus en plus régulé. Si jusqu'à maintenant,

les MAAMA s'étaient réparties le marché, elles pourraient être tentées d'entrer dans une concurrence plus frontale. Elles essaieront aussi de prendre des positions dans les secteurs où elles ne sont pas en position de force comme la santé ou le secteur financier.



POINTS DE REPÈRE

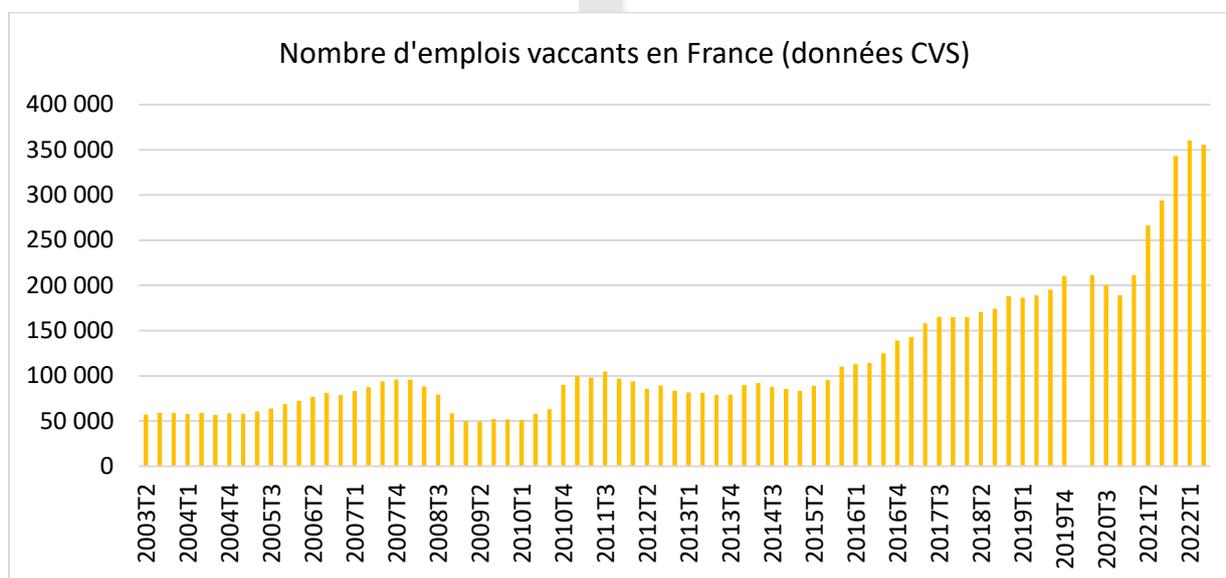
LA MONTÉE DES EMPLOIS VACANTS EN FRANCE

Au 2^e trimestre 2022, dans les entreprises de 10 salariés ou plus du champ de l'enquête Acemo, le taux d'emplois vacants s'élève à 2,4 %. Il reste stable sur le trimestre et progresse de 0,6 point sur un an. Entre le 1^{er} et le 2^e trimestre 2022, le taux d'emplois vacants augmente légèrement dans l'industrie (+0,1 point). En revanche, il recule dans la construction (-0,2 point) et le tertiaire non marchand (-0,1 point). Il reste stable dans le tertiaire marchand.

Sur un an, le taux d'emplois vacants augmente dans tous les secteurs : +0,8 point dans le tertiaire non marchand, +0,5 point dans le tertiaire marchand, +0,5 point dans l'industrie et +0,2 point dans la construction.

Au total, on compte 355 400 emplois vacants au 2^e trimestre 2022. Ce nombre est quasi stable par rapport au 1^{er} trimestre 2022 (-1 %). La baisse est marquée dans la construction (-8 %) et plus modérée dans les secteurs tertiaire marchand et non marchand (respectivement -2 % et -3 %). Le nombre d'emplois vacants augmente dans l'industrie (+6 %).

Par rapport à la situation prévalant avant la crise sanitaire, le nombre d'emplois vacants a augmenté de 69 % par rapport au 4^e trimestre 2019). L'augmentation atteint 91 % dans l'industrie, 78 % dans le tertiaire non marchand, 64 % dans le tertiaire marchand et 46 % dans la construction.



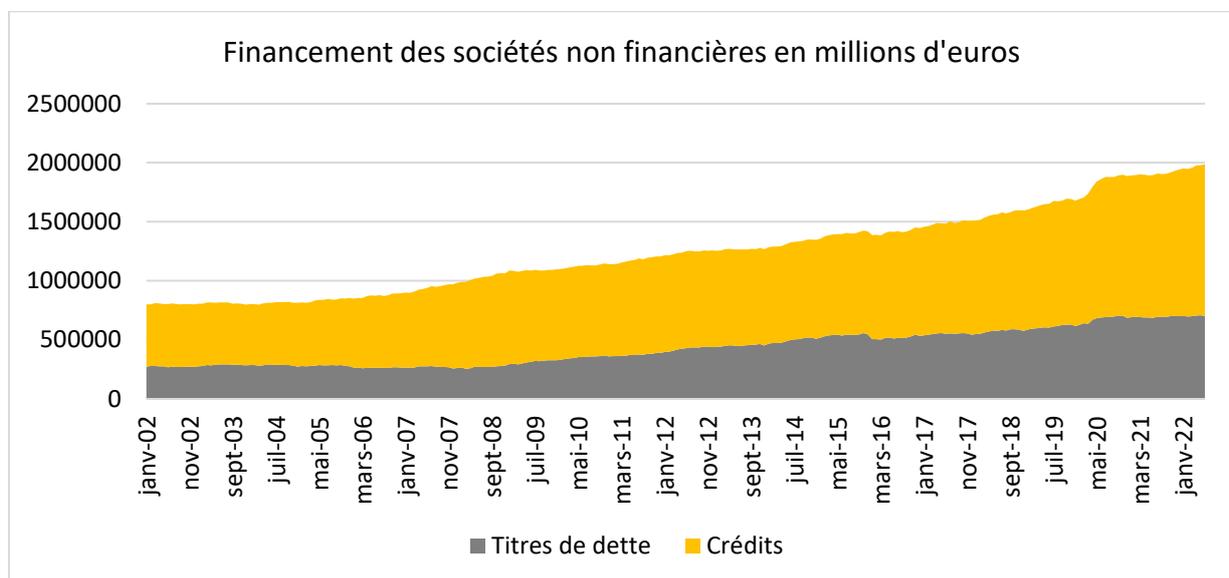
Cercle de l'Épargne – données DARES

LES BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES TOUJOURS EN HAUSSE

Selon la Banque de France, l'encours des financements des sociétés non financières a atteint 1 987 milliards d'euros à la fin du mois de juin dernier, dont 1 284 au titre des crédits bancaires et 703 au titre du financement de marché. Au mois de juin, la progression du financement des sociétés non financières en France s'établit à +4,4 % en rythme annuel, après +4,2 % en mai. Le taux de croissance annuel des crédits bancaires atteint 6,5 % après 5,9 % en mai tandis que celui du

financement de marché diminue légèrement à 0,7 % en juin 2022, après 1,2 % en mai.

Le coût moyen des financements des sociétés non financières atteint 2,37 % pour le mois de juin, après 1,86 % le mois précédent, principalement sous l'effet de la hausse des taux de marchés, les taux des crédits bancaires n'augmentant par contre que très progressivement.



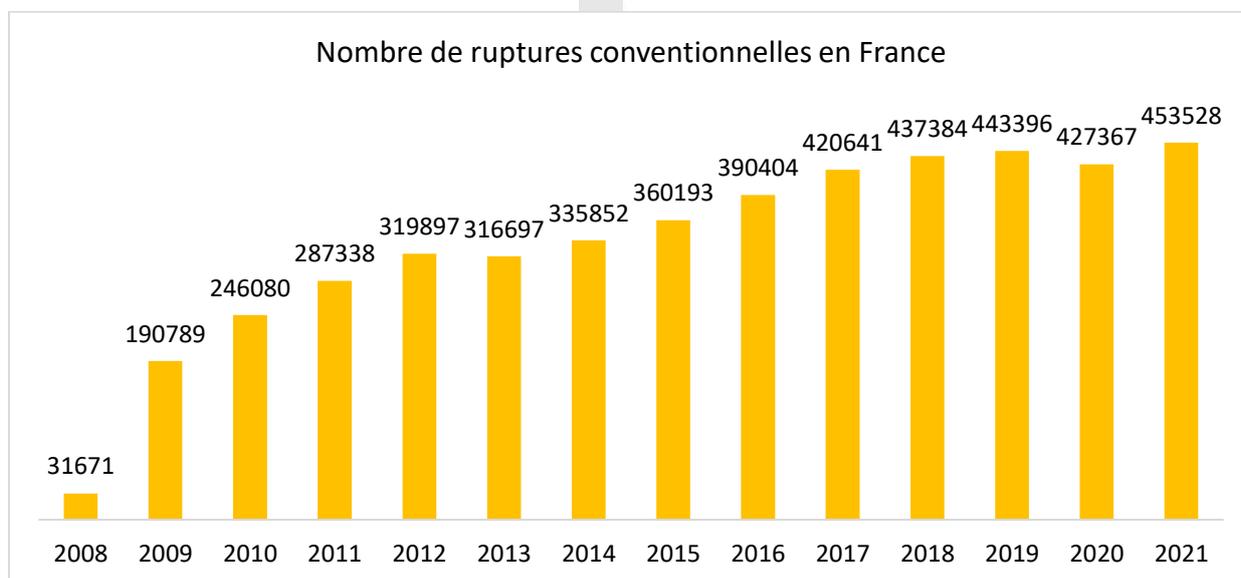
Cercle de l'Épargne – données Banque de France

LES RUPTURES CONVENTIONNELLES EN HAUSSE EN 2021

La rupture conventionnelle s'est imposée rapidement dans le droit du travail permettant un divorce à l'amiable entre un salarié et son employeur. Si initialement, elle devait permettre de simplifier et sécuriser les procédures de séparation pour les employeurs, elle est également devenue un outil entre les mains des salariés qui demandent à pouvoir en bénéficier afin de pouvoir accéder aux indemnités chômage.

En 2021, en France métropolitaine, 454 000 ruptures conventionnelles individuelles ont été, homologuées dans le secteur privé. Après la baisse de 2020 en lien avec la crise sanitaire, leur nombre a progressé de +6,1 % en 2021, après un repli de 3,6 % en 2020. Les ruptures conventionnelles dépassent de 2,3 % leur niveau de 2019. Ce

rebond se manifeste dans toutes les régions et dans la plupart des secteurs d'activité, excepté l'information-communication et les activités financières et d'assurance (respectivement -4,5 % et -0,4 % par rapport à 2020). Les ruptures conventionnelles augmentent pour toutes les tranches d'âges. Si elles ralentissent chez les cadres (+1,6 % après +2,3 % en 2020 et +10,0 % en 2019), elles repartent fortement à la hausse dans les autres catégories socio-professionnelles où elles s'étaient repliées en 2020. À rémunération et ancienneté données, les cadres ont de meilleures indemnités de rupture, la moitié d'entre eux recevant au moins 0,30 mois de salaire par année d'ancienneté, contre 0,25 chez les ouvriers et les employés.



Cercle de l'Épargne – données DARES

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 2021 en %	+7,0	+2,7	+6,5	+5	+5,2
2 ^e trimestre 2022	+0,5	+0,0	+1,0	+1,1	+0,6
Inflation En % - août 2022	6,5	8,8	9,0	10,3	9,1
Taux de chômage En % - juillet 2022	7,5	2,9	7,9	12,6	6,6
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 – août 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 31 août 2022	6 125,10
Évolution en août t 2022	-5,02 %
Évolution sur 12 mois	-8,41 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 31 août 2022	12 834,96
Évolution en août t 2022	-4,81 %
Évolution sur 12 mois	-19,21 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Footsie au 31 août 2022	7 284,15
Évolution en août t 2022	-1,88 %
Évolution sur 12 mois	+1,90 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx au 31 août 2022	3 517,25
Évolution en août t 2022	-5,15 %
Évolution sur 12 mois	-16,23 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow Jones au 31 août 2022	31 510,43
Évolution en août t 2022	-4,06 %
Évolution sur 12 mois	-10,99 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq au 31 août 2022	11 816,20
Évolution en août t 2022	-4,64 %
Évolution sur 12 mois	-22,60 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei au 31 août 2022	28 091,53
Évolution en août t 2022	+1,04 %
Évolution sur 12 mois	+1,09 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai Composite au 31 août 2022	3 202,14
Évolution en août t 2022	-1,77 %
Évolution sur 12 mois s	-9,64 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité au 31 août 2022	1,0058
Évolution en août t 2022	-1,58 %
Évolution sur 12 mois	-14,77 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or au 31 août 2022	1 766,010
Évolution en août t 2022	-2,95 %
Évolution sur 12 mois	-2,02 %
Pétrole au 31 décembre 2021	78,140
Pétrole au 31 août 2022	97,170
Évolution en août t 2022	-6,64 %
Évolution sur 12 mois	+32,58 %

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