

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« <i>Au-delà du défaitisme, l'optimisme avant tout</i> »	2
HORIZON FRANCE	3
États-Unis, France, un vieux couple ?	3
Les Français en situation de vulnérabilité économique et sociale	5
HORIZON EXTÉRIEUR	7
Le Royaume-Uni, deux ans après la sortie de l'Union européenne	7
La zone euro face à son déficit de croissance.....	10
La productivité n'a pas la même saveur de part et d'autre de l'Atlantique ...	12
L'Union européenne au milieu du gué de la bataille énergétique	13
HORIZON FINANCE	17
L'indépendance des banques centrales a-t-elle encore un sens ?	17
Les politiques monétaires non conventionnelles ont-elles été une erreur ?	19
HORIZON LOINTAIN	21
La taxe carbone a la frontière est-elle une bonne idée ?.....	21
Comment réussir les relocalisations ?	23
POINTS DE REPÈRE	24
La dette publique française, sur la crête des 3000 milliards d'euros.....	24
70 % des Européens en bonne santé !.....	25
Les statistiques économiques.....	26
Tableau de bord des marchés financiers.....	27

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« AU-DELÀ DU DÉFAITISME, L'OPTIMISME AVANT TOUT »

En économie, le statu quo est une facilité qui rime avec le déclin. L'économie ne peut être que mouvement, la stagnation n'étant que l'antichambre de la récession. Face aux menaces de fragmentation du monde, la tentation du repli gagne du terrain. L'économie est l'art de combiner, le plus efficacement possible, des facteurs naturels, financiers et humains. Son alchimie exige de l'énergie, de l'innovation, du savoir-faire. L'intelligence artificielle ne sait pas encore générer de la croissance qui demeure une construction humaine, fragile par nature.

L'affadissement de la croissance constatée depuis une dizaine d'années, notamment en Occident, est le produit d'un renoncement, d'un manque d'imagination et des divisions internationales qui se multiplient. L'attrition semble être devenue une ligne de conduite pour un nombre croissant de pays. La sobriété, la saignée est le remède que les médecins proposent quand ils n'ont pas d'autres solutions. De la transition énergétique à la guerre en Ukraine, les gouvernements exigent des efforts aux citoyens comme aux entreprises en omettant de mentionner les perspectives. La ligne d'horizon manque cruellement dans les discours. Depuis des siècles, les femmes et les hommes se sont battus pour être libres, pour vivre mieux. Or, aujourd'hui, rien n'est garanti et tout semble être

menacé. Cela ne peut qu'amener frustrations et amertumes.

La croissance se construit sur la confiance, sur l'espoir. Sa diffusion passe par le progrès technique, mots qui sont presque devenus malséants de prononcer. Or, face aux défis de la décarbonation, face aux défis démographiques, le besoin d'innovations, de ruptures technologiques est important. Sans gains de productivité, il est vain d'espérer financer les dépenses de retraites, de santé, d'éducation ou de défenses. Les chercheurs, les ingénieurs, les techniciens doivent être valorisés car ils sont au cœur l'équation économique. Les mathématiques, les sciences doivent redevenir les piliers centraux, aux côtés de la maîtrise des langues, de l'éducation. Comment a-t-il pu être imaginable de supprimer les mathématiques en tant que matière principale au lycée ? Comment s'étonner dans ces conditions que les classes préparatoires aux grandes écoles peinent à trouver des candidats ?

2023 s'annonce encore sous des auspices complexes avec un accès délicat aux énergies, avec des menaces sanitaires persistantes, avec une croissance fébrile mais comme l'a écrit Pascal Bruckner « *trop d'esprits paresseux glosent sur la décadence occidentale au lieu de rechercher des remèdes à nos maux* ». Il revient donc à chacun d'entre nous de conjurer le sort en privilégiant l'optimisme et l'action.

Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

ÉTATS-UNIS, FRANCE, UN VIEUX COUPLE ?

En 1960, en pleine guerre froide, Charles de Gaulle prononce un discours devant le Congrès américain qui lui vaut une standing ovation. *"Rien ne compte plus pour la France"*, avait alors déclaré le général.

La France se plaît à répéter qu'elle est l'alliée la plus ancienne des États-Unis. Les deux pays partagent de nombreux points communs dont un attachement aux philosophes des Lumières. Entre les deux pays, les relations diplomatiques ne sont pour autant pas exemptes d'aspérités. La France tend à rappeler son rôle d'aînée et à faire valoir ses droits d'ancienne grande puissance vis-à-vis des États-Unis dont le comportement hégémonique et cavalier est souvent dénoncé. À plusieurs reprises, la France a eu des divergences marquées avec son vieil allié que ce soit au sujet de la décolonisation dans les années 1950/1960, du Vietnam ou de l'Irak. L'annulation du contrat d'achat des sous-marins français par l'Australie au profit d'un contrat avec le Royaume-Uni et les États-Unis a donné lieu à des tensions un peu surjouées car ce changement de fournisseurs cachait des problèmes de délais de livraison et des modes de propulsion, la France ayant refusé l'accès à la technologie nucléaire à l'Australie.

Les États-Unis font l'objet d'une réelle admiration tant de la part des responsables politiques que des citoyens français. Le modèle américain est tout à la fois rejeté et encensé. Le livre de Jean-Jacques Servan Schreiber, « *Le défi américain* » publié en 1968, a été vendu à plus de deux millions d'exemplaires. Il inspira de nombreux

dirigeants dont Valéry Giscard d'Estaing qui fit sien le style Kennedy. Les États-Unis figurent parmi les destinations préférées des Français à l'étranger. Plus de 5 % des touristes venant en France sont d'origine américaine.

Les relations entre les présidents français et américains ont souvent donné lieu à une importante exploitation médiatique, du moins de ce côté-ci de l'Atlantique. Valéry Giscard d'Estaing partagea ainsi sa piscine avec le Président Gerald Ford. François Mitterrand prit soin de maintenir des relations étroites avec Ronald Reagan en lui fournissant le nom des agents secrets russes travaillant en Occident (affaire Farewell). Nicolas Sarkozy, jugé comme le plus américain des présidents français, passa même ses premières vacances dans le Massachusetts. Emmanuel Macron qui incarne la synthèse entre VGE, François Mitterrand et Nicolas Sarkozy, apparaît plutôt comme un américanophile ayant tenté d'amadouer Donald Trump. Son déplacement en visite d'État au mois de novembre à l'invitation de Joe Biden est une première car il est ainsi le seul président français, sous la V^e République, à avoir eu droit à deux visites d'État en Amérique. Cette visite est intervenue un an après l'annonce du contrat Aukus, de coopération militaire entre l'Amérique, la Grande-Bretagne et l'Australie, qui a mis un terme anticipé au contrat de sous-marins signé entre la France et l'Australie. Depuis plusieurs mois de part et d'autre de l'Atlantique, le temps était au renforcement des liens. Les responsables américains évoquent une « coopération exceptionnelle » sur tous les grands dossiers géopolitiques.

Les États-Unis de Joe Biden entendent favoriser l'unité de l'Europe face à la Russie, redevenue un adversaire de première importance. Les États-Unis sont conscients que les problèmes d'accès à l'énergie et le coût du soutien militaire à l'Ukraine pourrait tenter certains États européens d'atténuer la pression sur le Russie. Ils espèrent compter sur la France et l'Allemagne pour maintenir la ligne de fermeté en vigueur depuis le mois de mars. Les États-Unis sont néanmoins favorables à l'idée de conserver un contact avec la Russie comme le pratique la France depuis le début de la crise. Les États-Unis souhaitent également bénéficier de l'appui des Européens dans leurs efforts pour limiter l'influence croissante de la Chine dans la région indopacifique. La France, en étant présente dans les océans Indien et Pacifique, constitue un allié potentiel. Les États-Unis ont « légèrement insisté » afin que l'affaire calédonienne soit traitée au plus vite. L'indépendance de l'archipel aurait été, selon les Américains, une aubaine pour les Chinois qui entendaient prendre le contrôle des mines de Nickel.

Durant la présidence de Donald Trump, l'allié naturel en Europe des États-Unis était le Royaume-Uni. Avec Joe Biden, ce rôle est davantage partagé entre le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne, néanmoins dans l'administration américaine, une méfiance à l'égard de la France persiste. Les changements de position rapides de la politique française surprennent les responsables américains que ce soit envers la Russie, la Chine ou l'Europe. Emmanuel Macron a défendu avant la guerre en Ukraine l'idée d'arrimer la Russie au système de sécurité européen et a critiqué vertement l'OTAN avant de s'en faire un des meilleurs défenseurs. Joe Biden ne

partage pas, par ailleurs, l'avis du Quai d'Orsay d'inviter le Président Xi Jinping à être un médiateur entre la Russie et l'Ukraine.

Depuis une dizaine d'années, les États-Unis sont devenus plus protectionnistes et isolationnistes que dans le passé. Si tout l'art de la diplomatie est de faire passer la défense de ses intérêts comme une cause juste, les États-Unis ont, depuis le début des années 2000, fait prévaloir ces derniers avec moins de commensuration que dans le passé. Jusqu'à la crise ukrainienne, les autorités américaines reprochaient aux Européens de se reposer sur ces dernières pour garantir leur sécurité.

Sur le plan économique, la menace chinoise a amené les États-Unis à opter pour des pratiques commerciales plus égoïstes. Les problèmes entre la France et les États-Unis sont aujourd'hui essentiellement d'ordre économique. La France reproche à son partenaire américain les subventions en faveur des énergies propres et des usines de semi-conducteurs, sachant que l'Europe tente d'appliquer la même politique. De leur côté, les Américains ont toujours contesté la politique de protection du marché agricole et de celui de la culture en Europe. De même, ils jugent que la législation sur la protection des données va à l'encontre des intérêts de leurs entreprises. Sur ce dernier sujet, une convergence est néanmoins constatée. L'opposition de la France à la politique commerciale de son allié a pour limite les efforts consentis par ce dernier pour la fourniture de gaz liquéfié, les exportations ayant augmenté de 40 % en moins d'un an. Un cadeau qui n'en est pas vraiment un selon les autorités françaises, du fait des prix pratiqués par l'allié américain.

LES FRANÇAIS EN SITUATION DE VULNÉRABILITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIALE

En mai 2021, selon le Crédoc, près d'un tiers (31 %) des Français déclaraient être en situation de vulnérabilité. Cette situation couvre les difficultés professionnelles, la peur de la maladie pour soi ou ses proches, le manque de relations sociales et les problèmes de déplacement. À l'été 2022, malgré la normalisation de la situation sanitaire, 41 % de la population se sent vulnérable, soit 10 points de plus en l'espace d'une année malgré le maintien d'un fort volant d'aides de la part de l'État.

En juillet 2022, 54 % des ménages à revenus modestes se déclarent en situation de vulnérabilité, soit 10 points de plus qu'en mai 2021. Pour les ménages aisés, les chiffres respectifs sont 27 et 25 %. En 2022, selon le Crédoc, 18 % des ménages ont été, dans l'impossibilité d'honorer le paiement de leurs charges (électricité, eau, gaz, etc.), soit +8 points par rapport à 2021. En juillet 2022, 43 % des ménages les plus modestes ont indiqué avoir fait appel à des aides sociales afin de s'en sortir, contre 35 % en mai 2021. Plus du quart des ménages des classes moyennes a fait de même. En un an, cette proportion s'est accrue de 11 points. Les demandes des classes moyennes inférieures portent en particulier sur les ouvertures de droits (RSA, aides au logement, etc.) ou des aides financières exceptionnelles. Parmi les autres demandes d'aides figurent celles pour le règlement du loyer ou des charges. Au total, 20 % des Français ont obtenu au moins une aide de la part des pouvoirs publics ou des acteurs associatifs, contre 15 % l'année dernière.

À l'été 2022, 27 % des classes moyennes inférieures se considèrent pauvres, une proportion en hausse (+6 points depuis janvier 2021), et 26 % craignent de basculer dans la pauvreté (+5 points), ce qui les rapproche de la perception des bas revenus. Au sein des classes moyennes inférieures, le sentiment d'appartenance à la catégorie des « défavorisés » augmente de 6 points de 2021 à 2022. En juin 2022, 56 % des classes moyennes inférieures anticipent une dégradation de leurs conditions de vie dans les cinq prochaines années (contre 52 % en moyenne et 49 % chez les bas revenus).

Face à l'inflation, 65 % des Français indiquent avoir changé certains de leurs comportements au quotidien. Ce taux est de 73 % pour les ménages issus de classes moyennes inférieures. Ces derniers ont ainsi plus souvent que la moyenne réduit la température de leur logement (45 %) ou retardé le moment d'allumer le chauffage dans leur foyer (27 %). Les ménages des classes moyennes inférieures ont également réduit leurs déplacements et privilégié les transports en commun. La moitié des ménages aisés ont également changé leurs habitudes en raison de l'augmentation des prix.

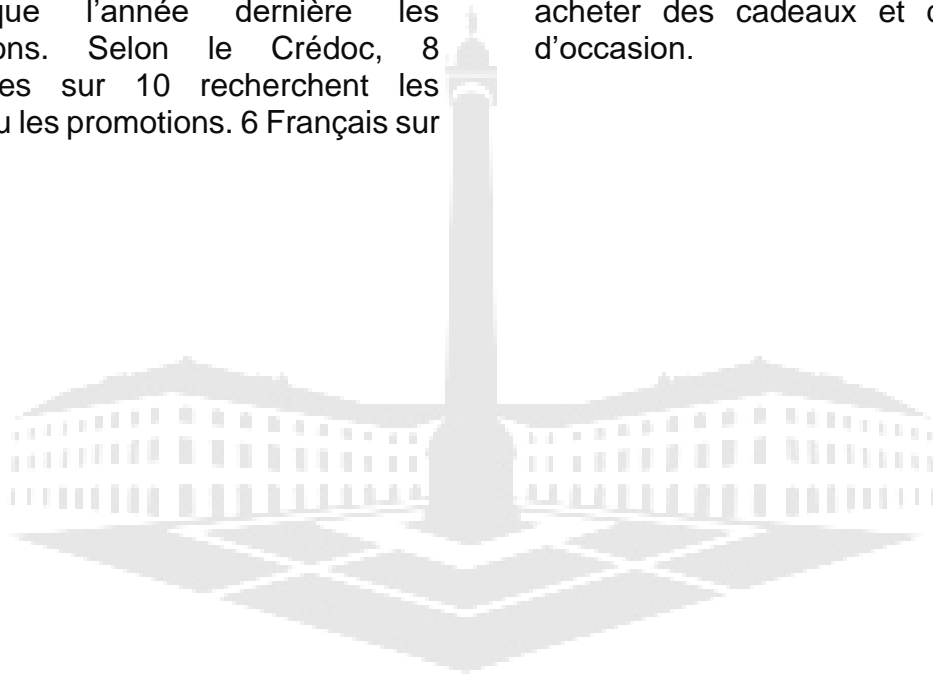
Le sentiment de solitude a fortement progressé dans toute la population au cours du premier semestre 2022 : 29 % des Français se sentent seuls tous les jours ou presque. Ce taux est de 40 % pour les ménages les plus modestes, contre 20 % chez les ménages les plus aisés. Ce ratio augmente au sein de toutes les catégories sociales. Après avoir baissé en 2021 avec la fin des confinements, ce sentiment est remonté brutalement et atteint des

sommets sans précédent. La crise sanitaire a fait prendre conscience du sentiment de solitude chez un certain nombre de Français. Par ailleurs, la digitalisation de la société le renforce tout comme l'éclatement des structures familiales.

Plus de 7 Français sur 10 envisagent de réduire leurs dépenses pour les fêtes de fin d'année par rapport à ce qu'ils avaient réalisé en 2021. Les dépenses en cadeaux pour les enfants seraient touchées, un tiers des ménages entend les réduire. Les Français recherchent plus que l'année dernière les promotions. Selon le Crédoc, 8 personnes sur 10 recherchent les rabais ou les promotions. 6 Français sur

10 achètent des produits de marque distributeur ou premier prix.

Les dépenses pour les repas de fête et les déplacements sont davantage préservés. 45 % des Français déclarent vouloir réduire les dépenses pour les repas de fête et 44 % leurs dépenses de déplacement. Dans deux tiers des cas, la réduction des dépenses obéit à des considérations d'ordre financier et 31 % à des considérations écologiques. Plus de six Français sur dix ont l'intention de faire plus par eux-mêmes et 45 % de la population pensent acheter des cadeaux et décorations d'occasion.



HORIZON EXTÉRIEUR

LE ROYAUME-UNI, DEUX ANS APRÈS LA SORTIE DE L'UNION EUROPÉENNE

Le Brexit était censé redonner du lustre au Royaume-Uni, du moins pour ses instigateurs. Plus de six ans après le vote et deux ans après sa mise en œuvre effective, ces espoirs ont disparu. Le pays a connu une crise politique sans précédent avec trois Premiers Ministres en trois mois en 2022. L'inflation est l'une des plus élevées de l'OCDE et la récession s'annonce brutale. À la différence des Européens du continent, la population britannique n'a pas bénéficié d'une protection face aux augmentations des prix de l'énergie. Le pouvoir d'achat des ménages est en forte baisse, au point d'être inférieur à son niveau de 2008. Une succession de grèves perturbe les chemins de fer, les écoles et même les hôpitaux. Le National Health Service, qui fait l'objet d'un véritable culte Outre-Manche, rencontre des problèmes croissants. Des millions de personnes attendent d'être soignées dans les hôpitaux. L'accès aux soins devient de plus en plus complexe en raison des pénuries de médecins. La menace d'une crise immobilière se transformant en crise financière est de plus en plus pronostiquée. Les prêts hypothécaires qui sont la norme au Royaume-Uni pourraient mettre en danger de nombreux établissements financiers. De nombreux ménages peinent à rembourser leurs échéances. Les demandes auprès des banques alimentaires auraient augmenté de plus de 50 % en un an. Depuis 2016, l'investissement est en baisse et l'inflation plus élevée qu'elle ne l'ait au sein de l'Union européenne. La main-d'œuvre, qualifiée ou autre, est rare. Les agriculteurs perdent leurs récoltes faute de travailleurs. Les exportations de fromages britanniques

ont chuté car, dans toute la Grande-Bretagne, les formalités administratives induites par le Brexit conduisent certaines entreprises à abandonner les marchés européens. En 1975, lors du précédent référendum, la population avait majoritairement l'Europe symbole de croissance et de dynamisme. En 2016, une majorité a opté pour le repli tout en espérant gagner en prestige international. Quatre ans plus tard, le pays apparaît marginalisé sur la scène internationale. Contrairement aux espoirs des partisans du Brexit, l'Union européenne n'a pas explosé après le départ du Royaume-Uni. La question de l'immigration comme celle du pouvoir d'achat n'ont pas été réglées par enchantement avec la sortie de l'Union.

Le Brexit, une crise institutionnelle

Jusqu'au Brexit, le Royaume-Uni se caractérisait par son flegme, pas la modération de ses débats politique et par l'esprit de consensus. Si des tentations révolutionnaires avaient vu le jour au début du XIXe siècle et fascistes dans les années 1930, elles furent rapidement circonscrites. La dernière grande crise institutionnelle remontait au 10 décembre 1936, le jour où Edward VIII annonça son abdication à la radio. Le Brexit a créé une véritable rupture au sein de la vie politique britannique. Le mensonge est devenu alors une arme de combat politique, ce qui n'était pas le cas auparavant. Boris Johnson a promis monts et merveilles avec le départ de l'Union européenne, accusé de piller le Royaume-Uni de ses richesses. Les tenants du départ du Royaume-Uni de l'Union voulaient solder la période Tony

Blair/David Cameron sans pour autant vouloir le gérer. La succession rapide de Premiers Ministres ressemble aux crises gouvernementales de la IV^e République incapable de mettre un terme à la décolonisation.

Le vote contre l'Europe est également la conséquence de l'absence de réformes institutionnelles et de vision stratégique de la part des gouvernements qui se sont succédé depuis une quarantaine d'années. Le statu quo a été privilégié que ce soit par rapport à l'euro ou en matière de décentralisation. Le gouvernement de Tony Blair n'a pas eu le courage d'avancer sur le dossier de l'intégration monétaire quand l'opinion semblait favorable, ni intégré la montée en puissance des mouvements nationalistes en Ecosse ou en Irlande du Nord. Une majorité de la population pense actuellement qu'à moyen terme, le Royaume-Uni disparaîtra.

Le Brexit, un héritage de la Seconde Guerre mondiale

Le rejet de la Commission de Bruxelles par les Britanniques vient de loin. Margaret Thatcher a initié le mouvement dès les années 1980 en dénigrant en permanence Bruxelles. En jouant sa réélection sur la tenue d'un référendum, David Cameron a décidé de faire de l'Europe la variable d'ajustement électoral. Le sentiment de déclin qui parcourt une grande partie de la société britannique a donné aux populistes les arguments pour la sortie de l'Union. Plus de 40 % des parents estiment que leurs enfants ont moins de chance de vivre correctement qu'eux quand ce taux était inférieur à 20 % dans les années 1970. Au-delà des aspects sociaux, le Royaume-Uni n'en finit pas de solder la fin de la Seconde Guerre mondiale. Considérant à juste titre, qu'il est le premier des gagnants en

ayant été du début jusqu'à la fin le pays qui a résisté et vaincu Hitler, il ne supporte pas de ne pas être considéré comme une grande puissance à l'égal des États-Unis. Être associé à des pays vaincus et de poids bien inférieur au sein de l'Union générerait un sentiment d'amertume. L'axe franco-allemand était perçu comme une incongruité outre-manche. Pour l'auteur irlandais Fintan O'Toole, « l'Angleterre ne s'est jamais remise de gagner la guerre ». Selon lui, le Brexit était « le dernier combat de l'Angleterre impériale » à la nuance près que ce pays n'avait pas eu beaucoup d'états d'âme pour abandonner son Empire. Le livre « The Strange Survival of Liberal Britain », Vernon Bogdanor du King's College de Londres cite une enquête menée auprès des Britanniques en 1951, au moment de la fin de l'empire. La moitié des répondants n'ont pas pu nommer une seule colonie. Pour les Anglais, la page était tournée. En revanche, la victoire de 1945 constitue un marqueur fort de l'histoire contemporaine anglaise.

La démocratie britannique en absence de renouvellement

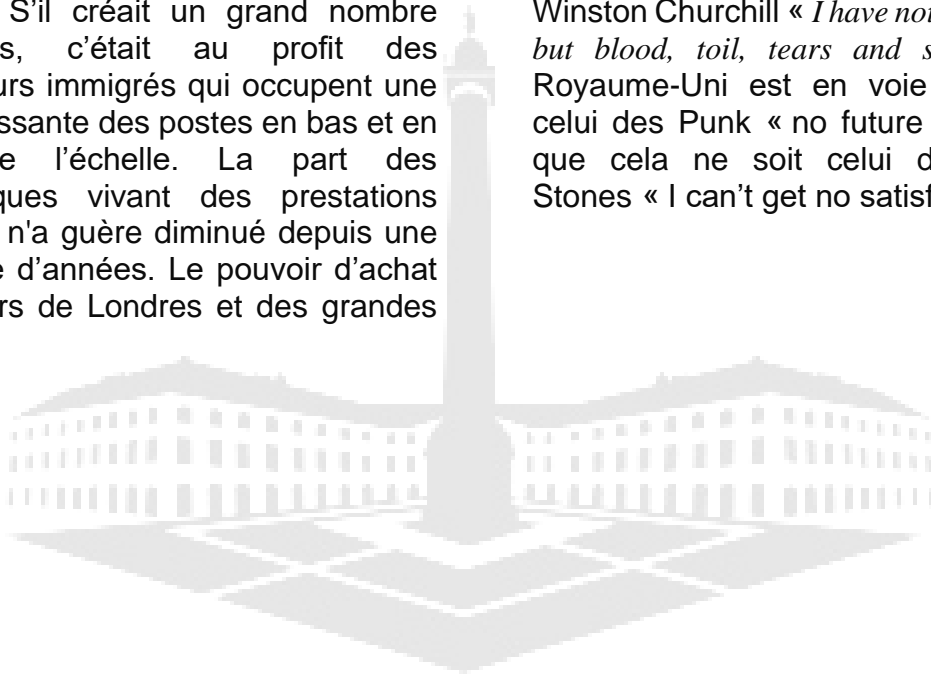
La démocratie britannique est bloquée par son élitisme. Contrairement aux États du continent, le renouvellement de la classe politique est lent. Celle-ci est dominée par quelques écoles comme Eton, Oxford ou Cambridge. Le système éducatif britannique est le plus inégalitaire d'Europe, la mixité sociale en étant absente. Dans les écoles ouvertes à toutes et tous, le niveau de l'éducation est en forte baisse. Un quart des enfants de 11 ans est incapable de lire correctement. Avec la France, le Royaume-Uni est le pays où la proportion de jeunes de moins de 25 ans sans emploi, sans formation est la plus élevée au sein de l'OCDE.

La fin de l'illusion de la spécialisation financière

Les responsables du Royaume-Uni ont réussi à masquer les faiblesses de l'économie par la croissance de la place financière. Le krach financier de 2008 a mis un terme à ce processus. La sortie de l'Union n'a pas permis à la City de conserver son rôle de place offshore de l'euro. La valorisation du marché actions est désormais inférieure à celle de Paris. Le pays paie l'étroitesse de son secteur productif. Il est le plus désindustrialisé d'Europe, devant la France. S'il créait un grand nombre d'emplois, c'était au profit des travailleurs immigrés qui occupent une part croissante des postes en bas et en haut de l'échelle. La part des Britanniques vivant des prestations sociales n'a guère diminué depuis une trentaine d'années. Le pouvoir d'achat en-dehors de Londres et des grandes

agglomérations diminue également depuis le début des années 2000, justifiant l'idée d'un pays à deux vitesses. La rigueur thatchérienne qui a surtout pris la forme de baisses d'impôts a débouché sur une forte augmentation de la dette publique. Le déficit commercial s'est accru au fur et à mesure de la désindustrialisation, mettant en danger la livre sterling. Il impose aujourd'hui un freinage de la demande intérieure et une austérité que la population récuse.

Autrefois connu pour le slogan de Winston Churchill « *I have nothing to offer but blood, toil, tears and sweat* », le Royaume-Uni est en voie d'adopter celui des Punk « no future », à moins que cela ne soit celui des Rolling Stones « *I can't get no satisfaction* ».



LA ZONE EURO FACE À SON DÉFICIT DE CROISSANCE

Depuis une vingtaine d'années et surtout depuis la crise financière, la zone euro a une croissance inférieure aux États-Unis. De 2002 à 2022, le PIB a augmenté de 50 % aux États-Unis, contre 28 % au sein de la zone euro. De multiples facteurs cumulatifs expliquent cet écart. L'Europe n'est pas à l'origine de la révolution digitale et en paie durement les conséquences. Malgré les progrès de la coopération économique, l'Europe reste fragmentée et ne peut pas compter sur un marché financier unifié. Sa dépendance énergétique ainsi qu'un rapport compliqué de la population au progrès la pénalisent.

Le déficit d'investissement

L'écart de croissance en défaveur de l'Europe s'explique par un déficit persistant en matière d'investissement public comme privé. De 2002 à 2022, selon les années, l'investissement public est supérieur de 0,2 à 0,8 point de PIB, sachant que l'Europe se caractérise par un niveau plus élevé de dépenses publiques et par un interventionnisme réputé plus important. De même l'investissement total des entreprises a été sur la même période toujours plus élevé aux États-Unis qu'au sein de la zone euro. Depuis quatre ans, l'Europe privilégie la consommation à travers une politique de soutien quand les États-Unis pratiquent une politique d'offre. De 2019 à 2022, la consommation est stable à 68 % du PIB aux États-Unis quand elle est passée de 52 à 54 % du PIB en zone euro.

Le déficit de recherche

Le déficit est encore plus marqué en matière de recherche et développement. De 2002 à 2021, les

dépenses totales de R&D passent de 2,5 à 3,5 % du PIB aux États-Unis et de 1,8 à 2,4 % pour la zone euro. Cette dernière consacre une part moins importante de son PIB aux dépenses d'éducation : 5,5 %, contre 7 % aux États-Unis. En ajoutant le déficit des dépenses d'investissement, de recherche et développement et d'éducation, l'écart entre les États-Unis et la zone euro atteint entre 4 et 5 points annuellement lors de ces trois dernières décennies.

Le déficit de gains de productivité

La croissance plus importante outre-Atlantique est également la conséquence de gains de productivité plus élevés. En zone euro, ces derniers sont orientés à la baisse en raison de la baisse de la durée du travail. L'écart en matière de productivité par tête atteint 8 points de 2019 à 2022. Sur cette période, le temps de travail s'est contracté de plus de 5 % en Europe quand il est resté étal aux États-Unis. Depuis quelques années, la zone euro a fait le choix collectif d'utiliser les gains de productivité horaire pour réduire la durée effective du travail. La production stagne en Europe quand le nombre d'emplois augmente. Le déclin de l'industrie et l'essor des services domestiques expliquent cette évolution, des emplois à forte productivité sont remplacés par des emplois à faible productivité. Par ailleurs, même si ce phénomène est constaté aux États-Unis, de plus en plus d'actifs en Europe refusent les emplois pénibles ou à horaires décalés. Les entreprises sont bien souvent contraintes de recruter deux personnes sur un poste quand avant 2019, une seule suffisait. À la différence des États-Unis, la zone euro ne peut guère compter sur l'immigration

pour compenser le déficit de main-d'œuvre. Par ailleurs, l'automatisation prend plus de temps sur le Vieux continent qu'en Amérique pour des raisons sociologiques.

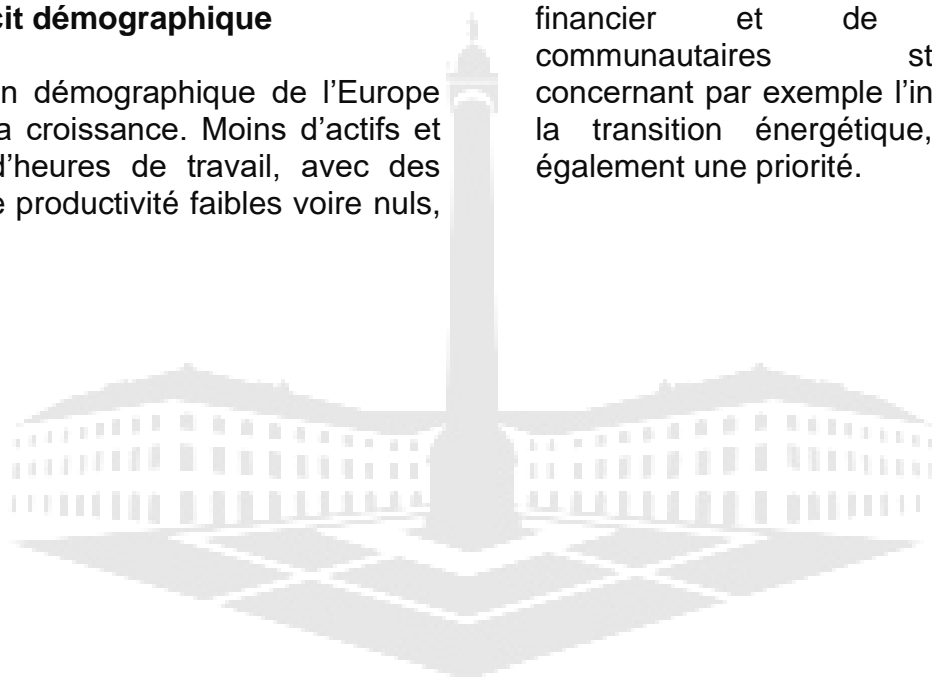
Le déficit énergétique

L'Europe est dépendante de l'extérieur pour les hydrocarbures quand les États-Unis sont exportateurs nets. L'Europe avec la guerre en Ukraine subit un prélèvement de deux points de PIB que ne connaissent pas les États-Unis.

Le déficit démographique

Le déclin démographique de l'Europe obère sa croissance. Moins d'actifs et moins d'heures de travail, avec des gains de productivité faibles voire nuls,

ne peuvent qu'amener à une décroissance. Cette combinaison intervient dans une période marquée par un fort besoin d'investissement en lien avec la transition énergétique. Cette dernière exige logiquement une augmentation des capacités de production. Le comblement de l'écart de croissance avec les États-Unis suppose pour l'Europe des changements importants au niveau économique avec la nécessité d'accroître la taille de la population et d'augmenter l'effort d'investissement. La mise en place d'un vaste marché financier et de politiques communautaires structurantes concernant par exemple l'innovation et la transition énergétique, constitue également une priorité.



LA PRODUCTIVITÉ N'A PAS LA MÊME SAVEUR DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

De part et d'autre de l'Atlantique, un écart de croissance est à l'œuvre depuis une dizaine d'années. Les États-Unis ont rebondi plus rapidement et plus fortement que la zone euro après la crise financière. Il en est de même après la crise sanitaire. Les États-Unis peuvent compter tout à la fois sur des gains de productivité importants et sur une augmentation de leur population active quand l'Europe est confrontée aux affres du vieillissement démographique et à une stagnation, voire un recul de sa productivité.

De 1998 à 2022, la productivité horaire du travail a progressé de 60 % aux États-Unis, contre 20 % en zone euro. Si la productivité américaine augmente constamment sur l'ensemble de la période, elle a tendance à stagner pour la zone euro depuis 2009. Le constat est le même pour la productivité globale des facteurs qui est calculée à partir du nombre d'heures travaillées et non en fonction du nombre d'emplois. Aux États-Unis, celle-ci a augmenté de 1998 à 2022 de 17 %, contre 5 % pour la zone euro.

La productivité est plus faible en Europe du fait d'une baisse importante de la durée de travail. De 1998 à 2022, elle a diminué de 8 % en zone euro contre 4 % aux États-Unis. L'écart important de la productivité repose sur un déficit d'investissement pour les entreprises sur le vieux continent. Dans la zone euro, la préférence a été donnée à

l'immobilier des ménages qui a accaparé une part importante de l'épargne. L'investissement en logements représente 5 % du PIB en zone euro, contre 3 % aux États-Unis. A contrario, le taux d'investissement net des entreprises est deux fois plus élevé aux États-Unis que dans la zone euro. L'Europe n'a pas réussi à combler son retard dans les nouvelles technologies. L'emploi salarié dans les TIC représente aux États-Unis 4,2 % de l'emploi total contre 3 % pour la zone euro. Les dépenses totales en Recherche & Développement pèsent 3,5 % du PIB outre-Atlantique, contre 2,4 % en zone euro. La structure par niveau d'éducation donne un avantage aux États-Unis. Dans ce dernier pays, 50,3 % de la population active à un niveau d'enseignement supérieur contre 34,3 % dans la zone euro. 8,3 % des actifs ont, au plus, un niveau de formation d'enseignement primaire, contre 23 % au sein de la zone euro.

Plusieurs facteurs jouent contre la productivité et la croissance en zone euro. Le déficit d'entreprises technologiques lié à une formation insuffisante des actifs, entretient la divergence des deux grandes économies occidentales. La zone euro est handicapée par la mauvaise allocation de l'épargne et par le caractère insuffisamment unifié de son marché de financement des entreprises.

L'UNION EUROPÉENNE AU MILIEU DU GUÉ DE LA BATAILLE ÉNERGÉTIQUE

Au mois de juillet dernier, les pythies annonçaient un hiver en enfer pour l'Europe. Le vieux continent était condamné à connaître le retour du froid, faute de disposer d'une alimentation en gaz. La mise à l'arrêt d'une grande partie du parc nucléaire français faisait craindre des courants d'électricité. Cinq mois plus tard, 95 % des capacités de stockage en gaz sont remplies et une flotte de méthaniers attend au large des ports pour pouvoir décharger leur cargaison. Le gaz naturel qui sera livré au premier trimestre de l'année prochaine se vend environ 125 euros par mégawattheure (mwh), contre plus de 300 euros pendant l'été. Les prix de gros de l'électricité sont passés de plus de 800 à 250 euros le mégawatt. Contrairement aux craintes exprimées ici ou là, la survenue de la récession est pour le moment différée. La production industrielle allemande a augmenté en septembre et le chômage est resté stable à 3 %. La perte de pouvoir d'achat est limitée voire inexistante en raison du soutien des pouvoirs publics. Le PIB de l'Union européenne a ainsi pu augmenter de 0,2 % au troisième trimestre.

Le choc pour l'Europe n'en demeure pas moins important. En 2021, le prix du mégawatt de gaz était de 20 euros. Le calendrier de remise en fonction des centrales nucléaires française est incertain. En cas de durcissement des conditions climatiques, la consommation, en énergie en baisse marquée depuis le mois de septembre, augmenterait. Les réserves ne permettent un approvisionnement que de trois mois au maximum. Avant la guerre en Ukraine, la Russie fournissait 50 % du gaz de l'Union européenne. Actuellement, ce taux est de 15 % et il est censé être nul en 2023. Le plan

d'arrêt d'importation de gaz russe par l'Union européenne comporte plusieurs volets principaux. Un des objectifs est de diversifier les sources d'approvisionnement et de remplir les capacités de stockage. L'Allemagne a construit sa première installation d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL) en moins d'un an. Des gazoducs planifiés de longue date de la Norvège à la Pologne et de la Pologne à la Slovaquie ont été lancés afin de faciliter la diffusion du gaz sur tout le continent. Pour constituer ces réserves, les entreprises européennes ont dû surenchérir par rapport aux autres clients essentiellement asiatiques. Elles ont été facilitées par le ralentissement de la croissance chinoise du fait de la politique du zéro covid. Si un assouplissement de la politique sanitaire intervient dans ce pays, la demande en gaz pourrait augmenter.

Le deuxième objectif de l'Union européenne est une réduction de la consommation de gaz pour produire de l'électricité. L'Allemagne, qui abrite un puissant lobby antinucléaire, a accepté la prolongation de la durée de vie de ses trois derniers réacteurs, mais seulement jusqu'en avril. Quelques centrales au charbon mises à l'arrêt ont été redémarrées dont une en France. Les gouvernements européens multiplient les projets concernant les énergies renouvelables. Ils multiplient les réductions d'impôts, notamment en Belgique et en France. Ils réduisent les formalités administratives en France en République tchèque et en Italie. Du fait de l'arrêt des centrales nucléaires françaises, la dépendance de l'Europe au gaz pour la production d'électricité a augmenté. La sécheresse de cet été limite en outre les capacités de production des centrales

hydroélectriques. Les oppositions des populations aux éoliennes et aux panneaux solaires ne facilitent pas la concrétisation des projets de substitution des énergies propres aux énergies carbonées.

L'Union européenne demande que les États membres réalisent d'importantes économies d'énergie. Elles sont censées atteindre de 10 à 15 % pour le gaz. Si le temps exceptionnellement chaud pour l'automne a permis la réalisation d'importantes économies, rien ne garantit qu'il en sera de même durant l'hiver. En protégeant les consommateurs des hausses de prix, les gouvernements n'incitent que modérément à la diminution de leur consommation énergétique. L'essentiel de l'effort est ainsi supporté par les entreprises. En France, le prix de l'électricité et du gaz pour les ménages n'a augmenté que de 5 % par rapport à l'an dernier. Elle entend augmenter ce plafond à 15 % en 2023. L'Espagne a subventionné l'utilisation du gaz dans la production d'électricité pour faire baisser les prix. L'Italie, qui ne produit que 40 % de son électricité à partir du gaz, a réduit les taxes qui lui sont appliquées. Le résultat inévitable est que ces pays ont beaucoup moins réduit leurs dépenses que les autres grandes économies européennes qui n'ont pas encadré les prix de l'énergie. La disparité des réponses est contraire au droit européen. Logiquement, les États membres devaient mettre en place des politiques convergentes.

L'Union européenne peine à mettre en place une politique commune, que ce soit en matière de prix d'achat du gaz ou du pétrole que pour l'éventuelle émission d'un emprunt commun destiné à financer les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises. La Commission européenne a proposé un

plafond de 275 euros/mwh sur le contrat à terme européen de référence, à condition que les prix mondiaux du GNL soient inférieurs d'au moins 58 euros. Ce plafond est jugé élevé pour certains pays comme la France ou l'Espagne, qui craignent qu'il n'entre jamais en vigueur. Un plafond plus bas pénaliserait d'autres États, y compris l'Allemagne, au cas où cela entraînerait des pénuries, car le gaz pourrait être détourné vers d'autres parties du monde. Ce plafond pourrait enfin être inefficace car il ne concernerait pas les ventes privées. Les divergences reflètent des expositions diverses aux importations russes. L'industrie allemande dépend du gaz et préfère payer des prix élevés afin d'éviter tout rationnement. La France est peu consommatrice de gaz, mais, en l'absence du nucléaire, importe des quantités importantes d'électricité. Elle est donc favorable à toute mesure susceptible d'encadrer les prix de gros de l'électricité. L'Espagne a un pipeline vers l'Algérie et une capacité suffisante pour importer du GNL. Elle est en opposition frontale avec la France qui refuse la construction d'un gazoduc à destination de l'Allemagne. En revanche, l'Espagne est favorable à un plafonnement strict du prix, car elle a la garantie d'être livrée. L'Italie et une grande partie de l'Europe de l'Est demandent un plafonnement du prix du gaz et des mesures de soutien aux consommateurs.

La hausse du prix de l'énergie n'a pas plongé l'économie européenne en récession. Elle bénéficie encore des effets du rebond post-covid et des plans de relance qui ont été mis en œuvre en 2021. Par ailleurs, les ménages disposent d'une cagnotte d'épargne qu'ils n'ont pas encore touché. Le pari des gouvernements est une stabilisation de l'inflation en fin d'année

et une décre au début de l'année prochaine grâce notamment à un effet base (les prix de 2023 seront comparés à ceux de 2022 bien plus élevés que ceux de 2021). Ce pari repose également sur une augmentation modérée des salaires afin d'éviter l'enclenchement d'une spirale inflationniste. Il n'en demeure pas moins que la BCE devrait procéder à de nouvelles hausses de taux directeurs pour casser l'inflation avec comme conséquence un ralentissement de la croissance. Dans ces conditions, la survenue d'une récession au début 2023 reste d'actualité avec, selon Goldman Sachs, un déficit de production de 3 à 4 %. Une accélération de la substitution d'énergie pourrait réduire l'effet prix sur la production. Pour l'institut d'études allemand IFO, 75 % des entreprises auraient réussi en six mois à diminuer leur consommation de gaz sans réduire leur production. La chimie de base, les métaux et la céramique peinent néanmoins à rester compétitifs.

Les populations européennes sont pour le moment relativement calmes face aux augmentations des prix du fait des mesures de soutien au pouvoir d'achat décidées par les gouvernements. Les manifestations concernent essentiellement les systèmes de santé et des retraites ainsi que l'environnement. Les grèves sur le niveau de salaire n'ont pas été suivies par un nombre important de salariés. En Espagne, 670 000 personnes ont manifesté dans les rues de Madrid le 13 novembre sur la question des soins de santé et non sur les prix de l'énergie.

Les populations européennes continuent à soutenir l'Ukraine face à la Russie. À l'Est, elles craignent que la Russie ne s'arrête pas à la conquête de l'Ukraine. En Allemagne, les affres de la

division Est/Ouest demeurent fortes. Le consensus de la population repose sur les aides publiques qui depuis septembre 2021, se sont élevées à 573 milliards d'euros en Europe, selon Bruegel, un groupe de réflexion. L'Allemagne aurait au total consenti un effort de 264 milliards d'euros, tandis que la Suède aurait dépensé moins de 2 milliards d'euros. L'Italie devrait porter son soutien aux ménages et aux entreprises de 75 à plus de 100 milliards d'euros. Les dépenses totales atteignent 3 000 euros pour chaque ménage européen, soit presque autant que ce qui est consacré chaque année à l'éducation. La Commission européenne estime que plus des deux tiers de toutes les dépenses ne sont pas ciblées.

La question du financement des mesures en faveur des ménages et des entreprises est renvoyée à plus tard même si la crise au Royaume-Uni au mois d'octobre dernier a souligné la vulnérabilité financière des États européens. L'Italie, l'Espagne, la Grèce et la France qui sont entrées dans la crise avec des ratios dette/PIB supérieurs à 100 % devraient voir leur dette encore augmenter de 3 à 6 points de pourcentage. Le retour de critères budgétaires en 2024 devrait compliquer la donne d'autant plus que les États membres doivent faire face à des besoins en dépenses publiques croissants (retraite, santé, éducation, défense, transition énergétique, etc.). Christine Lagarde, la présidente de la BCE, a averti les ministres des finances européens qu'une augmentation des dépenses publiques pourrait conduire à une hausse plus rapide des taux d'intérêt. Les États dont les charges d'intérêt sont particulièrement élevées pourraient avoir besoin de la BCE pour soutenir leurs dettes et demander à

bénéficiaire du programme anti-fragmentation.

Face à la complexité de la situation et aux incertitudes économiques, les gouvernements ont tendance à différer les réformes structurelles même si le gouvernement en France a relancé celle sur les retraites mais avec une ambition moindre par rapport au projet de 2018. Initialement, avant la guerre en Ukraine, les décideurs avaient espéré que 2022 et 2023 seraient une

période de refonte économique sur fond d'accélération de la transition énergétique. L'Europe est désormais confrontée à un ralentissement économique avec un retour plus rapide à une croissance potentielle faible dans un contexte de vieillissement démographique. La nécessité de retrouver des projets communs débouchant sur une expansion équilibrée pour l'ensemble de l'Europe est plus que jamais d'actualité.



HORIZON FINANCE

L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES A-T-ELLE ENCORE UN SENS ?

Le monétarisme, dans les années 1980, et la construction de la monnaie européenne, dans les années 1990, ont eu, l'un comme l'autre, à cœur de placer en haut de l'affiche le principe de l'indépendance des banques centrales. Pour le monétarisme, l'idée était d'éviter une ingérence des gouvernements dans la politique monétaire. Selon cette théorie les politiques ne sont pas à même de promouvoir une progression régulière et anticipée de la masse monétaire du fait de leur tentation d'utilisation de la monnaie à des fins électorales. Dans cette perspective, la politique monétaire doit avoir la stabilité des prix pour objectif majeur. La création de l'euro a été acceptée par les États d'Europe du Nord et tout particulièrement par l'Allemagne à la condition que la banque centrale européenne et les banques centrales membres du système monétaire européen ne reçoivent aucune injonction de la part des gouvernements. Les textes européens sont, en la matière, extrêmement clairs. Conformément à l'article 130 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, *« dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et par les présents statuts, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans*

l'accomplissement de leurs missions ». Les Allemands ont imposé cette indépendance craignant que les États d'Europe du Sud utilisent la création monétaire comme outil de financement des déficits publics. Ils avaient peur d'une contagion inflationniste par le Sud. Ce schéma a prévalu jusqu'à la crise financière. Depuis, la lutte contre la déflation et la montée de l'endettement public semblent avoir remis en cause à la fois le monétarisme et l'indépendance des banques centrales.

Politique monétaire et politique budgétaire ont toujours été liées. Pour lutter contre l'inflation, la première a besoin de la seconde. Pour freiner la hausse des prix, les banques centrales utilisent l'arme des taux directeurs. Les États sont censés également réduire leur déficit pour ralentir l'activité et peser ainsi sur la hausse des prix. Le déficit public des États-Unis est passé de 14 à 4 % du PIB de 2020 à 2022 en lien avec la hausse des taux directeurs. Dans la zone euro, la situation est plus confuse. La Banque centrale européenne a retardé autant que possible la hausse de ses taux, les États maintenant de leur côté des politiques budgétaires expansionnistes pour compenser les effets récessifs de l'augmentation des prix de l'énergie et des matières premières. La coordination politique budgétaire/politique monétaire telle qu'elle est effectuée aux États-Unis est plus efficace pour lutter contre l'inflation. Ce pays n'est pas dans la même position que ceux de la zone euro plus exposés à la hausse du prix des hydrocarbures et aux risques de pénurie.

Depuis quelques années, les pouvoirs publics affectent aux politiques monétaires et budgétaires plusieurs objectifs avec le risque qu'elles n'en atteignent aucun. Les banques centrales doivent assurer non seulement la stabilité des prix mais aussi l'emploi, la croissance, et le financement de la transition énergétique. Les États doivent de leur côté réduire les inégalités sociales tout en augmentant les dépenses militaires, celles d'éducation ou celles en lien avec la lutte contre le réchauffement climatique. Par ailleurs, le vieillissement de la population génère un surcroît de dépenses au niveau des retraites et de la santé. L'interférence entre politique monétaire et politique budgétaire est de plus en plus forte. Les banques centrales doivent prendre en compte la capacité des États à financer les dépenses publiques nécessaires, des dépenses en forte augmentation en particulier au sein de la zone euro. Elles ont progressé de plus de 10 % depuis 2019. Le niveau atteint par les dettes publiques contraint la politique des banques centrales. Tout relèvement des taux a des incidences budgétaires importantes pouvant mettre en danger la solvabilité des États.

La politique monétaire est de moins en moins neutre. Ces dernières années, elle a fortement influencé le cours des actions. La politique monétaire expansionniste s'est accompagnée de la multiplication de près de 4 de l'indice S&P500 et de près de 2 de l'indice Eurostoxx. Elle a également favorisé la hausse du prix des logements (100 % de hausse depuis 2010 aux États-Unis et de 45 % en zone euro). En forte hausse, les transactions immobilières ont conduit à un endettement accru des ménages. L'envolée de l'encours des crédits amène les banques centrales à demander aux banques de réduire leur offre de prêts afin de limiter les risques d'une nouvelle crise financière.

La sensibilité des opinions face aux événements économiques et financiers s'est accrue. Tout ralentissement de la croissance, tout relèvement des taux d'intérêts donne lieu à des réactions au sein de l'opinion plus importantes que dans les années 1970 ou 1980. En raison de la succession des crises, les populations sont plus fragiles et plus défiantes à l'encontre des pouvoirs publics. Les banques centrales doivent en tenir compte dans la fixation de leurs taux ou dans leurs décisions concernant les rachats d'obligations.

Les banques centrales sont non seulement de plus en plus dépendantes des États auxquels elles sont rattachées territorialement, mais aussi entre elles. Les décisions des grandes banques centrales ont des effets au-delà de leur zone de compétences. Avec la forte augmentation des mouvements de capitaux, leurs décisions, du moins pour les plus grandes d'entre-elles, ont des effets au-delà des frontières de leur territoire de compétences. Les variations des taux directeurs des États-Unis ou de la zone euro entraînent des conséquences mondiales. Les banques centrales sont obligées de se coordonner afin d'éviter une déstabilisation de la sphère financière internationale.

Les banques centrales sont de plus en plus contraintes dans leurs actions. Elles ne peuvent plus limiter leur champ d'action à la seule inflation. Elles doivent prendre en compte la solvabilité financière des États et des établissements financiers, ou bien encore l'emploi. Propulsées comme des acteurs majeurs de la politique économique depuis la crise des subprimes, elles ont perdu une grande partie de leur indépendance non pas sur le plan institutionnel mais sur le plan économique.

LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES ONT-ELLES ÉTÉ UNE ERREUR ?

Les Banques Centrales des pays de l'OCDE ont toutes été confrontées au recul de l'inflation en dessous de l'objectif de 2 % de 2012 à 2020. Par crainte de l'enclenchement d'une spirale déflationniste, elles ont réagi en mettant en œuvre une politique monétaire expansionniste se caractérisant par des taux d'intérêt à court terme nuls ou négatifs et des rachats de titres aboutissant à une forte augmentation de la masse monétaire. Avant la survenue de la crise sanitaire, l'inflation ne s'était pas réellement relevée à la différence des prix de l'immobilier et des actions. L'endettement des agents économiques a atteint des niveaux importants. Les États ont maintenu des politiques budgétaires expansionnistes, aidés en cela par les faibles taux d'intérêt.

De la fin des années 1990 à la crise des subprimes, l'inflation et l'inflation sous-jacente ont oscillé autour de l'objectif d'inflation des Banques Centrales. Celles-ci ont pratiqué en début de période une politique assez accommodante pour la durcir à partir de 2005 du fait des tensions inflationnistes qui se faisaient jour. La crise des subprimes provoque une rupture, l'inflation tend naturellement à repasser en-dessous des 2 %. Les banques centrales optent pour des politiques non conventionnelles avec des rachats d'obligation et un passage des taux directeurs à zéro voire en terrain négatif. La Réserve fédérale a mis en œuvre cette politique dès 2008. La BCE a été moins prompte à l'adopter notamment pour des raisons juridiques et des divisions internes. Néanmoins, à partir de 2015, la BCE s'aligne en la

matière sur la FED. La base monétaire passe ainsi de 1 500 milliards à 4 500 milliards de dollars de 2007 à 2016 aux États-Unis et de 1 500 à 3 000 milliards d'euros pour la zone euro. La crise sanitaire provoque une amplification des politiques non conventionnelles, la baisse monétaire atteignant 9 000 milliards de dollars aux États-Unis et 6 000 milliards d'euros.

Cette politique monétaire expansionniste a été inefficace puisque, de 2008 à 2020, elle a été incapable de faire remonter l'inflation. L'injection de liquidités dans l'économie a essentiellement provoqué l'augmentation des prix des actifs financiers et immobiliers. La baisse des taux d'intérêt des obligations via un mécanisme de rééquilibrage de portefeuilles a conduit à l'affectation d'une partie de la monnaie créée dans différents actifs (actions, cryptoactifs et immobilier). La monnaie n'a pas été utilisée pour financer des achats de biens et services. L'indice boursier S&P500 a été multiplié par 5 de 1998 à 2021. Les multiples de valorisation des opérations de private equity (multiples d'EBITDA) sont passés de 8 à 20 de 2004 à 2021 aux États-Unis et de 6 à 10 en zone euro. Le prix des logements a plus que doublé en vingt ans aux États-Unis comme en zone euro.

La politique monétaire expansionniste a provoqué un gonflement de l'endettement qui rend difficile son inversion. La dette publique représente plus de 120 % du PIB aux États-Unis et 100 % en zone euro. La dette des ménages et des entreprises aux États-Unis s'élevait, fin 2021, à 120 % du PIB et en zone euro à 160 % du PIB.

Pour endiguer l'inflation générée par la crise covid (désorganisation des circuits de production, plans de relance) et par la guerre en Ukraine, les banques centrales sont condamnées à relever leurs taux directeurs mais la sensibilité des agents économiques à cette hausse est bien plus élevée aujourd'hui que dans le passé en raison de leur niveau d'endettement. Pour éviter tout blocage financier, le durcissement de la politique monétaire doit s'accompagner d'un resserrement de la politique budgétaire et une hausse de l'épargne privée, ce qui signifie, du moins dans un premier temps, un ralentissement marqué de la croissance. Cette politique devrait provoquer un recul des prix des actifs financiers et des prix de l'immobilier. Ce schéma théorique peut ne pas se vérifier. Les gouvernements sont tentés de maintenir, surtout en Europe, un filet de sécurité important en matière de pouvoir d'achat. Ils s'opposent ainsi à la politique monétaire restrictive en évitant une baisse de la consommation. De ce fait, ils acceptent le principe d'une inflation plus forte que dans le passé qui offre l'avantage de réduire le poids de la dette. Les taux d'intérêt restent bas au vu de l'inflation ; en termes réels, ils sont même fortement négatifs. La politique monétaire ne peut pas donc être considérée comme restrictive.

Les États européens éprouvent les pires difficultés à sortir des politiques monétaires accommodantes en raison de l'endettement public et privé élevé.

Les taux bas jouent le rôle de drogue. Le sevrage est problématique. Les gouvernements auraient dû privilégier la carte budgétaire entre 2008 et 2016 pour relancer l'inflation et non abuser de l'arme monétaire. En stimulant directement la demande de biens et de services, les prix ont tendance à augmenter. Ce phénomène a été vérifié en 2021 avec la multiplication des plans de relance. À la sortie de la crise financière, les États occidentaux ont souhaité réduire rapidement leurs déficits publics. Les autorités européennes ont imposé des plans de rigueur aux États enregistrant des déficits élevés (déficits publics et déficits de la balance des paiements courants), ce qui a contribué à ralentir la croissance. Après la crise des dettes souveraines, la zone euro est entrée en récession en raison de la réduction des déficits publics et d'une politique monétaire qui restait alors conventionnelle. À partir de 2015, implicitement, il est demandé à la BCE d'assurer tout à la fois le retour de la croissance, l'amélioration du marché de l'emploi et le retour de l'inflation de 2 %. La politique monétaire avait un nombre exagéré d'objectifs à atteindre, ce qui a conduit à l'atteinte d'aucun d'entre eux. En 2022, la BCE a tardé à s'attaquer à maîtriser l'inflation et les États ont conservé une grande partie de l'arsenal mis en place lors de la crise sanitaire. Les États-Unis semblent avoir fait preuve de plus de réactivité mais il faut souligner qu'ils sont moins exposés que l'Europe au risque énergétique.

HORIZON LOINTAIN

LA TAXE CARBONE A LA FRONTIÈRE EST-ELLE UNE BONNE IDÉE ?

Mardi 13 décembre, la Commission européenne, le Parlement européen et les États membres se sont mis d'accord sur les grandes lignes d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF). Ce dispositif sans précédent permettra de taxer, dans les secteurs les plus émetteurs (acier, ciment, engrais, etc.) et les importations de marchandises en provenance de pays tiers aux normes inférieures à celles de l'Union en ce qui concerne les émissions de gaz à effet de serre. L'objectif est d'éviter un recours à des importations de produits ne respectant pas les normes européennes et qui pourraient être ainsi moins coûteuses que ceux fabriqués en Europe. Ce mécanisme est censé limiter les délocalisations. Il pourrait néanmoins les accroître en incitant les entreprises incorporant de nombreux biens intermédiaires fabriqués à l'étranger et exportant une part non négligeable de leur production à s'implanter dans des pays n'appliquant pas de taxe carbone. Par ailleurs, ce mécanisme pourrait avoir un effet inflationniste indéniable.

L'Union européenne est la première zone commerciale au monde à mettre un prix carbone sur ses importations. Ce dispositif s'inscrit dans un plan dénommé « Fit for 55 » en cours de négociation devant permettre à l'Union de réduire d'au moins 55 % ses émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030 par rapport au niveau atteint en 1990 et d'atteindre la neutralité carbone en 2050.

La taxe obligera les importateurs de marchandises de pays tiers à acheter des certificats pour couvrir les émissions

de CO₂ directes engendrées par leur fabrication. Cette taxe vise à instituer des conditions de concurrence équitables entre les entreprises étrangères et les entreprises européennes, qui doivent acheter des « droits à polluer » sur le marché européen du carbone. Si un prix carbone existe déjà dans un pays tiers, les importateurs ne paieront que la différence. La Chine dispose ainsi d'un prix du carbone, qui est encore inférieur à celui de l'Union. Les importateurs seront donc amenés à s'acquitter de droits carbone aux frontières. La Chine aura la possibilité d'augmenter son prix carbone. Le dispositif tiendra compte des émissions indirectes issues de l'électricité utilisée pour la production des produits importés. Le mécanisme concernera les importations des secteurs jugés les plus polluants (fer et acier, aluminium, ciment, engrais, électricité). La production d'hydrogène a été incorporée à la liste comme le réclamait le Parlement européen. Le mécanisme entrera en vigueur en octobre 2023 mais, dans un premier temps, les entreprises déclareront le contenu carbone des produits importés sans payer. Les importateurs seront taxés à partir de 2026 ou 2027.

D'ici à 2030, le MACF sera étendu à tous les secteurs pour lesquels il y a des risques de fuite de carbone, sur la base d'une liste qui sera établie par la Commission. Pour le moment, seuls les produits transformés ne sont soumis à la taxe. Ainsi, un constructeur automobile achète de l'acier à la Turquie, devra payer des droits carbone. Si un fabricant automobile importe de l'acier

en Europe depuis la Turquie, il paiera le MACF mais s'il importe une voiture fabriquée au Maroc avec de l'acier turc, il ne l'acquittera pas. Ce sujet devrait être traité par l'Europe ultérieurement. Le MACF pourrait générer plus de 14 milliards d'euros de recettes annuelles. Cette ressource sera affectée au budget européen.

Sa mise en œuvre suppose la suppression des quotas gratuits de droits carbone dont bénéficient certains secteurs et entreprises de l'Union européenne afin d'éviter une distorsion de concurrence qui serait condamnée par l'Organisation Mondiale du Commerce. Depuis la mise en place du marché carbone européen en 2005, les industries à fortes émissions de gaz à effet de serre disposent de quotas de droits carbone afin de ne pas pénaliser leur production. Selon le WWF, les secteurs de la sidérurgie et des cimenteries bénéficieraient d'une exonération de taxe carbone portant sur 53 % de leurs émissions de gaz à effet de serre. Le Parlement souhaite une réduction des quotas gratuits de 20 % par an, à partir de 2027 sur cinq ans. La Commission et le Conseil de l'Union défendent le principe d'une réduction de 10 % par an, entre 2025 et 2035. Le gain pour les États a été évalué à 40 milliards d'euros qui pourraient être affectés à la recherche pour la décarbonation en prenant exemple sur le plan « Reduction Act américain »

Les représentants des industries européennes sont plutôt hostiles à ce mécanisme de taxation des importations. Ce dernier ne prend pas en compte l'organisation des chaînes de valeur. Les importateurs de produits de base seront pénalisés devant payer leurs quotas carbone et les droits sur les importations. Ces transformateurs

pourraient souffrir de la concurrence des autres zones géographiques qui conserveront des taxes carbone inférieure. Les États-Unis, le Royaume-Uni, la Turquie et de nombreux pays émergents pourraient être gagnants d'autant plus que l'assujettissement des produits finis à la taxation carbone interviendra dans un second temps. Un fabricant de couteaux de Corse devra acheter de l'acier étranger taxé ou de l'acier européen protégé mais plus cher que ses concurrents situés en Turquie ou en Algérie. Les exportateurs européens perdront en compétitivité avec une base de coûts supérieure plus élevée. D'après négociations sont à attendre avant la mise en place de ce mécanisme en 2026 ou en 2027 pour établir son champ et ses modalités d'application. Les autorités européennes devront établir les règles de taxation de produits fabriqués dans de nombreux pays. Elles devront vérifier l'application des normes environnementales qui seront différentes et dont le respect pourra varier d'un pays à un autre. Ce mécanisme devrait accroître les prix des produits finaux et réduire le pouvoir d'achat des ménages. L'Europe s'engage dans une voie qui pourrait s'assimiler à une forme de protectionnisme. Depuis quelques semaines, les autorités françaises demandent à l'Europe de réagir au plan d'aide américain aux entreprises afin qu'elles accélèrent leur transition énergétique. Ce plan comporte des crédits d'impôt sur le modèle du crédit d'impôt recherche français qui a fait l'objet de critiques, en son temps, tant par la Commission européenne que par les États-Unis. De part et d'autre de l'Atlantique, un regain de nationalisme économique est à l'œuvre. Contrairement aux idées reçues, il pénalisera avant tout les consommateurs.

COMMENT RÉUSSIR LES RELOCALISATIONS ?

L'Europe a perdu la bataille de l'acier et de l'aluminium à partir des années 1990. Les surcoûts de production en lien avec l'énergie et les normes environnementales ont eu raison des industries de biens intermédiaires qui ont migré vers les pays émergents, pays dans lesquels la demande était en forte progression. Dans le cadre de la lutte contre les émissions des gaz à effet de serre, des espoirs de relocalisation se font jour. Pour certains, le retour de l'industrie lourde est jugé nécessaire afin de maintenir et de développer l'ensemble de l'industrie. Pour d'autres, ce retour est une question d'indépendance économique et protection de l'environnement.

Ces trente dernières années, les industries de biens intermédiaires (acier, aluminium, engrais, ciment, etc.) ont donné lieu au sein de la zone euro provoquant à une multiplication par trois des importations qui sont passées de 6 à près de 18 points de PIB. Les délocalisations de ces industries ont pour explication essentielle un prix de production plus bas des produits correspondants dans les pays émergents. L'écart de coûts de production était de 35 % en 2021 bien qu'il se soit contracté en vingt ans (il atteignait 60 % en 1998).

Les pays européens souhaitent une relocalisation d'une partie de ces activités jugées essentielles dans le cadre des processus de production. L'instauration d'une taxe carbone à la frontière vise à faciliter cette relocalisation. Elle est prévue en 2027 et concernera justement dans un premier temps les biens intermédiaires (acier, aluminium, engrais, ciment, etc.). Néanmoins, cette taxe de nature protectionniste pourrait également conduire à de nouvelles délocalisations. Les entreprises produisant des biens de

consommation importants et des biens intermédiaires pourraient échapper à la contrainte de la taxe carbone en s'installant en-dehors de l'Union européenne, ce qui diminuerait également la demande aux entreprises produisant des biens intermédiaires européennes. Au sein de la zone euro, la production de biens de consommation et de biens intermédiaires évolue de manière parallèle depuis vingt ans (+30 %).

Pour être efficace, la taxe carbone doit compenser les surcoûts supportés par les entreprises industrielles installées en Europe pour produire de manière décarbonée du ciment, de l'aluminium, de l'acier, etc. Les écarts de coût de production sont importants car les énergies renouvelables sont chères et les process de décarbonation le sont également, surtout en tenant compte de l'amortissement des équipements nécessaires. A minima, selon l'économiste de Natixis, Patrick Artus, le coût de la tonne carbone devrait être fixé à 100 euros pour être efficace.

Les relocalisations des industries intermédiaires supposent que ces dernières bénéficient d'un avantage technologique important en lien avec l'utilisation de nouvelles techniques de production. Grâce à des investissements importants, les pays de l'OCDE pourraient ainsi utiliser une technologie décarbonée pour produire les biens intermédiaires, quand les pays émergents utiliseraient une technologie carbonée.

La relocalisation des industries lourdes suppose que les populations européennes acceptent l'implantation d'usines à proximité de leur domicile. Elle exige également la formation d'ingénieurs et de techniciens qui font actuellement cruellement défaut.

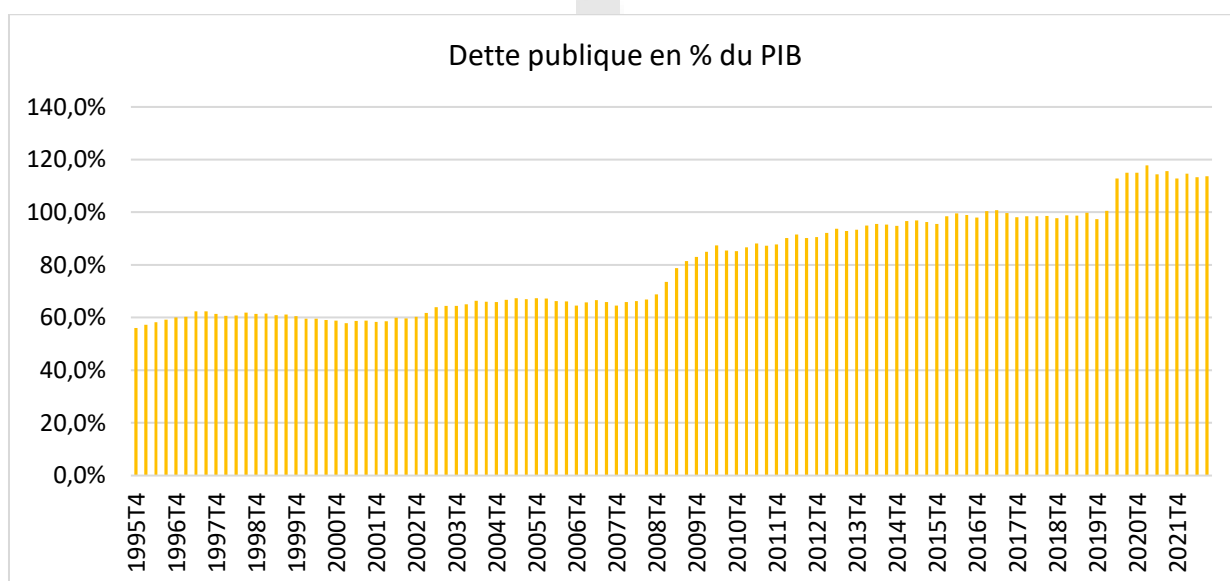
POINTS DE REPÈRE

LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE, SUR LA CRÊTE DES 3000 MILLIARDS D'EUROS

À la fin du troisième trimestre, la dette publique au sens de Maastricht s'établit, selon l'INSEE, à 2 956,8 milliards d'euros, soit une augmentation de 40,0 milliards d'euros par rapport au trimestre précédent. Elle s'élève désormais à 113,7 % du PIB, après 113,3 % au trimestre précédent.

L'augmentation de la dette brute des administrations publiques résulte de celles de l'État et des administrations de sécurité sociale. Au troisième trimestre, la contribution de l'État à la dette publique augmente de plus de 36 milliards d'euros. L'État continuant de puiser dans sa trésorerie ce

trimestre (-23,6 milliards d'euros), sa dette nette est en forte augmentation : +60,6 milliards d'euros sur un trimestre. La contribution des administrations de sécurité sociale (Asso) à la dette publique s'accroît ce trimestre de 8,8 milliards d'euros. En revanche, la contribution des administrations publiques locales est en baisse (-6,2 milliards d'euros). Les collectivités locales se sont désendettées de 5,7 milliards d'euros dont 2,4 milliards d'euros pour les communes, 2,2 milliards d'euros pour les régions et 1,1 milliard d'euros pour les départements.

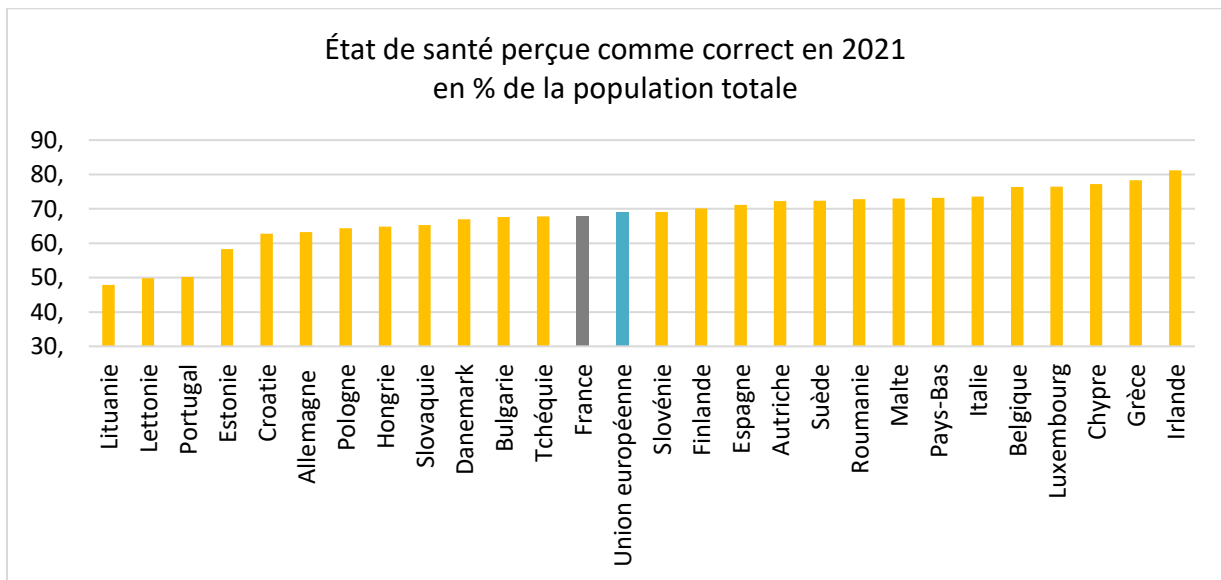


Cercle de l'Épargne – données INSEE

70 % DES EUROPÉENS EN BONNE SANTÉ !

En 2021, au sein de l'Union européenne, près de sept personnes sur dix âgées de 16 ans ou plus évaluaient leur état de santé comme bon ou très bon (69 %). La perception positive de la santé était meilleure chez les hommes que chez les femmes (72 % des hommes contre 67 % des femmes).

Parmi les États membres de l'Union, les taux élevés de perception en bonne santé sont enregistrés en Irlande (81 %) qui devance la Grèce (78 %), Chypre et le Luxembourg (77 % chacun). À l'autre extrémité de l'échelle, les États membres de l'Union avec des faibles taux étaient la Lituanie (48 %), la Lettonie et le Portugal (50 % chacun). La France se situe juste au-dessous de la moyenne européenne.



Cercle de l'Épargne - données Eurostat

LES STATISTIQUES ÉCONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2021	2 474	3 549	1 775	1 191	12 172
PIB par tête en 2021 En euros	36 379	42 666	29 878	25 008	35 438
Croissance du PIB 2021	+6,9 %	+2,7 %	+6,5 %	+5 %	+5,2 %
troisième trimestre 2022	+0,2 %	+0,4 %	+0,5 %	+0,2 %	+0,3 %
Inflation En % - novembre 2022	7,1	11,3	12,1	6,6	10,0
Taux de chômage En % - oct. 2022	7,1	3,0	7,8	12,5	6,5
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	-
Ratio de dépendance (2021)* en %	33,6	34,2	37,0	33,0	33,2
Dépenses publiques En % du PIB 2021	59,0	51,3	55,3	50,6	52,
Solde public En % du PIB 2021	-6,5	-3,7	-7,2	-6,9	-5,1
Dettes publiques En % du PIB 2021	112,8	68,6	150,3	118,3	97,2
Balance des paiements courants En % du PIB – oct. 2022	-1,4	+4,3	-0,5	+0,5	-0,3
Échanges de biens En % du PIB – oct. 2022	-5,9	+1,9	-1,5	-5,1	-2,2
Parts de marché à l'exportation En % 2021	2,6	7,4	2,8	1,7	24,7
Taux d'épargne en % du revenu disponible brut	15,1	19,5	11,0	8,5	13,2

*Ratio de dépendance = population âgée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15 - 64 ans
Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat - INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

	Résultats – Décembre 2022
CAC au 31 décembre 2021	7 153,03
CAC au 30 décembre 2022	6 471,31
Évolution en décembre 2022	-3,35 %
Évolution sur 12 mois	-8,95 %
Daxx au 31 décembre 2021	15 884,86
DAXX au 30 décembre 2022	13 923,59
Évolution en décembre 2022	-3,29 %
Évolution sur 12 mois s	-12,35 %
Footsie au 31 décembre 2021	7 384,54
Footsie au 30 décembre 2022	7 451,74
Évolution en décembre 2022	-1,60 %
Évolution sur 12 mois	-0,91 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2021	4 298,41
Eurostoxx au 30 décembre 2022	3 792,28
Évolution en décembre 2022	-4,35 %
Évolution sur 12 mois	-11,93 %
Dow Jones au 31 décembre 2021	36 338,30
Dow Jones au 30 décembre 2022	33 147,25
Évolution en décembre 2022	-4,96 %
Évolution sur 12 mois	-9,68 %
Nasdaq au 31 décembre 2021	15 644,97
Nasdaq au 30 décembre 2022	10 466,48
Évolution en décembre 2022	-9,69 %
Évolution sur 12 mois	-33,80 %
S&P 500 au 31 décembre 2021	4 766,18
S&P 500 au 30 décembre 2022	3 839,50
Evolution en décembre 2022	-5,90 %
Evolution sur 12 mois	-19,44 %
Nikkei au 31 décembre 2021	28 791,71
Nikkei au 30 décembre 2022	26 094,50
Évolution en décembre 2022	-6,70 %
Évolution sur 12 mois	-9,37 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2021	3 639,78
Shanghai au 30 décembre 2022	3 089,26
Évolution en décembre 2022	+1,97 %
Évolution sur 12 mois	-15,13 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2021	1,1378
Parité au 30 décembre 2022	1,0697
Évolution en décembre 2022	+2,65 %
Évolution sur 12 mois	-6,04 %
Once d'or au 31 décembre 2022	1 825,350
Once d'or au 30 décembre 2022	1 815,38
Évolution en décembre 2022	+2,69 %
Évolution sur 12 mois	-0,31 %
Pétrole au 31 décembre 2021	78,140
Pétrole au 30 décembre 2022	84,08
Évolution en décembre 2022	-0,89 %
Évolution sur 12 mois	+8,55 %

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