N°165
Oct. 2022

LA LETTRE ÉCO
THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS 2
« Modulations budgétaires » 2
HORIZON FRANCE 3
Sur la crête de la récession 3
Le modèle français à l'épreuve de la désindustrialisation 6
HORIZON EXTÉRIEUR 7
Mais où est donc passée la productivité ? 7
Russie, les sanctions visent-elles juste ? 9
La Chine sera-t-elle le numéro 1 ? 12
HORIZON FINANCE 14
Les Banques centrales entre l'enclume et le marteau 14
L'euro faible, une nouvelle ère 15
HORIZON LOINTAIN 17
L'Europe face au blackout énergétique 17
POINTS DE REPÈRE 20
Dette publique, la barre des 3 000 milliards d'euros se rapprochent 20
Emplois vacants, un problème qui s'installe 21
Plus de 20 % des Européens en situation de pauvreté 22
Les statistiques économiques 23
Tableau de bord des marchés financiers 24

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« MODULATIONS BUDGETAIRES »

Établir un projet de loi de finances en pleine tourmente est une mission impossible quel que soit le gouvernement en place. Avec la guerre à moins de deux milles kilomètres, avec des matières premières et des ressources énergétiques aux prix erratiques, avec une inflation en hausse, l'art de la prévision est de plus en plus divinatoire. Seule certitude, la rigueur n'est pas pour demain. Avec un déficit budgétaire de 158,5 milliards d'euros, la création de près de 11 000 postes et le maintien d'un soutien au pouvoir d'achat chiffré à 45 milliards d'euros, le keynésianisme est de mise. Les dépenses de l'État devraient s'élever à 480 milliards d'euros l'année prochaine quand les recettes ne devraient pas dépasser 320 milliards d'euros. La plupart des ministères, ce qui est rare, enregistrent des augmentations de budget. L'Éducation gagne 3,7 milliards d'euros pour un budget global à 60,2 milliards. Les moyens de la Défense augmentent de 3 milliards tandis que ceux de la mission Travail et emploi, progressent de 3,7 milliards d'euros.

Pour faire face à ses engagements, l'État empruntera, en 2023, 270 milliards d'euros sur les marchés ce qui constitue un record. Avec des taux d'intérêt en hausse, le service de la dette qui a été longtemps une source d'économie devrait dépasser 60 milliards d'euros. Le gouvernement a certainement minoré le coût de l'endettement en retenant un taux d'emprunt moyen en 2023 de 2,5 % quand, déjà au mois de septembre 2022, le taux de l'OAT à 10 ans a dépassé 2,7 %.

Le budget 2023 est un budget de guerre pour un pays qui ne l'est pas réellement. Il s'affranchit pour la quatrième année consécutive des règles de bonne gestion édictées par l'Union européenne, l'habitude aidant, le retour à une gestion rigoureuse sera difficile. Indéniablement, la France comme d'autres pays européens est entrée dans un cycle de fortes dépenses publiques et d'endettement croissant. La question de la sortie de route ne pourra que se poser à un moment ou un autre. L'Italie et le Royaume-Uni sont dans l'œil du cyclone. La France pourrait les rejoindre assez rapidement. Le pari du gouvernement est un regain d'activité grâce à un choc de compétitivité. L'inflation moins forte en France devrait rendre l'économie plus compétitive. La spécialisation touristique du pays pourrait l'avantager par rapport aux pays industriels confrontés à la transition énergétique et au renchérissement du coût de l'énergie. Cet avantage comparatif de la France est tout relatif compte tenu de l'augmentation inquiétante de son déficit commercial et notamment industriel.

Les finances publiques françaises ressemblent de plus en plus à un équilibriste sur un filin et qui n'aurait plus de ligne de sécurité en cas de chute. Pour le moment, tout va à peu près bien mais au moindre coup de vent, la situation pourrait devenir périlleuse.

Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

SUR LA CRETE DE LA RECESSION

L'INSEE n'envisage pas de récession pour la France dans les prochains mois. La croissance serait légèrement positive au troisième trimestre (+0,2 % prévu, après +0,5 % au deuxième trimestre). Pour le dernier trimestre, l'organisme statistique est prudent et parie sur une stagnation du PIB voire un léger recul. Pour l'ensemble de l'année 2022, la croissance du PIB en moyenne annuelle s'élèverait à 2,6 %. L' « acquis » de croissance pour 2023 (c'est-à-dire la croissance annuelle cette année-là si le PIB trimestriel restait chaque trimestre au niveau atteint fin 2022), serait relativement modeste, de l'ordre de +0,2 %.

L'offre subit de plein fouet la hausse des prix de production. La consommation résiste grâce au maintien du pouvoir d'achat des ménages rendu possible par les mesures de soutien prises par les pouvoirs publics.

Les entreprises face à l'augmentation des coûts de production

Les prix de production dans l'industrie et l'agriculture connaissent une hausse inédite du fait de la forte demande et de la désorganisation des chaînes d'approvisionnement après la crise sanitaire ainsi que de la guerre en Ukraine. En deux ans, entre juillet 2020 et juillet 2022, les prix de production ont augmenté d'un peu plus de 20 % dans l'industrie (hors énergie), et d'un peu plus de 35 % dans l'agriculture. Pour les services, moins directement exposés à la hausse des cours mondiaux, l'augmentation est de +7 % entre le deuxième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2022, avec néanmoins de très vives augmentations, par exemple pour le transport maritime et côtier de fret dont les prix de production ont plus que doublé en deux ans. Depuis plusieurs semaines, une amélioration commence à se dessiner au niveau de certains produits agricoles (céréales, oléagineux) avec la reprise partielle des exportations ukrainiennes. L'augmentation des coûts de production persiste dans l'industrie et commence à accélérer dans les services, au-delà du transport maritime. Dans la plupart des services, ces prix dépendent surtout des coûts salariaux dont l'évolution est liée notamment aux négociations au niveau des branches et des entreprises et des revalorisations du SMIC. Pour l'énergie, une détente pour le pétrole est constatée en raison des menaces de récession et des décisions prises par les États-Unis de puiser dans leurs stocks stratégiques, ainsi que celles de l'OPEP visant à relever les plafonds de production. En revanche, la hausse s'est accélérée, ces dernières semaines, pour le gaz et l'électricité. La mise en arrêt d'une grande partie des réacteurs nucléaires français contribue à la hausse du prix de l'électricité au sein de l'Union européenne. Les anticipations à trois mois concernant les prix de l'énergie demeurent haussières.

Une inflation qui resterait élevée jusqu'à la fin de l'année

En août 2022, les prix à la consommation en France ont globalement progressé (+0,4 % par rapport à juillet) selon l'estimation provisoire. Cependant, pour la première fois depuis juillet 2021, le glissement annuel des prix a légèrement reculé (+5,8 %, après +6,1 % en juillet) à la faveur notamment du reflux des cours du pétrole. L'inflation en France reste ainsi

élevée, mais parmi les plus faibles des pays de la zone euro grâce au bouclier tarifaire et à une relative modération des salaires.

L'évolution des prix au cours des prochains mois dépendra de plusieurs facteurs : les mouvements des cours internationaux de l'énergie et des matières premières, la valeur de l'euro sur le marché des changes, la vitesse et le degré de transmission des hausses passées des prix de production (y compris leur composante salariale) aux prix à la consommation, les politiques publiques de limitation des prix, en particulier ceux de l'énergie. Avec la réduction de la ristourne sur les carburants à partir de novembre, une remontée de l'indice des prix à la consommation est attendue en France, tirée par ailleurs par un « effet de base », les cours du pétrole ayant baissé fin 2021 au moment de l'émergence du variant Omicron.

L'inflation dans les services n'accélérerait globalement pas d'ici la fin de l'année, en partie du fait de la suppression de la redevance audiovisuelle qui ferait baisser les prix du poste « Redevances et abonnements audiovisuels » dans l'indice des prix à la consommation. Pour les biens manufacturés, la hausse des prix atteindrait environ +5 % sur un an en décembre 2022. Pour l'alimentation, la hausse serait de +12 %, ce qui pourrait générer des tensions sociales en fin d'année.

Selon l'INSEE, l'inflation se stabiliserait un peu en-dessous de 6 % sur un an en septembre-octobre, puis s'élèverait à environ 6,5 % en décembre. L'inflation sous-jacente, qui ne prend pas en compte les prix les plus volatils, dépasserait 5 % en fin d'année. Les boucliers tarifaires et remises à la pompe contribueraient directement à atténuer l'inflation d'ensemble d'environ 2,5 points de pourcentage en septembre.

Une progression du pouvoir d'achat attendue au second semestre

Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages a diminué de 1,6 % au premier trimestre puis de 1,1 % au deuxième, soit respectivement -1,8 % et -1,2 % par unité de consommation (UC), du fait de la hausse des prix de l'énergie. Au cours du second semestre, il augmenterait de +1,5 % au troisième trimestre puis au moins +0,5 % au dernier trimestre, à la faveur d'une nette accélération des revenus nominaux au troisième trimestre.

Sur l'ensemble de l'année 2022, le pouvoir d'achat n'augmenterait pas par rapport à 2021 (environ 0 % prévu) et baisserait de l'ordre de 0,5 % par UC. Ce résultat, compte tenu du niveau de l'inflation, peut surprendre. Il est la conséquence de l'effort budgétaire consenti par les pouvoirs publics, le contribuable national soutenant ainsi le consommateur. Les revalorisations salariales, notamment celles du SMIC, contribuent à la hausse des revenus d'activité. Il faut également citer la revalorisation du point d'indice pour les agents de la fonction publique et la prime de partage de la valeur (PPV) qui succède à la prime exceptionnelle de pouvoir d'achat. Les revenus se sont accrus également du fait de la revalorisation de 4 % au 1er juillet de nombreuses prestations sociales et par la distribution de la prime exceptionnelle de rentrée. Au quatrième trimestre, le revenu des ménages bénéficierait d'une baisse des prélèvements sociaux et fiscaux (suppression de la contribution à l'audiovisuel public et poursuite de la baisse de la taxe d'habitation pour les ménages concernés).

Une consommation en mode prudence

En matière de consommation, les ménages sont toujours prudents même si le rattrapage au niveau des services se poursuit par rapport à la période covid. La confiance des ménages reste affaiblie, même si elle s'est améliorée en août après sept mois consécutifs de baisse. La consommation a légèrement augmenté au deuxième trimestre (+0,3 %), après son repli très marqué en début d'année (-1,2 %). Les services ont porté l'essentiel de ce rebond, notamment ceux d'hébergement-restauration, tandis que la consommation de biens a reculé à nouveau en lien avec la hausse continue de l'inflation. La consommation continuerait à progresser au troisième trimestre au même rythme qu'au trimestre précédent puis ralentirait en fin d'année avec l'atténuation des effets de rattrapage. Le taux d'épargne remonterait nettement au second semestre compte tenu du rebond prévu du pouvoir d'achat.

Une croissance qui s'étiole à la fin de l'année

Au troisième trimestre, la croissance continuerait d'être principalement portée par des effets de rattrapage dans les services déjà observés au printemps. La production manufacturière serait quant à elle en recul sur le trimestre, dans un contexte de fortes contraintes sur l'offre avec des stocks de produits finis se situant à un haut niveau (sauf dans l'agro-alimentaire) selon les enquêtes de conjoncture.

La prévision pour le quatrième trimestre apparaît plus incertaine, sur fond de resserrement monétaire en particulier aux États-Unis et d'inquiétude sur les approvisionnements énergétiques en Europe. Une contraction du PIB au dernier trimestre n'est pas impossible. L'évolution de la croissance dépendra de celle des prix du gaz et de l'éventuelle survenue de pénuries qui pourrait provoquer des arrêts de production.

La croissance française a relativement bien résisté depuis le début de la guerre en Ukraine grâce à la reprise des activités touristiques et au retour, en particulier, des touristes internationaux. La fin de la saison estivale devrait déboucher sur un ralentissement de la croissance même si le tourisme d'affaires qui avait disparu semble reprendre depuis le début du mois de septembre.

LE MODELE FRANÇAIS A L'EPREUVE DE LA DESINDUSTRIALISATION

Le PIB de la France a augmenté de 0,5 % au deuxième trimestre 2022, le chômage est à son plus bas depuis 20 ans, l'inflation est la plus basse de l'Union européenne. Ces résultats encourageants sont obtenus dans un contexte particulièrement difficile. Pour autant, ils pourraient bien masquer les signes de la poursuite du déclin de l'économie française avec, en point d'orgue, la dégradation continue du commerce extérieur.

Depuis le milieu de l'année 2020, l'emploi connaît une forte croissance en France. Il a augmenté de 8 % en deux ans. Cette hausse avait commencé, dans les faits, avant la crise sanitaire. En effet, une augmentation de 2 % avait été enregistrée entre 2018 et 2019. La progression de l'emploi, plus rapide que celle du PIB, qui induit une baisse de la productivité par tête. Celle-ci est inférieure de 4 % à son niveau d'avant crise sanitaire.

La production industrielle française n'a pas compensé les pertes subies durant l'épidémie. Elle est inférieure de 10 % à son niveau d'avant 2008. L'emploi manufacturier est passé de 13 à 9 % de l'emploi total de 2002 à 2022.

Les emplois créés en France ont avant tout profité aux services domestiques (services à la personne, transports, loisirs, tourisme). Ces derniers représentaient près de 40 % de l'emploi total fin 2021 contre 37 % en 2012. La France semble ainsi atteinte de la maladie hollandaise, c'est-à-dire d'une situation où la structure de l'économie se déforme, passant de l'industrie vers les services peu sophistiqués. L'origine de cette maladie provient de la dépendance d'un pays à des recettes d'exportation provoquant l'anémie du secteur productif, comme ce fut la cas aux Pays-Bas dans les années 1970/1980 avec le gaz. Pour la France, les recettes du tourisme constitueraient une rente et provoqueraient une baisse de la productivité ainsi qu'un déficit croissant de la balance commerciale qui a atteint, en rythme annuel, plus de 100 milliards d'euros au début de l'année 2022. La seule balance des biens est déficitaire de plus de 130 milliards d'euros. Ce déficit n'est plus compensé par les excédents des services. L'autre symbole de l'attrition du secteur productif français est la faiblesse des investissements industriels, le capital se déplaçant de l'industrie vers les services.

Une économie frappée par la maladie hollandaise peut avoir un taux de chômage en baisse et un taux d'emploi en hausse mais la qualité de cette économie se dégrade avec, à la clef, une diminution des rémunérations. À un moment ou un autre, la forte dégradation de la balance commerciale nécessitera un ajustement à la baisse de la demande globale qui est aujourd'hui soutenue par les aides publiques. Compte tenu du niveau de productivité de la France et de son déficit extérieur, une érosion de 20 à 30 % du pouvoir d'achat des ménages serait nécessaire, ce qui ne serait pas sans poser des problèmes sur le plan politique, sauf à agir de manière indolore avec l'inflation.

HORIZON EXTÉRIEUR

MAIS OU EST DONC PASSEE LA PRODUCTIVITE ?

La zone euro connaît un ralentissement très important de la productivité du travail, depuis 2008, beaucoup plus important que les États-Unis. Cette baisse est un handicap pour la croissance et pour le niveau des rémunérations. Le repli de la productivité en Europe peut s'expliquer par le recul de la durée du travail, la diminution de l'accumulation de capital, le déclin du progrès technique, la baisse des compétences de la population active et la modification de la structure sectorielle de l'économie.

La zone euro a connu un réel décrochage de sa productivité par rapport aux États-Unis depuis trente ans. La productivité par tête n'a progressé que de 20 % en zone euro depuis 1990, contre plus de 80 % aux États-Unis. L'écart s'est creusé au début des années 2000 et après la crise de 2008. Les États-Unis connaissant néanmoins depuis 2019 également une stagnation, voire une diminution de leur productivité.

La baisse de la durée du travail en zone euro

La durée du travail dans la zone euro est en baisse constante surtout depuis 2008, et fortement depuis 2020. Si aux États-Unis, elle est stable depuis trente ans, elle s'est contractée de plus de 10 % au sein des États membres de la zone euro. La crise sanitaire a créé un nouveau décrochage. Moins de salariés européens sont disposés à effectuer un nombre important d'heures et à accepter les emplois avec des horaires décalés. Les entreprises sont contraintes de recourir à un plus grand nombre de salariés pour réaliser un même niveau de production. Ce phénomène induit ne baisse de la productivité par tête.

Le recul de l'accumulation de capital

Une accumulation plus faible du capital conduit normalement à moins de gains de productivité. De 1995 à 2022, le stock de capital net hors logement par emploi n'a augmenté que de 35 % en zone euro, contre 120 % aux États-Unis. Le stock de capital net hors logement a ainsi progressé de 60 % en trente-cinq ans en zone euro quand il a augmenté de 150 % aux États-Unis.

Stagnation et refus du progrès technique

L'Europe, continent des grandes découvertes industrielles et des grandes inventions qui ont changé le cours de l'économie à compter du XVIIIe, est devenue réfractaire au progrès technique. Elle est supplantée par les États-Unis et l'Asie. Depuis 2007, la productivité globale des facteurs ne progresse plus en Europe quand elle a progressé de plus de 15 % aux États-Unis. Les métiers scientifiques attirent peu en Europe et tout particulièrement en France où le niveau en mathématiques a connu un déclin sans précédent lors de ces vingt dernières années. La baisse des compétences de la population active est également mise en avant pour expliquer le décrochage de l'Europe mais celle-ci est également constatée outre-Atlantique. Les États-Unis sont en revanche plus en capacité d'attirer les talents extérieurs. Le taux d'emploi de la zone euro s'améliore tout en restant inférieur à celui des États-Unis où, en revanche, il régresse légèrement. Cette évolution devrait être favorable à la

productivité européenne mais pour le moment cela n'est pas constaté.

Une structure de production défavorable à la productivité en Europe

Si la structure sectorielle de l'emploi se déforme au profit d'emplois peu qualifiés, peu productifs, les gains de productivité se réduisent. La tertiarisation a été souvent jugée responsable de l'évolution de la productivité. Le développement des emplois dans les services dits domestiques (services à la personne en particulier) ne favorise pas la diffusion du progrès technique. Cette tertiarisation ne saurait pas expliquer à elle seule l'écart de productivité entre les États-Unis et l'Europe. L'emploi industriel a diminué plus rapidement outre-Atlantique que sur le vieux continent. En 2021, son poids au sein de la population active était respectivement de 8 et de 13 %. Les emplois de services peu sophistiqués (services à la personne, distribution, hébergement-restauration, loisirs, transports) représentent 33 % des emplois aux États-Unis, contre 31 % en zone euro. Ces dernières années, l'emploi dans les Nouvelles Technologies progresse plus vite dans la zone euro qui rattrape son retard sur les États-Unis. En revanche, en matière de services financiers, l'écart de part et d'autre de l'Atlantique reste conséquent. Les emplois dans ce secteur représentent 6 % de l'emploi aux États-Unis, contre 2 % en zone euro.

Le ralentissement de la productivité du travail dans la zone euro s'explique essentiellement par le recul de la durée du travail et par une moindre accumulation du capital ainsi que par un rapport dégradé au progrès technique. La zone euro paie l'absence de grandes entreprises dans le secteur des nouvelles techniques de l'information et de la communication. Elle est également handicapée par la fragmentation de son marché en particulier au niveau financier, ce qui limite les capacités de croissance des entreprises européennes.

RUSSIE, LES SANCTIONS VISENT-ELLES JUSTE ?

À défaut de mener un combat frontal contre la Russie, après son invasion de l'Ukraine le 24 février dernier, les États occidentaux ont adopté une série de sanctions qui ont débouché sur un climat de guerre économique. Les mesures concernent tant les personnes (avec des interdiction de se déplacer), les moyens de transports (avec la fermeture des espaces aériens) que les échanges matériels et immatériels. Jamais, depuis la Seconde Guerre mondiale, une grande puissance n'avait subi de telles sanctions. Des banques commerciales russes ont été exclues de Swift (Society for Worldwide Interbank Financial Télécommunication), un réseau de messagerie. 300 milliards de dollars de réserves de la banque centrale ont été immobilisés. L'objectif des Occidentaux était de provoquer une paralysie de la 11e économie mondiale dans l'espoir de bloquer son effort de guerre, d'inciter sa population à protester et à dissuader d'autres pays à recourir aux mêmes pratiques, la Chine étant visée avec le risque d'un conflit avec Taïwan. En quelques mois, l'Union européenne a adopté sept plans de sanctions. Des analystes avaient prédit l'effondrement de l'économie russe pour l'été, or cette prévision ne s'est pas encore vérifiée. La Russie n'est pas l'Afrique du Sud, la Corée du Nord, l'Iran ou la Lybie qui ont subi ou subissent encore des embargos. La Russie est un pays disposant d'abondantes richesses naturelles et qui a tissé des liens avec des États comme la Chine qui refusent de s'aligner sur les positions occidentales.

La guerre économique exige du temps comme l'ont prouvé les précédents en Afrique du Sud ou en Lybie. Le pouvoir russe est conscient de la fragilité des démocraties face à leurs opinions. Les embargos gênent actuellement plus les Européens que les Russes en raison du risque de récession et des pénuries. La Russie avec la hausse des cours bénéficie toujours de rentrées de devises en provenance des pays avec qui elle a maintenu des relations (Chine, pays émergents, Amérique latine). Les embargos technologiques pénaliseront la production d'énergie d'ici quelques mois même si les autorités russes comptent sur la Chine pour fournir les pièces détachées nécessaires. La mise hors marché (occidental) du deuxième producteur de pétrole et de gaz est sans précédent dans l'histoire contemporaine. Sur la durée, une réallocation de l'offre devrait intervenir avec le développement du gaz liquéfié dont le coût restera sans nul doute supérieur à celui du gaz naturel. Le pétrole qui n'est plus acheté par les occidentaux l'a été par l'Inde et la Chine au prix d'une décote d'environ 25 dollars par rapport au prix du marché. La vente du gaz à l'Europe représente moins de 10 % des recettes publiques russes. L'arrêt des livraisons aurait donc peu d'effet sur la situation économique. Selon une société de conseil américaine, Rystad Energy, la Russie perdrait autour de 85 milliards de dollars en recettes fiscales pétrolières et gazières cette année, par rapport à un objectif de 300 milliards de dollars. Capital Economics, un autre cabinet de conseil, estime que la Russie a vendu son pétrole à un prix moyen de 85 dollars le baril depuis février. À compter du 31 décembre, les assureurs européens qui dominent le marché du transport pétrolier, ne pourront plus couvrir les pétroliers transportant des cargaisons russes. Il faudra trouver des assureurs de substitution reconnus au niveau mondial. De nombreux ports et canaux pourraient ne pas autoriser le passage des navires si le risque de pollution par les hydrocarbures n'est pas couvert. 14 % des exportations russes pourraient être ainsi menacées.

Les sanctions visant les oligarques et le blocage des avoirs à l'étranger auraient des effets mesurés. Selon Anders Aslund, ancien conseiller des gouvernements russe et ukrainien, seulement 50 milliards de dollars, sur les 400 milliards d'actifs offshore bloqués, ont été réellement gelés. Les oligarques ont réalisé de montages juridiques complexes en recourant aux possibilités offertes par les différents paradis fiscaux comme les Îles Caïmans ou Jersey. Ils ont également recours à des prête-noms afin de ne plus apparaître dans les documents officiels. De nombreux établissements financiers, en particulier ceux de petite taille et situés dans des États appliquant avec modération les sanctions, manquent de moyens et de temps pour effectuer toutes les vérifications. Les difficultés des oligarques accroissent leur dépendance au pouvoir russe, ce qui n'est pas pour déplaire à Vladimir Poutine.

Les banques commerciales russes sont confrontées à une série d'interdictions depuis l'invasion, en fonction de leur taille et de leur proximité avec le Kremlin. Les investisseurs occidentaux ne peuvent plus acheter ou vendre des obligations ou des actions émises par dix-neuf banques russes. 10 établissements de crédit russes dont les deux plus importants en termes d'actifs, ont été expulsés de Swift, le système d'informations bancaires utilisé par 11 000 banques pour les paiements transfrontaliers. 26 ne peuvent plus effectuer de virements internationaux en dollars. Selon la Bundesbank, entre le 1er février et le 30 avril, les opérations entre les banques russes et celles de la zone euro se sont effondrées. Les alternatives à Swift, telles que le recours au télex, sont complexes et lentes. L'interdiction du dollar dans les échanges avec la Russie pèse sur les importations mais aussi sur toute une série d'opérations qui impliquent à un moment ou un autre le recours à la monnaie américaine. La Russie doit parfois recourir au troc pour une partie de ses activités commerciales transfrontalières. Les sanctions n'ont pas totalement isolé financièrement la Russie du reste du monde. Les banques qui sont associées à l'achat de pétrole et de gaz, notamment Gazprombank, sont toujours autorisées à utiliser Swift. Les banques russes de taille modeste sont restées connectées au réseau. L'Inde, qui importe du pétrole russe, recherche toujours un moyen viable de le payer en roupies. Le système d'informations bancaires chinois, CIPS, est de plus en plus utilisé. Les volumes d'échanges sur la paire yuan-rouble à la bourse de Moscou ont récemment atteint des sommets.

Le gel des réserves détenues par la Banque centrale de Russie en Occident, soit environ la moitié de sa réserve totale de 600 milliards de dollars, a eu des résultats tout aussi mitigés. Quelques heures après l'annonce de la mesure, le rouble a perdu 30 % de sa valeur. Pour limiter la dépréciation de la monnaie, la banque centrale russe a porté à 20 % ses taux provoquant une récession. En juin, les sanctions ont également contraint la Russie à son premier grand défaut de paiement sur sa dette extérieure depuis plus d'un siècle, après avoir empêché la banque centrale de traiter 100 millions de dollars de paiements dus aux détenteurs d'obligations. Au milieu de l'été, le rouble avait néanmoins retrouvé son taux de change d'avant sanctions et les taux directeurs étaient revenus à 8 %. Le taux de change du rouble est avant tout administré et ne saurait être un indicateur fiable de la santé de l'économie russe. Il n'en demeure pas moins que les réserves de devises de la Russie augmentent grâce aux recettes de pétrole et de gaz vendus à vils prix. Le défaut technique de paiement de la Russie a donc peu de conséquences pour l'économie, les importations pouvant être réglées.

Parmi les sanctions les plus efficaces figurent les interdictions de licences pour les exportations. Les entreprises occidentales doivent, en effet, demander des licences pour exporter des produits en Russie. Or, elles sont de moins en moins accordées. Les restrictions vont bien au-delà des produits « à double usage » - ceux qui ont des applications à la fois militaires et commerciales - comme les drones et les lasers. Si les microprocesseurs, les ordinateurs, les logiciels et les équipements énergétiques ne sont plus exportables, c'est également le cas de biens de faible technologie, tels que les produits chimiques et les matières premières. Les règles qui étaient appliquées à l'Iran ou à la Corée du Nord le sont désormais à la Russie. Les États-Unis ont recours au dispositif d'extraterritorialité. En vertu de la « Foreign Direct Product Rule », les contrôles sont étendus non seulement aux produits fabriqués aux États-Unis, mais aussi aux produits étrangers fabriqués à l'aide de logiciels et d'outils américains ou contenant des intrants américains. Les États-Unis ont ainsi réduit de 90 % les exportations mondiales de microprocesseurs vers la Russie en moins d'un an. Jusqu'en 2020, les fabricants d'armes en Russie recouraient à plus de 70 fournisseurs américains ou européens. Les secteurs des transports et des mines sont également dépendants d'entreprises occidentales. Le métro de Moscou qui bénéficiait d'un contrat maintenance opéré par une entreprise allemande pourrait connaître quelques difficultés dans les prochains mois. Les entreprises chinoises, qui fournissent généralement un quart des importations russes, ont tardé à aider, craignant elles aussi de perdre l'accès aux pièces occidentales essentielles. Même Huawei a réduit ses liens avec la Russie.

La production manufacturière russe a diminué de 7 % entre décembre et juin, du fait des problèmes du secteur de l'automobile (baisse de 90 % de la production), de celui de la pharmacie (25 %) et de celui des équipements électriques (15 %). En mai, la Russie a assoupli les normes de sécurité pour permettre la production de voitures sans airbags ni freins antiblocage. Le déploiement de la 5G a dû être ralenti. Faute de pouvoir accéder à des pièces détachées, la production de pétrole et de gaz pourrait être pénalisée. Les industries de base, telles que l'extraction et le raffinage des métaux, sont également en baisse.

Pour compenser l'absence des importations en provenance des pays occidentaux, la Russie s'approvisionne sur les marchés parallèles, les marchés gris non autorisés contrôlés par les mafias en tout genre. Les autorités russes font appel à des revendeurs de l'Asie du Sud Est. Ces derniers mois, ils ont réussi à importer des serveurs et des téléphones, sans le consentement des marques concernées. Un trafic de cartes Visa avec des fausses identités a été également constaté, permettant à des Russes de voyager en-dehors de leur pays.

Face à la fermeture de leur pays, selon Konstantin Sonin de l'Université de Chicago, plusieurs centaines de milliers de Russes auraient émigré, dont beaucoup sont hautement qualifiés. Plus de 1 200 entreprises étrangères implantées en Russie ont fermé leurs établissements, selon des chercheurs de l'Université de Yale. Le FMI prévoit que le taux de croissance du pays en 2025-26 aura diminué d'environ de 50 % par rapport aux estimations d'avant le déclenchement de la guerre. L'effondrement rapide de la Russie n'a pas eu lieu mais son avenir économique n'en demeure pas moins sombre à la condition que les États occidentaux arrivent à maintenir le régime des sanctions durant une période assez longue, quitte à en subir les contreparties économiques.

LA CHINE SERA-T-ELLE LE NUMERO 1 ?

La Chine a des difficultés avec son économie depuis la fin de l'année 2020, avec une croissance qui s'étiole de trimestre en trimestre. La stratégie zéro covid, avec le confinement des populations dès l'apparition des premiers cas de covid, pèse de plus en plus sur le niveau de la production. Elle occasionne l'arrêt périodique des transports et une désorganisation des chaînes logistiques. Cette stratégie qui renforce le caractère policier du régime est également la conséquence de l'échec du programme de vaccination.

La Chine est confrontée à des problèmes énergétiques non pas en lien avec la guerre en Ukraine mais en raison de la sécheresse qui a diminué les capacités de production d'énergie hydroélectrique. Des entreprises ont dû fermer durant l'été.

Au-delà de ces difficultés de nature essentiellement conjoncturelle, la Chine doit faire face à des problèmes structurels importants qui pourraient miner sa croissance pendant de nombreuses années.

Un vieillissement démographique à grande vitesse

Depuis 2020, la population âgée de 20 à 60 ans diminue. En 2030, la baisse atteindra 1 % par an. Cette contraction de la population active réduit la croissance potentielle du pays, soit une perte estimée de 2 points. Les pouvoirs publics chinois ont peu anticipé ce vieillissement de la population. Les systèmes de retraite et de santé sont sous-dimensionnés. Les dépenses publiques de retraite sont inférieures à 6 points de PIB, contre plus de 12 points au sein de la zone euro. Les dépenses publiques de santé s'élèvent à 3 % du PIB contre plus de 8 % au sein de la zone euro. Avec la montée du nombre de retraités, les pouvoirs publics sont contraints, en urgence, de restructurer le système de santé et d'organiser un système de retraite accessible pour le plus grand nombre. Il en résultera une augmentation des coûts de production, ce qui nuira à la compétitivité des produits chinois.

Une dangereuse bulle immobilière

Pour soutenir la croissance et l'emploi, depuis des années, les autorités chinoises ont favorisé l'investissement en logements et en entrepôts ainsi qu'en usines. Il en résulte des surcapacités dans plusieurs villes. Les dépenses de construction absorbent 35 % du PIB en Chine, soit des niveaux sans comparaison à ce qui est constaté dans les autres pays. L'investissement en logements des ménages représente 6 % du PIB en Chine, contre moins de 3 % aux États-Unis. La valeur ajoutée de la construction pèse plus de 6 % du PIB en Chine, contre 4 % en zone euro et 3 % aux États-Unis. Le surinvestissement immobilier des ménages, en Chine, provient de la faiblesse des régimes de retraite. Pour se constituer un patrimoine et des revenus pour la retraite, les Chinois acquièrent des logements, ce qui a favorisé l'émergence d'une bulle immobilière.

Un taux d'épargne élevé qui mine la demande

La peur d'un faible niveau de vie à la retraite conduit les ménages chinois à épargner et à restreindre leur consommation réduisant d'autant la croissance. Le taux d'épargne brut des ménages dépasse 30 % des revenus en Chine quand il s'élève à 15 % en zone euro et à 8 % aux États-Unis. Depuis les années 2000, la déprime de la demande intérieure a conduit les gouvernements

chinois à soutenir la demande par des programmes d'investissements en infrastructure surdimensionnés, avec le relais des collectivités locales. Ces programmes ont débouché sur des pyramides d'endettement qui menacent aujourd'hui le système financier chinois. Avec des taux de vacances élevés, les promoteurs ne peuvent plus faire face à leurs échéances, les collectivités publiques ou les structures qui en dépendent sont appelés à l'aide ainsi que les établissements financiers. En période de ralentissement, le gouvernement craint une montée du chômage en cas d'effondrement de la construction, chômage pouvant générer des tensions sociales et politiques.

La situation de la Chine ne diffère guère de celle des pays occidentaux avec un vieillissement prononcé de sa population et un endettement élevé. Ce dernier n'est pas porté par l'État central mais par les structures locales. Le surdimensionnement de l'immobilier et le vieillissement paralysent la politique économique de la Chine. Pour compenser le taux d'épargne élevé en lien avec la faiblesse des régimes de pension, les pouvoirs publics maintiennent des incitations en faveur de l'immobilier mettant en danger l'ensemble de la sphère financière. La Banque Centrale (PBoC) ne peut pas augmenter les taux d'intérêt car elle provoquerait une crise dans le secteur de la construction. Elle ne peut de ce fait ni réduire l'offre de prêts ni stabiliser le taux de change. Cette fuite en avant est dangereuse car, au moment de leur retraite, les Chinois risquent de se retrouver propriétaire de logements dont la valeur sera faible et qui ne génèreront pas les revenus escomptés.

Les problèmes structurels de la Chine pourraient mettre un terme à sa formidable marche en avant qui devait lui permettre de dépasser dans les prochaines années les États-Unis et de se hisser au premier rang des puissances mondiales. À la fin des années 1980, le Japon a connu un coup d'arrêt qui était également lié à des problèmes démographiques. Ces deux pays ont en commun de récuser l'immigration, ce qui les expose fortement aux problèmes générés par le vieillissement de leur population.

HORIZON FINANCE

LES BANQUES CENTRALES ENTRE L'ENCLUME ET LE MARTEAU

Depuis la sortie des confinements, la Banque centrale européenne parie sur une inflation transitoire essentiellement issue de l'augmentation du prix des biens importés. La Réserve Fédérale américaine a une autre vision de l'inflation en lien avec la situation économique locale. Les plans de relance décidés par Donald Trump et Joe Biden ont provoqué une hausse de la demande et mettent sous tension l'offre. Il en a résulté une augmentation des prix sur laquelle s'est greffée la hausse de prix des matières premières et de l'énergie.

Depuis plusieurs semaines, la Réserve Fédérale affiche sa volonté de ramener rapidement l'inflation totale des États-Unis à 2 %. Elle a clairement indiqué son intention de relever significativement ses taux directeurs. Cette politique s'accompagne d'une politique budgétaire restrictive qui réduira la demande finale. Le déficit public qui avait atteint 14 % du PIB en 2021 devrait revenir autour de 4 points de PIB en fin d'année. L'effort de réduction est sans commune mesure avec celui pratiqué au sein de la zone euro. La politique budgétaire de la zone euro, à la différence de celle des États-Unis, reste expansionniste en 2022 et 2023 avec un déficit de plus de 5 points de PIB. La BCE affiche une politique beaucoup plus accommodante. Si les taux directeurs de la FED évoluent entre 2,25 et 2,50 %, ceux de la BCE sont compris dans une fourchette bien plus basse (0,75 à 1,25 %).

Un tel écart de politique monétaire s'explique par la nature en partie différente de l'inflation. La BCE estime que celle-ci est avant tout importée et que les salaires augmenteront peu. Si ce scénario s'avère exact, une décrue de l'inflation pourrait intervenir en 2023. En ce début d'automne, le prix du pétrole s'est stabilisé autour de 90 dollars le baril quand ceux des métaux non précieux sont en recul. Seuls le gaz et l'électricité demeurent orientés à la hausse.

Le scénario de la BCE pourrait être mis à mal en cas d'amplification des revendications salariales. Actuellement, la hausse des salaires reste inférieure au taux d'inflation : 4 % contre 9 %. Les tensions au sein des entreprises ont néanmoins tendance à s'accroître. Du fait de l'absence de gains de productivité, les entreprises seront dans l'obligation de répercuter sur les prix de vente une part non négligeable des hausses de salaire, ce qui alimentera l'inflation. Les hausses salariales pourraient être contenues si les pouvoirs publics maintiennent les boucliers tarifaires et les ristournes. Les déficits budgétaires se substituent ainsi aux hausses des salaires. Cette politique aboutit à un accroissement de l'endettement public qui, par ailleurs, rend de plus en plus difficile une hausse des taux. Celle-ci pourrait provoquer un grave problème de solvabilité des États et une fragmentation de la zone euro. Or, l'autre objectif de la BCE est d'éviter autant que possible une récession importante et longue aux États de la zone euro qui ont déjà été confrontés à quatre grandes crises en quinze ans, la crise des subprimes, celle des dettes publiques, l'épidémie de covid et la guerre en Ukraine. Au fil des mois, le pari de la BCE apparaît de plus en plus hasardeux, la dynamique de l'inflation risquant de mettre sous tension les finances publiques des États membres d'autant plus que la croissance ralentit et que les gains de productivité sont nuls.

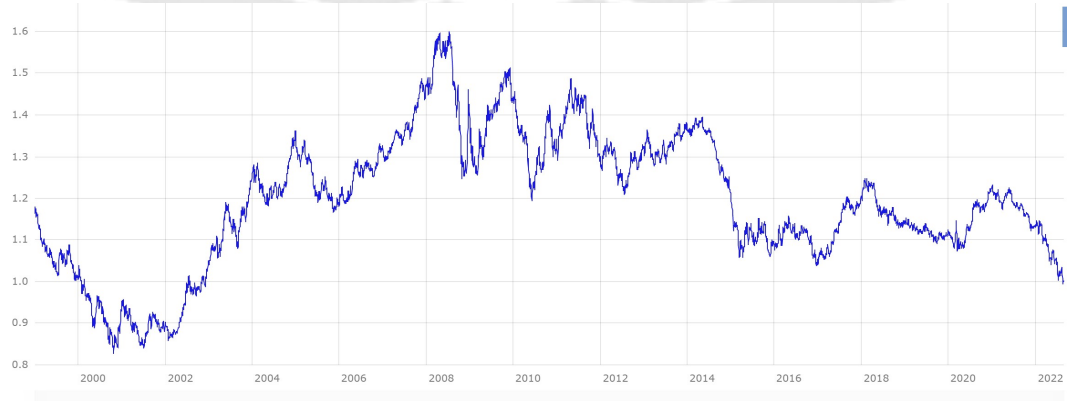
L'EURO FAIBLE, UNE NOUVELLE ERE

À à la fin du mois de septembre 2022, l'euro avait perdu plus de 15 % de sa valeur par rapport au dollar du mois d'août 2021. En revanche, l'euro ne s'est pas réellement déprécié par rapport aux autres grandes devises comme le yen ou la livre sterling. Les non-résidents accroissant encore leur détention d'actions en euros, la position nette ouverte sur l'euro n'est pas négative.

La baisse de l'euro est avant tout liée à une appréciation du dollar qui constitue une valeur refuge en période de crise et qui bénéficie du durcissement de la politique monétaire de la FED. Le taux de change de l'euro résiste assez bien compte tenu des incertitudes et des risques qui pèsent sur l'Europe : pénurie énergétique, baisse de la croissance, guerre en Ukraine. Cela peut également signifier que le potentiel de dépréciation de l'euro demeure élevé.

Depuis sa création en 1999, l'euro a été confronté à plusieurs crises qui ont pesé sur son cours. Dès 2000, avec l'éclatement de la bulle Internet, il a connu une forte dépréciation en lien avec la forte aversion des investisseurs pour le risque. Le 31 octobre 2000, un euro valait 0,84 dollar contre 1,1789 le 4 janvier 1999. L'euro s'est apprécié entre 2006 et le début du mois de juillet 2008. Il valait alors 1,58 dollars. La crise des subprimes a entraîné un mouvement de repli (1,29 dollar en mars 2009) puis la crise grecque a provoqué un nouvel accès de faiblesse (1,22 dollar en juillet 2012). Du fait d'une politique monétaire moins expansive que celle en vigueur aux États-Unis, l'euro s'apprécie entre 2012 et 2014 (1,39 en mars 2014). La décision de la BCE de s'engager à compter de 2015 dans une politique monétaire non conventionnelle a, à son tour, entraîné une dépréciation de l'euro (1,06 dollar en novembre 2016). Après avoir baissé durant le premier confinement, l'euro reprend des forces entre la mi-2020 et la mi-2021 (1,2 en juillet 2021) avant de s'éroder depuis (parité avec le dollar à la fin août).

Cours de l'euro/dollar



En 23 ans d'existence, l'euro n'a accru que marginalement son rôle en tant que monnaie de réserve, ce qui le fragilise. Au moment de sa création, l'euro représentait 19 % des réserves de change mondiale. Ce ratio a atteint 28 % en 2009 avant de se stabiliser à 20 % depuis 2015. Le poids du dollar est passé de 71 à 60 % de 1999 à 2021. Lors de son lancement, l'euro a pâti de la diminution de l'offre de monnaies qu'il a provoquée. Les investisseurs qui avaient le choix entre

plusieurs devises européennes n'en avaient plus qu'une. Dans le cadre de la politique de diversification, ils ont opté pour d'autres monnaies (pays émergents, Australie, Japon, Angleterre, etc.). Cet effet s'est depuis estompé.

Depuis 2015, les non-résidents de la zone euro ont continué à acquérir des actions européennes. Ils ont en revanche réduit leurs achats en obligations. Les résidents européens ont de leur côté accru leurs achats d'actifs à l'extérieur de la zone euro en privilégiant les États-Unis et les pays émergents d'où une dépréciation de l'euro. L'encours des obligations détenues par les non-résidents est passé de 45 à 38 % du PIB de la zone euro de 2015 à 2021 quand celui en actions est passé de 100 à 125 % du PIB. L'encours en obligations et actions détenues par les résidents est passé de son côté de 120 à 162 % du PIB de 2015 à 2021.

La faiblesse de l'euro est la conséquence d'un différentiel défavorable en matière de taux d'intérêt et d'anticipations économiques négatives. Elle est aussi le résultat des problèmes d'approvisionnement en énergie de l'Europe, de la disparition de l'excédent commercial de la zone euro, et de tensions internes qui pourraient se multiplier en cas de difficultés économiques ou politiques. Le processus de dépréciation de l'euro pourrait donc se poursuivre surtout si les non-résidents vendaient leurs actions en euros en cas de forte récession. *A contrario*, le durcissement de la politique monétaire devrait conduire en 2023 à un rééquilibrage des taux de part et d'autre de l'Atlantique. Les anticipations sont peut-être exagérément pessimistes pour l'Europe.

HORIZON LOINTAIN

L'EUROPE FACE AU BLACKOUT ENERGETIQUE

L'Europe doit faire face à une menace de pénurie énergétique et à une vague d'inflation, inédite depuis quarante ans, sur fond de reprise de l'épidémie de covid-19 et de sécheresse sur une grande partie du continent. Malgré la succession de crises, l'économie européenne demeure néanmoins relativement solide avec un taux de chômage de 6,6 %, ce qui signifie presque le retour au plein emploi. Le pouvoir d'achat des ménages ne se contracte que légèrement. Les salaires sont orientés à la hausse. La chute de la confiance des consommateurs n'a pas entraîné celle de la consommation. Le moral des chefs d'entreprise reste élevé.

En cette rentrée 2022, le marché de l'énergie est sous tension en Europe, même si le cours du baril de pétrole est retombé au-dessous de 100 dollars. La production d'électricité est devenue le problème numéro un de l'Union européenne. L'arrêt des livraisons de gaz russe et les problèmes des centrales nucléaires françaises ont provoqués une vive augmentation des contrats à terme pour l'électricité. En 2021, les contrats français et allemands d'électricité à un an se négociaient à environ 100 euros par mégawattheure quand ils ont dépassé, fin août, 1 000 euros. Ce prix est une indication de l'état du marché au printemps 2023 en cas de persistance des problèmes actuels. Le 5 septembre, la Russie a annoncé qu'elle fermerait son gazoduc Nord Stream tant que les sanctions occidentales seraient en place, entraînant une augmentation de 30 % du cours du gaz de 30 %. Ce cours a atteint l'équivalent de 400 dollars le baril de pétrole, contre 100 euros avant la guerre en Ukraine. La dépréciation de l'euro accentue la hausse des prix de l'énergie. Aux prix à terme actuels, les dépenses annuelles en électricité et en gaz des consommateurs et des entreprises de l'Union européenne pourraient atteindre 1 400 milliards d'euros, contre 200 milliards d'euros avant 2020, selon les experts de Morgan Stanley.

La crise énergétique a des répercussions de plus en plus importantes sur l'ensemble du continent européen. En Italie, des usines de gazéification de l'eau ont fermé, le coût du gaz étant devenu prohibitif. ArcelorMittal a décidé de fermer une usine à Brême en Allemagne. Il en est de même pour la verrerie de Duralex de La Chapelle-Saint-Mesmin (Loiret). Au Royaume-Uni, où aucun bouclier tarifaire n'avait été institué jusqu'à la nomination de Liz Truss, plus de 14 % des ménages n'acquittent plus leur facture énergétique. La Pologne et la République tchèque sont également exposées aux menaces de pénurie d'énergie.

Face à cette situation, la Commission européenne entend modifier le fonctionnement du marché de l'énergie et en particulier celui de l'électricité. Le prix du mégawattheure était jusqu'à maintenant déterminé par les coûts du producteur marginal, qui est souvent alimenté au gaz. La hausse du prix du gaz se répercute ainsi sur l'ensemble de la production d'électricité qu'elle soit d'origine renouvelable, nucléaire ou liée à l'utilisation d'hydrocarbures. Cette situation aboutit à la constitution de profits importants de la part de certaines entreprises énergétiques, profits que la Commission entend taxer de manière spécifique.

Pour compenser les effets de la hausse de l'énergie, tous les gouvernements européens, et désormais le Royaume-Uni, ont décidé de soutenir les ménages et les entreprises. L'Allemagne va dépenser 65 milliards d'euros supplémentaires, soit 1,8 % du PIB pour des mesures comprenant un plafonnement des prix pour une quantité de base d'électricité pour les ménages et les entreprises. Liz Truss, la nouvelle Première ministre britannique, a annoncé un plan de gel des prix pendant deux ans évalué à plus de 100 milliards de livres sterling (115 milliards d'euros), soit 4,3 % du PIB. En France, l'État consacrera plus de 30 milliards d'euros en 2022 pour le bouclier tarifaire et la ristourne sur les carburants. De nombreux pays atténuent la répercussion des prix de gros en réduisant considérablement les taxes. Treize États européens ont supprimé les droits sur le carburant, allant d'une remise de six centimes le litre en Grande-Bretagne à 30 centimes en France. Beaucoup ont également réduit les taux de TVA, dont les Pays-Bas et la Pologne. La Grèce couvre 94 % des hausses du prix de l'électricité auxquelles les ménages sont confrontés, une mesure qui devrait coûter près de 2 milliards d'euros au contribuable. L'État norvégien acquitte 90 % des factures d'électricité supérieures à 700 NkR (70 euros), soit environ la moitié du prix actuel) par mégawattheure jusqu'en mars 2023. La France a limité, jusqu'à la fin de l'année, l'augmentation des tarifs réglementés de l'électricité à 4 % et oblige EDF à vendre plus d'électricité à perte à ses concurrents. La Roumanie plafonne les factures de gaz et d'électricité jusqu'à certains niveaux de consommation. Le Portugal et l'Espagne financent une partie des coûts de carburant des centrales électriques. Les gouvernements multiplient les chèques en faveur des ménages. Les salariés allemands qui paient l'impôt sur le revenu devraient recevoir une allocation unique de 300 euros quand les familles bénéficieront d'une prime de 100 euros par enfant. Plus de 8 millions de ménages britanniques accéderont à une prime de 650 livres qui s'ajoute à un versement universel de 400 livres. Le Danemark, l'Italie et d'autres ont également réservé des transferts aux plus touchés. Au total, l'Europe, Royaume-Uni compris, dépensera plus de 450 milliards d'euros pour réduire les effets de la crise énergétique.

Les politiques de soutien des gouvernements génèrent néanmoins des effets pervers. Le plafonnement des prix favorise le maintien de la demande d'énergie. La consommation de gaz augmenterait en Espagne depuis l'introduction des ristournes. Il est surtout difficile de mettre un terme au bouclier par crainte d'une hausse brutale des prix. Pour autant, les États sont condamnés à intervenir. Les entreprises qui ont bien résisté à la crise sanitaire grâces aux aides publiques sont confrontées à des problèmes de production plus graves avec la guerre en Ukraine. Afin d'éviter l'effondrement en mode domino des compagnies d'électricité, certaines peuvent avoir besoin de lignes de crédit temporaires de l'État, comme les banques en ont bénéficié en 2008 lors de la crise financière. Pour éviter la multiplication des fermetures d'usines, les gouvernements pourraient être contraints de renouer avec la politique des prêts garantis. En Allemagne, toute l'industrie chimique, sidérurgique et de l'automobile est menacée.

Après l'épidémie de covid-19 qui a accru la dette publique de 20 points de PIB pour les États membres de l'OCDE, la guerre en Ukraine occasionne une nouvelle progression des dépenses publiques. Ces dernières ont comme conséquence le maintien des déficits publics autour de 5 points de PIB. Des déficits plus importants

en période d'inflation obligent les banques centrales à augmenter encore plus leurs taux directeurs, ce qui accroît par ricochet le coût de la dette. La politique de soutien global n'est pas tenable sur le long terme du fait de la dérive des finances publiques qu'elle entraîne. De plus en plus d'experts estiment que le recours aux prélèvements obligatoires est incontournable tant pour équilibrer les comptes publics que pour refroidir les économies. La taxation des bénéfices liés à l'énergie est devenue le fil rouge de l'été. En Europe, ces derniers pourraient atteindre près de 300 milliards d'euros. L'instauration de prélèvements exceptionnels nuit néanmoins à la neutralité fiscale et peut dissuader les entreprises d'investir. Les besoins financiers pour les énergies renouvelables, pour le stockage de l'énergie, comme les batteries, se chiffrent en milliers de milliards d'euros pour l'ensemble de l'Union européenne. Pour faire face à la crise, les entreprises énergétiques doivent investir dans de nouvelles infrastructures pour le gaz liquéfié et accélérer leurs programmes de développement des énergies renouvelables.

Le recentrage des aides sur les ménages modestes est avancé pour limiter la progression des dépenses publiques. Il permettrait au mécanisme de marché de freiner la demande, tout en soutenant les personnes les plus vulnérables. Selon le FMI, cette politique serait plus efficace que celle actuellement en vigueur. La deuxième priorité est d'augmenter l'offre. Les gouvernements multiplient les contrats avec des producteurs de gaz que ce soit l'Algérie ou le Qatar. L'amélioration des interconnexions gazières transfrontalières est également une nécessité. Après vingt ans de sous-investissement, les États sont contraints de rattraper leur retard même si la crise actuelle n'a pas totalement effacé les divisions au sein de l'Union européenne comme la traditionnelle hostilité de la France pour la réalisation d'un gazoduc en provenance de l'Espagne et qui rejoindrait l'Allemagne.

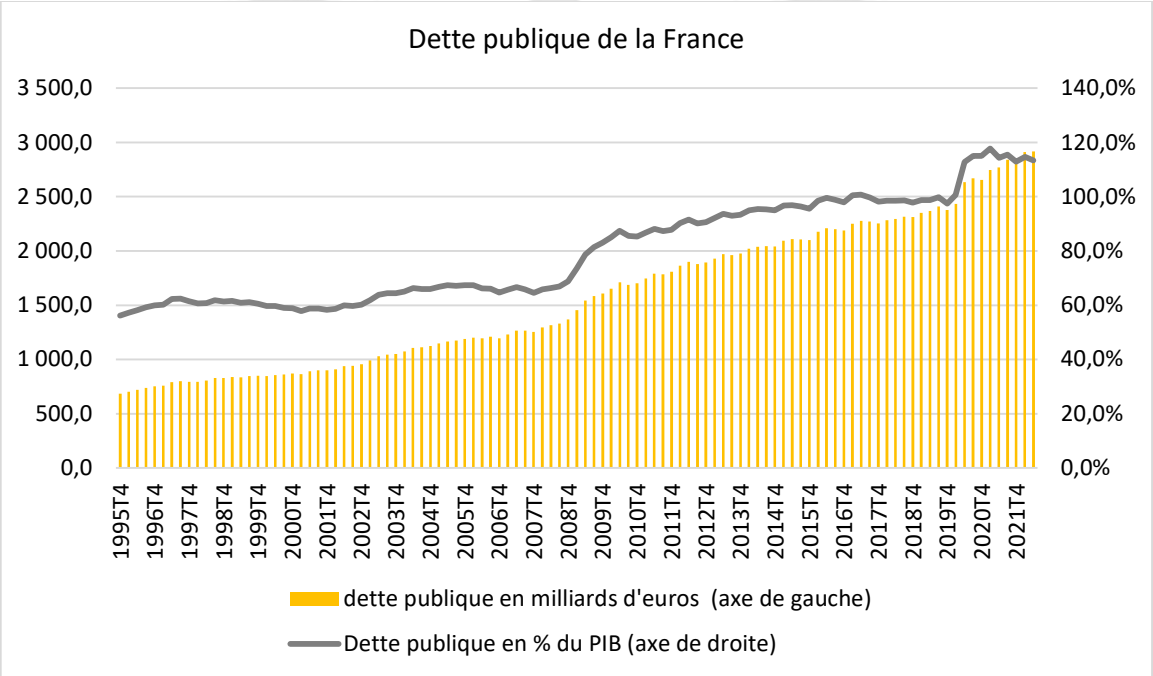
Cette crise devrait renforcer les institutions européennes. Le risque de pénurie souligne l'interdépendance énergétique sur le vieux continent. Avec l'arrêt de plus de la moitié de son parc nucléaire, la France a besoin de l'électricité allemande quand, de son côté, l'Allemagne souhaite avoir accès au gaz que la première a acheté. La Commission européenne entend réguler le marché de l'énergie et éviter que les États surendettés en soient privés. Elle a décidé d'utiliser son fonds de relance pandémique de 807 milliards d'euros pour venir en aide aux États membres. Ce fonds mis en place en 2021 n'a été utilisé pour le moment qu'à hauteur de 15 %. Les versements pour les projets énergétiques pourraient être accélérés et la Commission pourrait proposer des prêts à faible taux pour assurer le financement de mesures en faveur de la transition énergétique. La BCE s'est engagée de son côté à limiter les écarts de taux entre les États membres pour éviter une fragmentation de la zone euro.

POINTS DE REPÈRE

DETTE PUBLIQUE, LA BARRE DES 3 000 MILLIARDS D'EUROS SE RAPPROCHENT

À la fin du deuxième trimestre, la dette publique au sens de Maastricht s'établit à 2 916,8 milliards d'euros, après 2 910,7 milliards d'euros au premier trimestre, soit une augmentation de +6,2 milliards d'euros après +88,8 milliards d'euros au trimestre précédent. Exprimée en point de PIB, elle diminue à 113,3 % (après 114,7 %), en raison de la hausse du PIB en valeur. Contrairement au trimestre précédent, les administrations publiques ont puisé dans leur trésorerie (-48,0 milliards d'euros, après +51,1 milliards) pour subvenir à leur besoin de financement, si bien que la dette nette augmente substantiellement (+57,7 milliards d'euros, après +39,7 milliards).

Au deuxième trimestre 2022, la contribution de l'État à la dette publique augmente de 16,3 milliards d'euros. La dette nette de l'État augmente de 52,7 milliards d'euros. L'État puise dans sa trésorerie ce trimestre (-34,9 milliards d'euros) et Air France-KLM rembourse une partie de l'aide de l'État (-1,6 milliard d'euros). La contribution des administrations publiques locales à la dette publique s'accroît également (+2,7 milliards d'euros). Cette augmentation est principalement due à la Société du Grand Paris et à Île-de-France mobilité (respectivement +1,6 milliard d'euros et +1,0 milliard d'euros) en lien avec l'émission de titres de long terme (respectivement +1,8 milliard d'euros et +1,5 milliard d'euros).



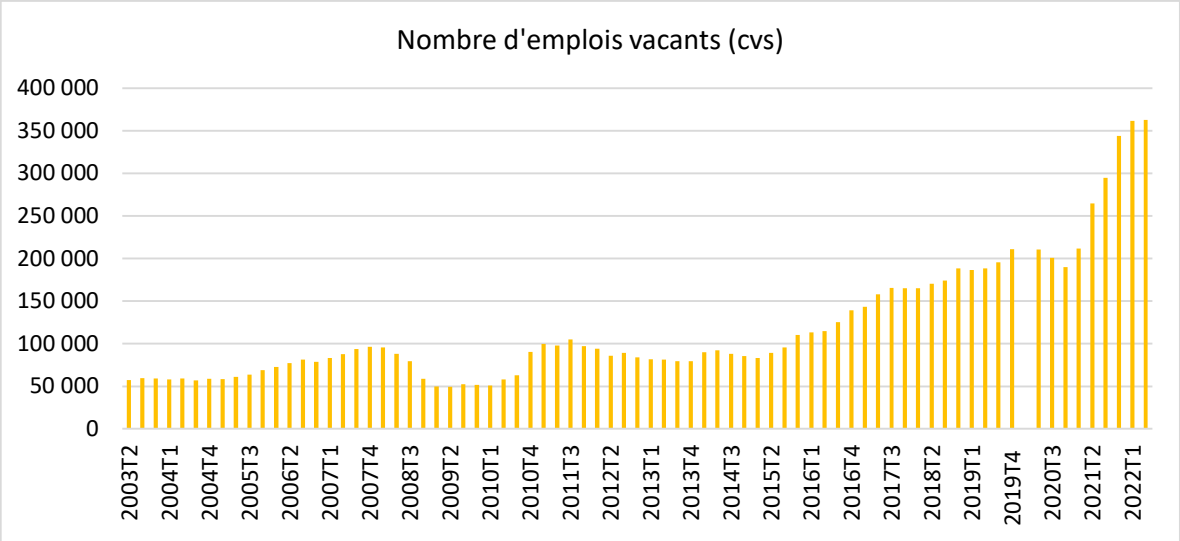
Cercle de l'Épargne – données INSEE

EMPLOIS VACANTS, UN PROBLEME QUI S'INSTALLE

Selon la Banque de France, l'encours des Selon la DARES, la France comptait 362 800 emplois vacants au deuxième trimestre. Ce nombre reste stable par rapport au trimestre précédent. Le taux d'emplois vacants s'élève à 2,4 % et est stable sur le trimestre. Il progresse de 0,6 point sur l'année. Le nombre d'emplois vacants augmente nettement dans l'industrie (+13 %), mais il recule dans le tertiaire non marchand (-5 %), la construction (-4 %) et le tertiaire marchand (-1 %).

Par rapport à la situation prévalant avant la crise sanitaire (au quatrième trimestre 2019), le nombre d'emplois vacants augmente très fortement (+72 %) et de façon généralisée à tous les secteurs : +99 % dans l'industrie, +76 % dans le tertiaire non marchand, +66 % dans le tertiaire marchand et +54 % dans la construction.

Entre le premier et deuxième trimestre 2022, le taux d'emplois vacants continue d'augmenter dans l'industrie (+0,2 point). En revanche, il se replie dans le tertiaire non marchand (-0,2 point) et la construction (-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, +0,7 point dans l'industrie, +0,6 point dans le tertiaire marchand, +0,3 point dans la construction.



Cercle de l'Épargne – données DARES

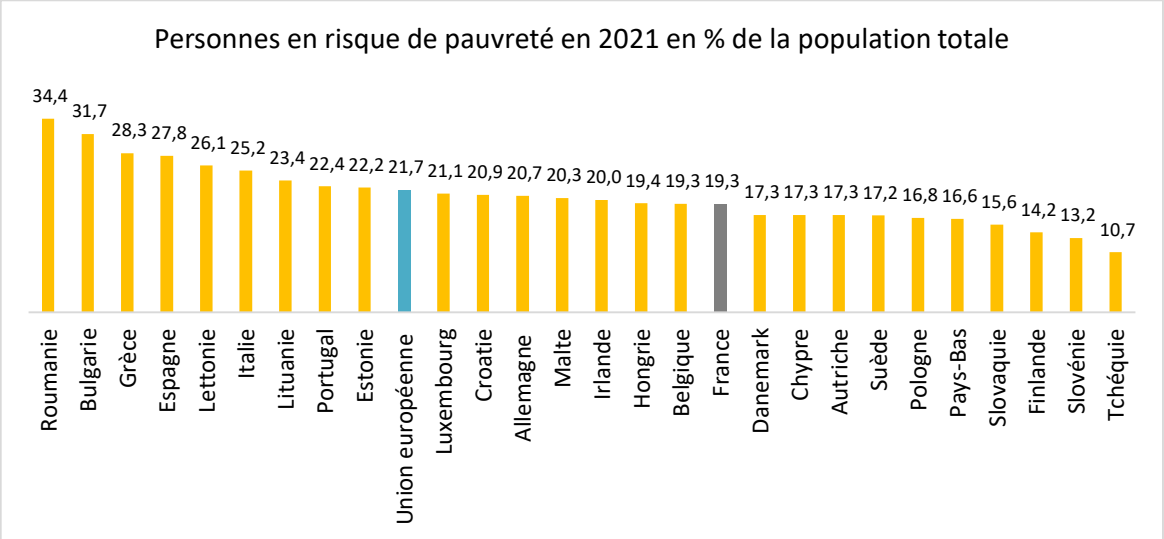
PLUS DE 20 % DES EUROPEENS EN SITUATION DE PAUVRETE

En 2021, 95,4 millions de personnes dans l'Union européenne, soit 21,7 % de la population, étaient menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale, c'est-à-dire vivaient dans des ménages confrontés à au moins l'un des trois risques de pauvreté et d'exclusion sociale (risque de pauvreté, risques matériels et défavorisation sociale et/ou vivant dans un ménage à très faible intensité de travail). Il s'agit d'une légère augmentation par rapport à 2020 (94,8 millions, 21,6 % de la population).

Parmi les 95,4 millions de personnes dans l'Union exposées au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, quelque 5,9 millions (1,3 % de la population totale) vivaient dans des ménages confrontés simultanément aux trois risques de pauvreté et d'exclusion sociale.

En 2021, 73,7 millions de personnes dans l'Union étaient menacées de pauvreté, tandis que 27,0 millions étaient gravement démunies matériellement et socialement, et 29,3 millions vivaient dans un ménage à faible intensité de travail.

Le risque de pauvreté ou d'exclusion sociale variait d'un État membre à l'autre. Les proportions les plus élevées de personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale ont été enregistrées en Roumanie (34 %), en Bulgarie (32 %), en Grèce et en Espagne (chacun 28 %). En revanche, les proportions les plus faibles de personnes menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale ont été enregistrées en Tchéquie (11 %), en Slovénie (13 %) et en Finlande (14 %).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2021 PIB par tête en 2021 En euros	2 474 36 379	3 549 42 666	1 775 29 878	1 191 25 008	12 172 35 438
Croissance du PIB 2021 en % 2e trimestre 2022	+7,0 +0,5	+2,7 +0,0	+6,5 +1,0	+5 +1,1	+5,2 +0,6
Inflation En % - septembre 2022	6,2	10,9	9,5	9,3	10,0
Taux de chômage En % - août 2022	7,3	3,0	7,8	12,4	6,6
Durée annuelle du Travail (2021)	1458,7	1341,4	1663,4	1641,1	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Dépenses publiques En % du PIB 2021	59,4	51,5	55,5	50,6	52,5
Solde public En % du PIB 2021	-6,5	-3,7	-7,2	-6,9	-5,1
Dette publique En % du PIB 2021	113,3	69,3	150,8	118,4	97,5
Balance des paiements courants En % du PIB – juil. 2022	-0,5	+5,0	+0,1	+0,7	+0,5
Échanges de biens En % du PIB -juil. 2022	-5,0	+2,5	-0,4	-4,6	-1,7
Parts de marché à l'exportation En % 2021 Variation 1999 -2021 en %	2,7 -55,4	7,4 -26,6	2,8 -39,3	1,7 -16,0	24,7 -28,3

Cercle de l'Épargne - sources : Eurostat -INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	Résultats – septembre 2022
CAC au 31 décembre 2021	**7 153,03**
CAC au 30 septembre 2022	5 762,34
Évolution en septembre 2022	**-7,39 %**
Évolution sur 12 mois	-12,17 %
Daxx au 31 décembre 2021	**15 884,86**
DAXX au 30 septembre 2022	12 114,36
Évolution en septembre 2022	**-6,04 %**
Évolution sur 12 mois	-21,16 %
Footsie au 31 décembre 2021	**7 384,54**
Footsie au 30 septembre 2022	6 893,81
Évolution en septembre 2022	**-7,18 %**
Évolution sur 12 mois	-3,02 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	**4 298,41**
Eurostoxx au 30 septembre 2022	3 318,20
Évolution en septembre 2022	**-7,07 %**
Évolution sur 12 mois	-18,68 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	**36 338,30**
Dow Jones au 30 septembre 2022	28 725,51
Évolution en septembre 2022	**-10,41 %**
Évolution sur 12 mois	-16,47 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	**15 644,97**
Nasdaq au 30 septembre 2022	10 575,62
Évolution en septembre 2022	**-12,00 %**
Évolution sur 12 mois	-27,13 %
Nikkei au 31 décembre 2021	**28 791,71**
Nikkei au 30 septembre 2022	25 937,21
Évolution en septembre 2022	**-6,96 %**
Évolution sur 12 mois	-12,21 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	**3 639,78**
Shanghai Composite au 30 septembre 2022	3 024,39
Évolution en septembre 2022	**-5,76 %**
Évolution sur 12 mois s	-14,77 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	**1,1378**
Parité au 30 septembre 2022	0,9787
Évolution en septembre 2022	**-2,04 %**
Évolution sur 12 mois	-15,64 %
Once d'or au 31 décembre 2022	**1 825,350**
Once d'or au 30 septembre 2022	1 671,500
Évolution en septembre 2022	**-3,76 %**
Évolution sur 12 mois	-3,12 %
Pétrole au 31 décembre 2021	**78,140**
Pétrole au 30 septembre 2022	86,660
Évolution en septembre 2022	**-17,39 %**
Évolution sur 12 mois	+12,24 %

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