



LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« Il faut que tout change pour que rien ne change »	2
HORIZON FRANCE.....	3
La consommation, c'est bien, la production aussi !	3
Pourquoi l'industrie française a-t-elle lâché prise face à celle de l'Allemagne ?	5
HORIZON EXTÉRIEUR.....	8
La Russie, la résilience à l'épreuve.....	8
Chine, quand la realpolitik s'impose.....	9
Variations monétaires de part et d'autre de l'Atlantique.....	11
HORIZON FINANCE.....	12
Marchés, le temps change !.....	12
HORIZON LOINTAIN	14
L'industrie lourde face au défi carbone	14
POINTS DE REPÈRE	16
Les entreprises s'équipent en s'endettant.....	16
Immobilier, les prix continuent à augmenter malgré la hausse des taux !	17
Plus de 20 % des Européens en situation de pauvreté.....	18
Les statistiques économiques.....	19
Tableau de bord des marchés financiers.....	20

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« IL FAUT QUE TOUT CHANGE POUR QUE RIEN NE CHANGE »

L'économie mondiale serait au bord de la récession pour la deuxième fois en moins de cinq ans. L'Europe est menacée de pénurie énergétique. De nombreux pays émergents risquent de ne pas avoir accès à des produits agricoles de base. La hausse des taux d'intérêt mise en œuvre en même temps par un grand nombre de banques centrales pourrait déstabiliser l'ensemble de la sphère financière. La transition énergétique met sous tension économique et sociale de nombreux pays. Depuis la Seconde Guerre mondiale, jamais les populations ne s'étaient retrouvées à devoir relever en même temps de tels défis. Or, dans ce contexte « révolutionnaire », les instances de coordination internationale sont étrangement silencieuses. Le G7, le G20, l'ONU, le FMI, la Banque mondiale semblent paralysés par la hauteur des barres à franchir. Lors de la crise des subprimes de 2008/2009, le G20 avait réussi à imposer à la communauté internationale des mesures efficaces pour éviter une implosion du système financier. Depuis le début de l'épidémie de covid-19, rien de tel. Les États-Unis, moins hégémoniques que dans le passé, fragilisés par une série de guerres, sont enclins à pratiquer l'interventionnisme à minima et de privilégier la défense de leurs intérêts.

L'Europe, malgré le succès relatif du plan de relance qui portait sur 750 milliards d'euros, peine à se structurer pour répondre à la crise énergétique. Les dissensions se multiplient entre États membres ; entre l'Allemagne qui est de loin la première puissance européenne, les États du Sud endettés et les États de l'Est exposés à la menace russe. Le temps des couples de Gaulle/Adenauer, Giscard d'Estaing/Schmidt ou Mitterrand/Kohl paraît lointain. La France a régressé sur le plan économique et diplomatique, le verbe ne suffisant plus à masquer les failles et les faiblesses. Face aux États-Unis, face à la Chine, face à la Russie, combien de légions, militaires mais également économiques et financières disposent l'Union européenne ? La réduction des gaz à effet de serre à l'échelle de l'isthme asiatique ne saurait constituer l'alpha et l'oméga d'une politique pour l'Union européenne dans un monde en pleine mutation. Sur les terrains de la finance, des échanges, des innovations, de la santé, des relations internationales, une coordination, une coordination poussée couplée à une vision est nécessaire. Elle exige des acteurs forts et reconnus sachant s'affranchir du passé. Aujourd'hui, le plus petit dénominateur commun est, en Europe comme au niveau mondial, le statu quo. Or quand tout change, il est fort à parier que contrairement à la formule du film « *Le Guépard* », l'immobilisme est intenable.

*Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

LA CONSOMMATION, C'EST BIEN, LA PRODUCTION AUSSI !

En France, les pouvoirs publics privilégient le soutien aux consommateurs à travers l'attribution d'importantes prestations sociales et l'application de mesures ciblées en vue de maintenir leur pouvoir d'achat. Cette priorité donnée aux consommateurs prend également la forme d'une préférence accordée aux distributeurs par rapport aux producteurs. Cette situation a accentué les délocalisations qui permettent une baisse des prix des produits consommés en France et un coût élevé du travail peu qualifié. Cette politique favorable en France aux consommateurs, aux ménages, conduit à une dégradation des conditions de l'offre de biens et services, d'où la détérioration du commerce extérieur, les pertes de parts de marché pour l'industrie, la faiblesse du taux d'emploi et un taux de chômage des salariés peu qualifiés élevé par rapport à celui constaté chez nos principaux partenaires économiques

Le biais pro-ménages en France se traduit par l'importance des dépenses sociales qui représentent un tiers du PIB, soit six points de plus que la moyenne de la zone euro. Les seules prestations sociales s'élèvent à 28 % du PIB, contre 22 % en moyenne dans la zone euro. Les inégalités sociales après redistribution sont parmi les plus faibles d'Europe. Le rapport entre les 10 % les plus pauvres et les 10 % les plus riches, toujours après redistribution, est de 3,5. Il est relativement stable dans la durée. Pour améliorer le pouvoir d'achat des ménages, les gouvernements en France ont institué une prime dite d'activité qui prend la forme d'un

complément de revenu créé en 2016 et dont les conditions d'accès ont été élargies lors de la crise des « gilets jaunes » en 2019. L'attribution de cette prime est conditionnée par un niveau de ressources qui ne doit pas excéder 1,5 SMIC pour un célibataire. Le montant reçu est en moyenne de 185 euros par mois. Le barème est fonction de la situation maritale, du nombre d'enfants à charge et des autres allocations perçues. Le nombre d'allocataires était, en juin 2022, de 4 607 400 et le coût pour les finances publiques de 10 milliards d'euros. Ces politiques sociales de grande taille sont financées en France par une pression fiscale forte sur les entreprises. Les impôts de production, les impôts sur les profits et les cotisations sociales représentent 18 % du PIB en France contre 12 % pour la zone euro (sans la France).

Dès les débuts de la guerre en Ukraine, les pouvoirs publics ont mis en place, en France, un plafonnement des prix de l'énergie pour les ménages, plus favorable que dans les autres pays européens quand les entreprises ne perçoivent pas pour l'instant d'aides d'une même ampleur. Ces mesures de soutien ont permis de limiter de moitié l'augmentation globale des prix. Pour les consommateurs, la prise en charge dépasse 80 %. En France, la politique de la concurrence pénalise les producteurs et favorise les distributeurs qui compriment les marges bénéficiaires des premiers au profit des consommateurs. Les grands distributeurs contrôlent une part importante du commerce, ce qui leur permet d'imposer des tarifs faibles aux producteurs qui sont contraints de les

accepter pour ne pas être déréférencé. Cette préférence donnée aux consommateurs a conduit les producteurs à privilégier les délocalisations pour réduire leurs coûts. De 2002 à 2022, le montant des importations en produits manufacturiers mesuré par rapport à la valeur ajoutée manufacturière a été multiplié par deux. Ces délocalisations s'expliquent en partie par le coût élevé des salaires en prenant en compte les cotisations sociales pour les emplois à faible qualification. Le salaire minimum représente en France 60 % du salaire médian contre 50 % en Espagne ou en Allemagne. Les salaires se concentrent en France entre le SMIC et le salaire médian. Ils sont relativement faibles par rapport à l'Allemagne et les autres pays d'Europe du Nord mais ils sont élevés en intégrant les cotisations et cela d'autant plus que la France se caractérise par un nombre élevé d'emplois non qualifiés dans le secteur tertiaire. L'emploi dans l'industrie ne représente plus que 9 % de l'emploi total contre près de 20 % en Allemagne.

L'avantage donné à la consommation a pour conséquence une importante dégradation du solde du commerce extérieur de la France. Le déficit a atteint plus de 120 milliards d'euros au courant de l'année 2022. La France est un pays européen qui a connu les plus

fortes pertes de marché depuis 1999, -55 %. Depuis 2002, les exportations françaises en volume ne se sont accrues que de 40 % contre +140 % pour la zone euro (sans la France) et +120 % pour l'Allemagne. La désindustrialisation et le poids élevé des charges sociales pesant sur les entreprises françaises conduisent à un faible taux d'emploi. Il est de 67 % en France, contre 70 % en zone euro (hors France) et 77 % en Allemagne. En 2002, le taux d'emploi de la France était voisin de celui de l'Allemagne. Autre conséquence, le taux de chômage des salariés peu qualifiés est deux fois plus important en France qu'en Allemagne.

Depuis une quarantaine d'années, la France a mis en place une politique économique favorable aux salariés, aux ménages et aux consommateurs. Les conséquences logiques de cette politique ont été la dégradation des conditions de l'offre avec à la clef une détérioration du commerce extérieur, une désindustrialisation et un faible taux d'emploi. En outre, les salaires nets proposés aux salariés sont plus faibles du fait de la désindustrialisation ; l'écart avec l'Allemagne est de 20 %. La priorité devrait être donnée à la montée en gamme, à la maîtrise des dépenses publiques et des prélèvements obligatoires, ainsi qu'à l'augmentation des dépenses de formation.

POURQUOI L'INDUSTRIE FRANÇAISE A-T-ELLE LACHE PRISE FACE A CELLE DE L'ALLEMAGNE ?

La divergence économique entre la France et l'Allemagne date du début du siècle. La première a connu une accélération de sa désindustrialisation amorcée au moment du premier choc pétrolier quand la seconde a réussi à conforter ses positions industrielles. Positionnée sur le haut de gamme, dégageant des marges importantes, l'industrie allemande est au cœur du système économique permettant une croissance du PIB par habitant. La France s'est transformée en pays de services essentiellement domestiques avec des emplois à faible rémunération, ce qui conduit à une stagnation voire à une baisse du PIB par habitant.

En Allemagne, une politique de l'offre industrielle a été privilégiée. Contrairement à une idée reçue, le modèle allemand ne repose pas sur un prix bas de l'énergie. Il a été financé par les ménages à travers des salaires bas dans les services à l'industrie et une fiscalité favorable aux entreprises industrielles. Des externalisations de segments des chaînes de valeur et des délocalisations massives dans les pays à coûts salariaux faibles ont été réalisées mais avec comme objectif d'améliorer la compétitivité et les parts de marché de l'Allemagne. La hausse et l'adaptation des qualifications aux besoins de l'industrie illustrent également les choix opérés par l'Allemagne.

La France, au contraire, a privilégié une politique de la demande et de réduction des inégalités. Elle a ainsi préféré le soutien du pouvoir d'achat des ménages et la réduction des inégalités de revenu ; deux objectifs financés par la taxation des entreprises. La France

se caractérise également par une politique de retraite généreuse, financée en partie par les cotisations des entreprises.

Au bout de 30 ans, le pays qui utilise une politique de l'offre industrielle conserve une industrie de grande taille ; le pays qui a préféré une politique de la demande et de réduction des inégalités a subi un grand amaigrissement de son industrie.

Le poids de l'industrie est plus de deux fois plus important aujourd'hui en Allemagne qu'en France avec un écart similaire entre les poids de l'emploi dans l'industrie. La valeur ajoutée de l'industrie en Allemagne représente 20 % du PIB, contre 9 % en France. La proportion de l'emploi manufacturier dans l'emploi total est de 16 % en Allemagne contre 8,5 % en France. L'écart est passé de 65 % à 95 % de 1995 à 2022. La désindustrialisation de la France génère un problème réel de revenus. Les emplois dans l'industrie, plus qualifiés, sont également mieux payés que dans les autres secteurs. Le salaire annuel par tête est de 42 000 euros dans l'industrie, contre 35 000 pour celui des autres domaines d'activité.

Jusqu'en 2003, La France avait une balance industrielle positive. Renault pouvait s'enorgueillir d'être le premier constructeur étranger en termes de ventes en Allemagne. Depuis, le solde industriel est devenu constamment négatif à la différence de l'Allemagne qui a accumulé des excédents.

Depuis le début du siècle, de part et d'autre du Rhin, la politique

économique a sensiblement différé, les Allemands privilégiant une politique de l'offre quand les Français ont opté pour un soutien de la demande finale.

Le prix de l'énergie ne permet pas d'expliquer la compétitivité de l'industrie allemande. Même si à la différence de la France, les industriels outre-Rhin sont favorisés par rapport aux consommateurs, ils supportent des prix plus élevés que leurs homologues français. Le choix d'un mix énergétique reposant sur la triade charbon/fuel/gaz a débouché sur une énergie chère. L'écart qui s'accroît depuis 1995 a atteint 10 centimes d'euros pour 1 kilowatt.

Un des facteurs qui contribue à la compétitivité de l'industrie allemande est la différence de salaires avec les services. Le salaire horaire par tête dans les services marchands est inférieur à celui de l'industrie de 33 % quand cet écart n'est que de 14 % en France. Les entreprises industrielles qui consomment une forte quantité de services réduisent ainsi leurs coûts de production. La fiscalité constitue un autre facteur favorable à l'industrie allemande.

En France, le niveau des prélèvements obligatoires est supérieur de 4 à 5 points de PIB à celui de l'Allemagne. Cet écart permet de financer des prestations sociales qui réduisent les inégalités et contribuent à la hausse de la demande. Cette politique redistributive, en France, se traduit par un poids plus élevé des impôts de production et des cotisations sociales, ce qui réduit la compétitivité de l'industrie et l'attractivité de la France pour l'industrie. Les cotisations sociales et les impôts sur la production représentent 14 % du PIB en France, contre 8 % en Allemagne.

De part et d'autre du Rhin, les politiques de délocalisations ont été différentes. Les entreprises industrielles allemandes ont externalisé des segments de chaînes de valeur à faible valeur ajoutée tout en conservant l'assemblage dans leur pays. L'Allemagne importe deux fois plus de biens intermédiaires industriels. Ces derniers proviennent de pays à faibles coûts salariaux d'Europe de l'Est ou d'Asie. Les entreprises françaises ont, de leur côté, délocalisé l'ensemble de leurs chaînes de production. Les premières ont constamment monté en gamme quand les secondes sont restées sur le créneau de la gamme moyenne voire du low-cost. Le succès de Renault, une des entreprises françaises qui a le plus recouru aux délocalisations ces dernières années, est avant tout celui de Dacia, sa filiale produisant en Roumanie des voitures low-cost. La France a, de ce fait, perdu des parts de marché. Si en 1995, les exportations représentaient 20 % du PIB en Allemagne comme en France, elles s'élèvent respectivement à 50 et à 30 % en 2021.

La désindustrialisation s'est accompagnée en France d'une baisse des compétences comme le souligne les enquêtes PIAAC et PISA de l'OCDE. L'Allemagne qui avait connu également une diminution de son niveau de compétences au moment de la réunification a rattrapé son retard à partir du début des années 2000.

La France souffre d'un réel déficit d'ingénieurs et de techniciens. En France, les diplômés de l'enseignement supérieur se concentrent dans les secteurs de la protection sociale, du droit, du commerce et de l'administration quand en Allemagne, ils sont plus nombreux dans les domaines

de l'ingénierie et des sciences industrielles.

Les gouvernements français ont fait le choix, dès les années 1970, de favoriser le pouvoir d'achat, en jouant sur les prestations sociales. Ainsi, la France se caractérise par des dépenses de retraites élevées (14 % du PIB, contre 10 % en Allemagne), sachant que l'espérance de vie à la retraite en France est la plus élevée de l'OCDE. Le taux d'emploi des 60/64 ans en France est particulièrement faible, autour de 36 % contre 60 % en Allemagne.

En ayant favorisé la consommation, implicitement ou explicitement, les pouvoirs publics ont favorisé les délocalisations. Pour inverser ce processus, la valorisation des filières scientifiques est une nécessité. Il convient également que l'industrie soit mieux considérée de toutes et de tous. Les communes devraient accepter plus facilement l'installation d'usines industrielles sur leur territoire, sachant qu'en règle générale, les emplois proposés sont mieux rémunérés que ceux du secteur tertiaire.



HORIZON EXTÉRIEUR

LA RUSSIE, LA RESILIENCE A L'ÉPREUVE

L'économie de la Russie ne s'est pas effondrée en grande partie grâce aux recettes issues du gaz et du pétrole. Faisant face à des embargos comptant parmi le plus sévères de ces deux cents dernières années, dans un système qui s'est entre temps mondialisé, le pays commence cependant à souffrir économiquement.

Au-delà des embargos croisés, la Russie maintient un niveau élevé de recettes pour ses exportations de pétrole, de gaz naturel, et de charbon grâce à l'augmentation des cours sur les marchés mondiaux. Les exportations de pétrole ont diminué de près de deux millions de baril jour mais le prix du baril est passé de 60 à plus de 90 dollars. Les flux de gaz vers l'Europe qui atteignaient, 400 millions de mètres cubes par jour avant le déclenchement de la guerre en Ukraine, ne dépassent plus 90 millions mais, depuis le mois de février 2021, le prix du mégawattheure de gaz est passé de 30 à 90 euros (fin septembre) après avoir atteint plus de 300 au cœur de l'été. Les recettes d'exportations d'énergie annualisées de la Russie sont ainsi passées de 250 milliards de dollars à 330 milliards de dollars entre 2019, avant l'épidémie de covid-19, et septembre 2022. Elles ont retrouvé leur niveau d'avant 2015, année marquée par la baisse des cours en lien avec l'essor du pétrole de schiste et une crise en Russie.

Si la Russie engrange des recettes d'exportations, elle souffre de son incapacité à importer de nombreux produits occidentaux en particulier technologiques. Le commerce international du pays a profondément

évolué. Les importations sont passées de 350 milliards de dollars en rythme annuel à 200 milliards de dollars de fin décembre 2020 à septembre 2022. Grâce aux recettes d'exportations, l'excédent commercial atteint plus de 400 milliards de dollars, preuve que le pays ne manque pas de clients. Néanmoins cet excédent est difficilement mobilisable pour acquérir des biens intermédiaires indispensables à la production.

Le départ des entreprises occidentales, l'embargo sur les produits technologiques (notamment les semi-conducteurs) conduisent à un recul important de la production dans certains secteurs. Celle de l'industrie automobile a chuté de 30 % depuis le mois de mars. Les productions agro-alimentaires et chimiques résistent néanmoins assez bien.

Dans ce contexte, le PIB devrait reculer de 4 à 8 points cette année, sur fond d'inflation en hausse, entre 10 et 15 %. La consommation des ménages pourrait, de son côté, se contracter de 10 % tant par manque de biens qu'en raison de la hausse des prix.

La Russie ne s'est pas effondrée en raison du maintien de ses recettes d'exportations. Que ce soit en Russie ou en Europe, 2023 pourrait être plus compliquée. Les besoins en équipements d'un côté et en énergie de l'autre pèseront sur la croissance. Les États concernés seront amenés à chercher de nouveaux clients et fournisseurs.

CHINE, QUAND LA REALPOLITIK S'IMPOSE

En 1978, Deng Xiaoping avait décidé d'ouvrir la Chine au monde pour sortir du sous-développement. Quarante-quatre ans après, ce pays est devenu la seconde puissance économique mondiale. Xi Jinping a l'espoir que la Chine devienne la première puissance en 2049 pour le centenaire de l'arrivée au pouvoir des communistes. Depuis une dizaine d'années, une inflexion de plus en plus marquée s'est produite. Le régime est devenu plus autoritaire, la surveillance s'est accentuée. La censure s'est durcie. Les cellules du parti sont de plus en plus présentes dans les entreprises privées.

De l'ouverture à la fermeture

L'épidémie de covid donne lieu à une multiplication des contrôles rendus possibles par l'usage des nouvelles technologies. Les autorités traitent chaque personne contaminée comme un délinquant, comme une personne menaçant l'ordre social du pays. Les applications obligatoires de suivi des mouvements détectent quand les citoyens se sont trouvés à proximité d'une personne infectée, puis les interdisent d'accéder aux espaces publics. Pékin est ainsi devenue difficile d'accès, le pouvoir craignant une épidémie de grande ampleur dans la capitale du pays. Aucun assouplissement est à attendre. Même si le problème est nié, la vaccination de la population a été un échec. Le vaccin chinois se révèle de mauvaise qualité. Or, il est impensable que le pays ait recours à des vaccins étrangers. Faute de moyens logistiques, les autorités sont de toute façon à la peine pour vacciner en grand nombre les Chinois.

La toile chinoise face à un Occident hésitant

Malgré ses déboires avec sa politique de zéro covid, le gouvernement chinois continue de tisser sa toile au-delà des frontières. Sur le terrain des relations diplomatiques, la Chine tend à prendre le contrôle des instances internationales afin d'infléchir leur politique en sa faveur. Elle multiplie également les accords bilatéraux. Son poids économique facilite la conclusion d'accords avec des pays en développement qui ne veulent pas ou plus subir les reproches des Occidentaux en ce qui concerne le respect des droits de l'Homme. La Chine ne se préoccupe pas de ses questions, ce qui lui permet de tisser des liens avec des États qui la soutiennent au sein des organisations internationales. Le Président Xi Jinping défend, par ailleurs, l'idée d'un nouvel ordre international, moins dominé par les États-Unis et leurs alliés. Ces derniers doivent faire face à un concurrent disposant d'une puissance économique importante et dont le déploiement est centralisé. En la matière, les précédents sont rares et ne sont pas glorieux (l'Allemagne au temps du III^e Reich). La Chine, même si elle n'a pas totalement rattrapé son retard technologie, possède, dans certains secteurs, un avantage comparatif de premier ordre. Elle est aujourd'hui incontournable pour la 5G et les batteries. Xi Jinping a promis de faire de son pays le champion incontesté de la haute technologie pour 2029. C'est pourquoi les gouvernements occidentaux traitent désormais l'innovation chinoise comme une question de sécurité nationale. Les États-Unis comme l'Union européenne ont décidé de réagir face aux risques de

dépendance en matière de microprocesseurs en facilitant la création d'usines sur leurs territoires respectifs. Le 7 octobre dernier, Joe Biden a décidé d'interdire la vente de puces haut de gamme à la Chine tant par les entreprises américaines que par les entreprises étrangères utilisant des brevets américains.

La tentation protectionniste, la plus mauvaise des solutions

La tentation du protectionnisme est un aveu de faiblesse et est une source de déclin économique. La Chine a commencé sa descente aux enfers à partir du XIV^e siècle quand ses empereurs ont pris des mesures pour limiter les échanges. La fragmentation du monde en plusieurs grandes zones économiques ralentira la croissance dans les prochaines années. Cette tentation du repli sur soi n'est pas spécifique à l'Occident. Les autorités chinoises convaincues de la supériorité de leur modèle demandent à leurs savants de moins participer à des congrès à l'étranger. Au nom du zéro-covid mais surtout au nom d'un contrôle de plus en plus important de la population, les déplacements à l'intérieur et à l'extérieur du pays des universitaires, des experts et des chercheurs chinois sont fortement encadrés. Le nombre d'expatriés européens en Chine a diminué de moitié en cinq ans. Une Chine moins ouverte sera moins dynamique et moins créative. Les partenariats économiques sont de plus en plus difficiles à réaliser.

Les entreprises étrangères doivent rendre accessibles à l'État qui possède souvent leurs principaux concurrents, les données sensibles qu'elles envoient à l'étranger. Cette pratique empêche la réalisation de la recherche en Chine par des étrangers. À l'international, si la Chine est peu regardante en matière de droits de l'Homme, elle exige de ses alliés un alignement complet au niveau des instances internationales ce qui est de plus en plus mal vécu. Par ailleurs, les prêts effectués par la Chine auprès des États en développement sont souvent assortis de conditions pouvant mettre en danger la souveraineté de ces derniers. En cas d'impayés, les Chinois peuvent ainsi prendre le contrôle complet des infrastructures ou des gisements.

Les États occidentaux doivent sans nul doute avoir une politique réaliste face à la Chine en veillant au respect des règles de l'Organisation Mondiale du Commerce. En revanche, ils auraient tort d'entrer dans un cycle protectionniste dont ils seraient les premiers perdants. Ils ont tout intérêt à affirmer la force de leur système économique et politique en continuant d'accueillir des étudiants et des chercheurs chinois. Maintenir une dépendance croisée est sans nul doute préférable à une indépendance de façade qui pourrait déboucher sur un conflit. Tant que la Chine dépend des Occidentaux, elle devra refréner ses ardeurs de conquête de Taiwan.

VARIATIONS MONÉTAIRES DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

La Réserve Fédérale des États-Unis, épaulée par une politique budgétaire restrictive, affiche un objectif de réduction rapide de l'inflation. En Europe, la situation est légèrement différente. La Banque Centrale Européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre mènent une politique monétaire peu restrictive dans un contexte budgétaire expansionniste. De manière plus ou moins implicite, le message est que la réduction de l'inflation exige du temps et que l'atterrissage en douceur est privilégié.

Depuis le milieu du printemps, aux États-Unis, la Réserve Fédérale a décidé de ramener l'inflation vers l'objectif d'inflation de 2 %. Pour cela, elle a annoncé qu'elle réalisera autant que nécessaire des augmentations de taux avec, en outre, une réduction de son bilan. Par ailleurs, l'État fédéral entend également réduire son déficit public. Ce dernier devrait passer de 15 à 4 % du PIB de 2020 à 2023. Les investisseurs parient sur un respect de l'objectif dès l'année prochaine.

En Europe, le soutien massif aux ménages et aux entreprises conduit au maintien de déficits publics élevés qui alimentent l'inflation. Il s'élèvent à 5 % du PIB en zone euro et à plus de 7 % au Royaume-Uni. Les Banques Centrales ne remontent que lentement et faiblement leurs taux d'intérêt afin d'éviter une récession et de mettre sous tension les dettes publiques. Les taux directeurs de la BCE (fourchette 0,75 à 1,5 %) sont extrêmement faibles par

rapport à une inflation qui s'élève à 9 % et qui atteint plus de 25 % au sein des Pays Baltes. Il en est de même pour la Banque d'Angleterre dont le principal taux directeur est de 1,75 % pour une inflation de près de 10 %. Dans les années 1980, pour endiguer la vague inflationniste, les banques centrales optaient pour des taux autour de 7 %, voire plus en tant que besoin. Il n'est donc pas surprenant que les anticipations d'inflation à un ou deux ans demeurent élevées en Europe.

La faible réaction des banques centrales européennes induit une dépréciation de l'euro et de la livre sterling par rapport au dollar, ce qui alimente également l'inflation, le prix des importations et notamment celles d'énergie.

Les banques centrales européennes parient sur une décre de l'inflation non pas par les taux qui sont, en termes réels à des niveaux historiquement bas, mais par une baisse des prix des matières premières et de l'énergie. Si ces derniers tardent à diminuer, l'inflation pourrait s'installer en Europe rendant son éviction difficile. Les autorités européennes ont peut-être, implicitement ou non, décidé d'avoir un peu plus d'inflation pour faciliter la résorption des dettes publiques et pour opérer des arbitrages au sein des dépenses publiques. L'inflation peut entraîner une érosion des prestations sociales et en particulier des pensions de retraite au moment où les États européens sont confrontés au problème du vieillissement.

HORIZON FINANCE

MARCHES, LE TEMPS CHANGE !

Depuis plusieurs années, deux écoles s'affrontent au sujet des déficits publics et de la progression de la dette publique. Pour certains, les règles de bonne gestion qui se sont imposées après la Seconde Guerre mondiale ne sont plus de mises, d'autant moins que la dérégulation financière et la mondialisation du marché des capitaux facilitent le financement des États comme des économies. Pour d'autres, à un moment ou un autre, la loi d'airain de l'équilibre des comptes publics s'imposera. Le retour de l'inflation aurait pu sonner le glas de la nouvelle théorie monétaire en vertu de laquelle la dépense publique est légitime tant qu'il n'y a pas de hausse des prix. Or, malgré le retour de cette dernière, rien ne semble arrêter l'expansion des dépenses publiques engagée par les pouvoirs publics. Face à l'épidémie de covid et à la crise née de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les gouvernements - du moins les gouvernements occidentaux - ont, en effet, répondu par une augmentation sans précédent, en période de paix, des dépenses publiques. L'économie de guerre sans la guerre semble être devenue le leitmotiv des dirigeants.

Les turbulences sur les marchés sont importantes en lien avec le retour d'une inflation à deux chiffres dans de nombreux pays, phénomène inconnu depuis deux générations au sein de l'OCDE. Après avoir été lente à réagir, la Réserve fédérale augmente maintenant ses taux directeurs à un rythme inconnu depuis quarante ans, favorisant la hausse du dollar, ce qui génère des tensions financières en Europe et en Amérique latine. Depuis le

début de l'année, les actions d'entreprises à l'échelle mondiale ont perdu 25 % de leur valeur exprimée en dollars, ce qui constitue la plus forte baisse enregistrée depuis les années 1980. Avec la hausse des taux, la contraction de la valeur des obligations d'État est sans précédent depuis 1949.

Cette baisse des places financières rompt avec la période des années 2010 marquée par la crise des subprimes et par une faible croissance, une faible inflation, de faibles taux d'intérêt, et une forte appréciation des valeurs mobilières et immobilières. L'investissement des entreprises est resté limité sur la décennie tout en réalisant d'importants bénéfices. Les États ont également peu investi, au point que le stock de capital public a diminué au niveau mondial, en pourcentage du PIB. Les années 2010 ont également donné lieu à une forte intervention des banques centrales qui ont maintenu les taux d'intérêt au plus bas et ont acheté des volumes croissants d'obligations. À la veille de la pandémie, les banques centrales d'Amérique, d'Europe et du Japon possédaient 15 000 milliards de dollars d'actifs financiers.

Si pendant des années, les agents économiques se sont plaints des taux extraordinairement bas, ils craignent désormais leur remontée. La sphère financière est néanmoins en capacité de relever le défi de la hausse des taux grâce à des ratios prudentiels plus stricts que ceux en vigueur dans les années 1980. La grande majorité des acteurs disposent de fonds propres suffisants. Les modalités de

financement pourraient néanmoins évoluer. Ces dernières années, les agents économiques trouvaient avantage à emprunter auprès des banques ; elles pourraient désormais avoir intérêt à se financer sur les marchés.

Les fonds d'investissement, y compris les régimes de retraite, subissent des pertes sur les portefeuilles d'actifs illiquides qu'ils ont accumulés, ce qui pourrait remettre en cause leur rentabilité. Le marché obligataire britannique a été déstabilisé par des options sur des produits dérivés effectués par des fonds de pension. La Banque d'Angleterre a été contrainte d'effectuer à nouveau des rachats d'obligations, contrairement à l'engagement qu'elle avait pris lors du relèvement de ses taux.

Les tensions sur les marchés sont censées être passagères, le temps de la maîtrise de l'inflation. Aux États-Unis, la majorité des prévisionnistes estiment que l'inflation passera de 8 % en 2022 à 4 % en 2023. Le risque d'un emballement inflationniste ne semble pour le moment pas d'actualité. En revanche, de nombreux experts considèrent que le retour de l'inflation dans la cible des 2 % sera difficile. Les pouvoirs publics devraient être amenés à accroître leurs dépenses pour relever

les défis du vieillissement et de la transition énergétique. Les dépenses de défense devraient également augmenter. Les dépenses publiques sont par nature inflationnistes. En outre, la baisse de la population active devrait amener des hausses de salaire. Les banques centrales devraient maintenir des taux d'intérêt réels faibles afin de faciliter le remboursement des dettes. Elles pourraient être aidées par les ménages qui maintiennent des taux d'épargne élevés par crainte de l'avenir. Les banques centrales pourraient retenir le principe de cibles mouvantes d'inflation évoluant entre 2 et 4 %. Pour alléger le poids de leurs dettes, les États ont besoin d'une inflation plus élevée. Les banques centrales peuvent également espérer avoir plus de marges dans l'utilisation des taux directeurs. Avec une inflation faible, ils étaient contraints de recourir à des taux nuls voire négatifs. Une inflation légèrement plus élevée redistribuerait la richesse des créanciers aux débiteurs.

En économie, l'erreur est de penser que le passé est immuable et qu'il tend à se reproduire à l'identique. Si des constantes existent, elles sont évolutives et obligent à des adaptations permanentes.

HORIZON LOINTAIN

L'INDUSTRIE LOURDE FACE AU DÉFI CARBONE

La production sidérurgique représente près de 8 % des émissions de CO₂ dans le monde. Le secteur sidérurgique constitue avec celui du ciment (7 % des émissions) et celui de la chimie – raffinage (6 %) un des principaux foyers d'émissions de gaz à effet de serre. L'enjeu de la décarbonation de ces activités est primordial pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. En Suède, à Boden, près du cercle polaire arctique, une startup appelée H2 Green Steel (H2GS) érige une nouvelle usine sidérurgique de 4 milliards d'euros, la première en Europe depuis près d'un demi-siècle qui fabriquera de l'acier non pas à partir du charbon ou du gaz naturel, mais à partir de l'hydrogène vert, produit sur place par l'éolien et l'hydroélectricité. Cette usine emploiera à terme 1 800 personnes et produira 5 millions de tonnes d'acier par an. La création d'une filière européenne d'acier vert est un enjeu majeur pour l'ensemble de l'industrie. Les constructeurs automobiles sont les premiers intéressés. Selon Ann Mettler de Breakthrough Energy, un fonds de capital-risque soutenu par Bill Gates, cette première usine pourrait marquer la renaissance de l'industrie lourde européenne de l'ère post-fossile.

L'industrie lourde est profondément carbonée. La réduction du minerai de fer pour fabriquer de l'acier, le chauffage du calcaire pour produire du ciment et l'utilisation de la vapeur pour craquer les hydrocarbures nécessitent beaucoup d'énergie. Les processus de fabrication dégagent beaucoup de dioxyde de carbone. La réduction de toutes ces émissions est difficile et

coûteuse en l'état. La décarbonation pour ces secteurs passe actuellement par l'hydrogène vert. L'Allemagne a lancé la Hydrogen Intermediary Network Company, une plaque tournante mondiale du commerce de l'hydrogène et des produits dérivés de l'hydrogène. Plusieurs pays dont la France se sont engagés dans la production de l'hydrogène à partir d'énergies renouvelables. Le secteur sidérurgique est le plus avancé. En Suède, en plus de l'usine de Boden, d'autres sont en cours de réalisation. En Allemagne, à Salzgitter, une entreprise sidérurgique a décidé la mise en œuvre d'un projet de 723 millions d'euros visant à remplacer ses hauts fourneaux conventionnels par des usines à réduction directe d'ici 2033 avec l'utilisation dans un premier temps du gaz naturel puis, dans un second temps, de l'hydrogène. D'autres grands producteurs d'acier européens, dont ArcelorMittal et Thyssenkrupp, ont des plans similaires.

Les cimentiers prennent le même cap mais avec un peu de retard. Le secteur est moins concentré et les marges y sont plus faibles. Les capacités de financement sont réduites. Le chauffage du calcaire génère environ 60 % des émissions de carbone du secteur et une technologie de remplacement, telle que la réduction directe de la sidérurgie, fait défaut. L'industrie se concentre donc sur la réduction des émissions après coup, en utilisant la capture et le stockage du carbone. De nombreuses entreprises expérimentent un procédé de chauffage qui remplace l'air par de l'oxygène pur,

qui produit du CO₂ apte à la séquestration. Certains essaient d'utiliser l'électricité plutôt que les combustibles fossiles pour chauffer le calcaire. Les plus ambitieux développent de nouveaux ciments moins carbonés. HeidelbergCement, le quatrième fabricant mondial de ce matériau, a lancé une demi-douzaine de projets à faible émission de carbone en Europe. Ils comprennent une installation de captation du carbone dans la ville norvégienne de Brevik et la première cimenterie neutre en carbone au monde sur l'île suédoise de Gotland. Ecocem, une startup irlandaise, fabrique un ciment à faible émission de carbone. Certaines entreprises tentent de récupérer du ciment à partir de vieux bétons dans des bâtiments démolis afin d'améliorer leur bilan carbone.

La décarbonation de l'industrie chimique est complexe car les hydrocarbures sont tout à la fois sa matière première et son énergie. Plus de 30 000 produits sont fabriqués à partir du pétrole. BASF tente néanmoins de développer un vapocraqueur chauffé électriquement pour son usine à Ludwigshafen. Son objectif est d'atteindre la neutralité carbone dès 2030. À cet effet, cette entreprise a acheté une partie d'un parc éolien au large des côtes néerlandaises qui devrait lui fournir de l'électricité sans carbone. L'entreprise, comme ses homologues du ciment, entendent

développer le recyclage, en particulier à travers un processus appelé pyrolyse, où les déchets plastiques sont brûlés en l'absence d'oxygène et divisés en leurs composants hydrocarbonés. Pour se délivrer du pétrole, des entreprises cherchent à utiliser des matières premières vertes. Afyren, une startup française, extrait des éléments chimiques de sous-produits agricoles au lieu du pétrole.

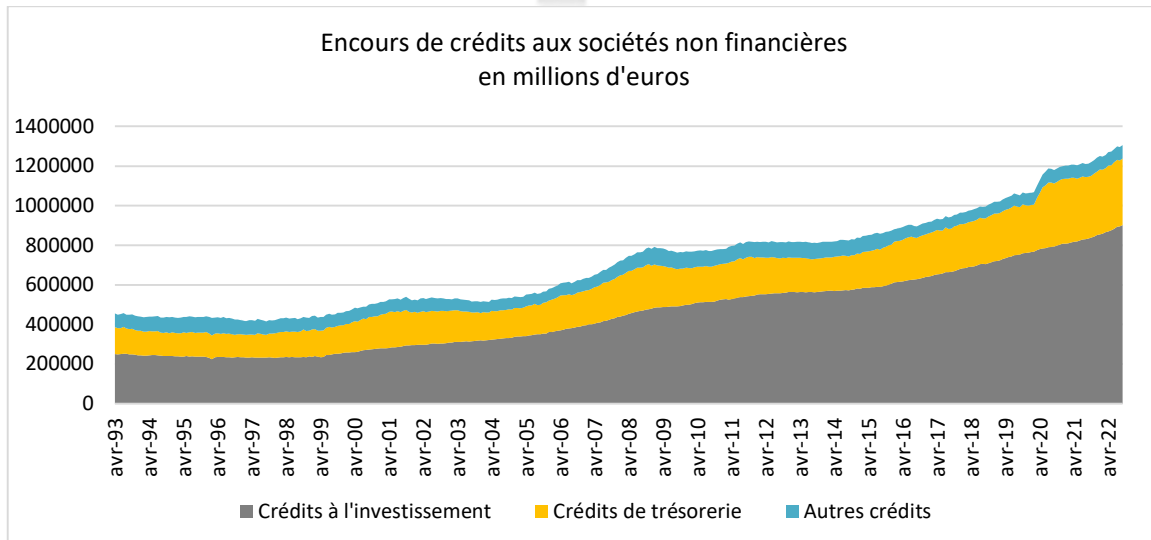
Pour le moment, la décarbonation de l'industrie lourde reste un pari. Les sources d'énergies propres manquent. Les coûts restent élevés ; les aciéries vertes sont encore deux à trois fois plus chères à construire que les aciéries conventionnelles et les coûts de production sont également supérieurs. En revanche, la demande en produits lourds verts existe. BMW, Electrolux et Miele ont annoncé acheter leur acier à H2GS afin de participer à la décarbonation de l'industrie. Face à la demande des industrielles, les banques acceptent de financer les investissements que ce soit dans la sidérurgie ou dans la chimie. L'usine de Boden de H2GS a été financée pour les deux tiers par les banques, le reste provenant des prises de participation de fonds de capital-risque et de celles de grandes entreprises comme Scania ou Mercedes-Benz.

POINTS DE REPÈRE

LES ENTREPRISES S'ÉQUIPENT EN S'ENDETTANT

À la fin septembre, l'endettement des sociétés non financières françaises s'élevait à 1 305 milliards d'euros dont 901 au titre des crédits à l'investissement et 337 au titre de la trésorerie. Les crédits à l'équipement atteignent 565 milliards d'euros et les crédits immobilier 336 milliards d'euros. La croissance de l'encours de crédit aux sociétés non financières se poursuit à un rythme soutenu en septembre

(+7,9 %, après +7,2 % en août et +7,0 % en juillet). La croissance annuelle du crédit à l'investissement se renforce de nouveau (+8,1 %, après +7,8 % en août), toujours portée par sa composante équipement, dont la croissance atteint +10,0 %, après +9,4 % en août. Le crédit de trésorerie progresse à +8,4 %, après +6,3 % en août.



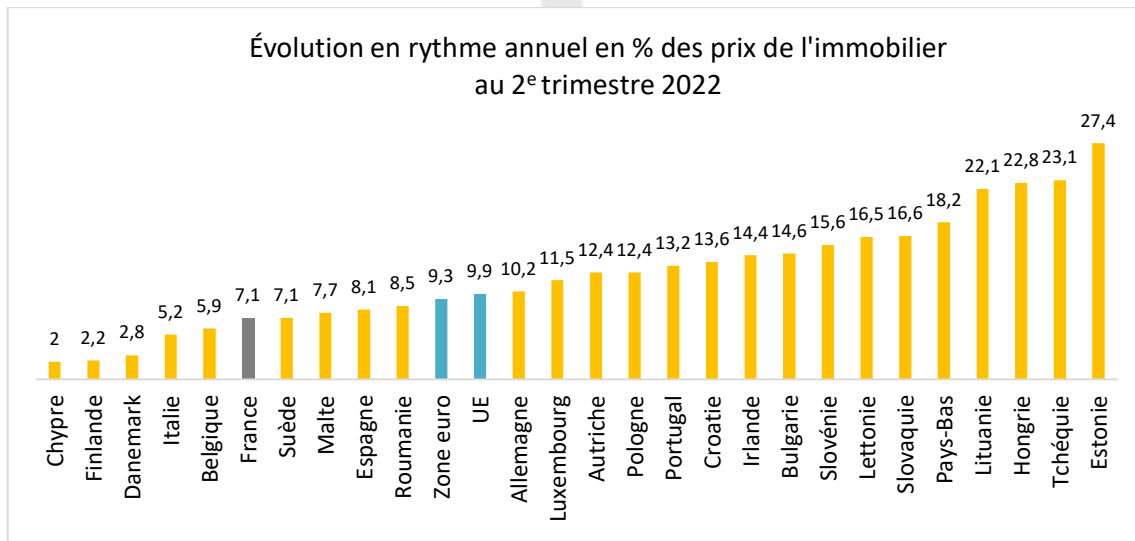
Cercle de l'Épargne – données Banque de France

IMMOBILIER, LES PRIX CONTINUENT A AUGMENTER MALGRE LA HAUSSE DES TAUX !

Au cours du deuxième trimestre 2022, le prix des logements a, selon Eurostat, augmenté de 9,3 % dans la zone euro et de 9,9 % dans l'Union par rapport au même trimestre de l'année précédente. Au premier trimestre 2022, les prix des logements avaient augmenté dans la zone euro et dans l'Union, respectivement de 9,8 % et de 10,4 %. Par rapport au premier trimestre 2022, les prix des logements au premier trimestre 2022 ont augmenté de 2,3 % dans la zone euro et dans l'Union.

Tous les États membres ont enregistré au deuxième trimestre 2022 une augmentation annuelle du prix des logements. Pour seize d'entre eux, la

hausse a été supérieure à 10 %. Les plus faibles augmentations ont été observées à Chypre (+2,0 %), en Finlande (+2,2 %) et au Danemark (+2,8 %). Les plus fortes ont été observées en Estonie (+27,4 %), en Tchéquie (+23,1 %), en Hongrie (+22,8 %) et en Lituanie (+22,1 %). Par rapport au trimestre précédent, les prix ont également augmenté dans tous les États membres. Les plus faibles hausses ont été observées en Suède (+0,5 %), en Finlande (+1,3 %) et en Belgique (+1,3 %). Les plus fortes hausses ont été observées en Estonie (+8,0 %), en Lituanie (+5,9 %), ainsi qu'en Lettonie et en Slovaquie (+5,5 % chacune).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

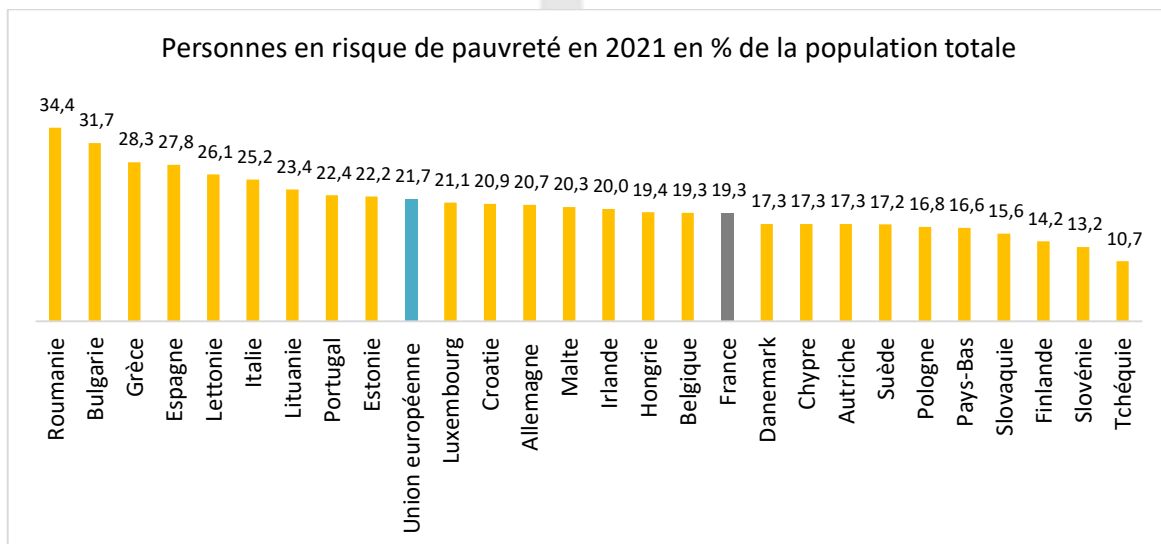
PLUS DE 20 % DES EUROPEENS EN SITUATION DE PAUVRETE

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 Slovaquie (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	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	+6,9 %	+2,7 %	+6,5 %	+5 %	+5,2 %
Croissance au 3 ^e trimestre 2022	+0,2	+0,5	+0,5 %	+0,2 %	+0,2 %
Inflation En % - octobre 2022	7,1	11,6	11,9	7,3	10,7
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
Dettes publiques 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	2,7	7,4	2,8	1,7	24,7
Variation 1999 -2021 en %	-55,4	-26,6	-39,3	-16,0	-28,3

Cercle de l'Épargne - sources : Eurostat -INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	Résultats – octobre 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 31 octobre 2022	6 266,77
Évolution en octobre 2022	+10,39 %
Évolution sur 12 mois	-8,25 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 31 octobre 2022	13 253,74
Évolution en octobre 2022	+10,67 %
Évolution sur 12 mois	-15,52 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Footsie au 31 octobre 2022	7 094,53
Évolution en octobre 2022	+3,09 %
Évolution sur 12 mois	-1,98 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx au 31 octobre 2022	3 617,54
Évolution en octobre 2022	+10,32 %
Évolution sur 12 mois	-14,89 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow Jones au 31 octobre 2022	32 732,95
Évolution en octobre 2022	+12,00 %
Évolution sur 12 mois	-8,62 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq au 31 octobre 2022	10 988,15
Évolution en octobre 2022	+2,33 %
Évolution sur 12 mois	-29,10 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei au 31 octobre 2022	27 587,46
Évolution en octobre 2022	+4,41 %
Évolution sur 12 mois	-4,52 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai Composite au 31 octobre 2022	2 893,48
Évolution en octobre 2022	-4,86 %
Évolution sur 12 mois	-18,43 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité au 31 octobre 2022	0,9878
Évolution en octobre 2022	+0,91 %
Évolution sur 12 mois	-14,55 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or au 31 octobre 2022	1 635,150
Évolution en octobre 2022	-1,39 %
Évolution sur 12 mois	-8,22 %
Pétrole au 31 décembre 2021	78,140
Pétrole au 31 octobre 2022	91,670
Évolution en octobre 2022	+3,63 %
Évolution sur 12 mois	+9,65 %

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