

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« Retrouver l'esprit des pionniers »	2
HORIZON FRANCE.....	3
<i>Panne de courant pour la productivité en France</i>	3
<i>Dette publique, vérité d'un côté du Rhin, erreur de l'autre côté ?</i>	4
<i>la bataille des compétences, un pont trop loin ?</i>	5
HORIZON EXTÉRIEUR.....	7
<i>L'économie russe, une résilience qui n'en finit pas d'étonner</i>	7
<i>Chine, les derniers mètres sont toujours les plus difficiles !</i>	10
<i>Europe et États-Unis, deux planètes pour l'épargne ?</i>	11
HORIZON FINANCE.....	13
<i>Durcissement monétaire, combien de mois pour être efficace ?</i>	13
<i>L'Europe peut-elle échapper à une crise des dettes souveraines ?</i>	14
HORIZON LOINTAIN	16
<i>le nucléaire français, un atout si mal entretenu</i>	16
<i>Chômage et inflation, quand tout change, rien ne change. ?</i>	21
POINTS DE REPÈRE.....	23
<i>L'Europe en pointe pour le nombre de chercheurs</i>	23
<i>Les jeunes ni en emploi, ni en formation, un problème récurrent en France</i>	24
<i>Les statistiques économiques</i>	27
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	28



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« RETROUVER L'ESPRIT DES PIONNIERS »

À la fin de son septennat, Valéry Giscard d'Estaing se félicitait qu'en quelques années, la France ait pu se doter d'un parc de centrales nucléaires lui permettant de bénéficier de l'électricité la moins chère d'Europe et même d'en exporter en Allemagne. Cinquante ans plus tard, le déficit du commerce extérieur dépasse 150 milliards d'euros, le poids de l'industrie a été divisé par deux, la dette publique a été multipliée par cinq et l'électricité, hier abondante, est devenue rare au point de craindre des rationnements. Ces derniers n'ont pas eu lieu et espérons qu'il en sera ainsi dans les prochains mois mais ils sont les illustrations des erreurs commises depuis des années.

La préférence par électoralisme, par démagogie, aux dépenses de fonctionnement au détriment de celles en faveur de l'investissement est en grande partie responsable de la situation peu envieuse dans laquelle nous nous trouvons. L'abandon de Superphénix et l'arrêt de toute nouvelle construction de centrales nous exposent à un problème d'approvisionnement électrique au moment même où cette énergie est en voie de remplacer le pétrole et le gaz. Les centrales nucléaires construites essentiellement dans les années 1970 et 1980 ont à présent plus de quarante ans. La seule solution est d'allonger leur

durée de vie au prix de travaux d'entretien de plus en plus coûteux. D'un atout, nous avons fait une faiblesse. Quand, dans le passé, les durées de construction étaient de quelques années, elles peuvent, comme avec l'EPR de Flamanville dépasser une dizaine d'années. En matière de coût de construction, ce projet est devenu pharaonique, près de 20 milliards d'euros en 2022, soit six fois qu'initialement prévu.

La multiplication des contraintes bureaucratiques et la perte de compétences générée par la désindustrialisation transforment désormais tout chantier en une aventure digne des Douze travaux d'Hercule. La décision de relancer un nouveau programme nucléaire, après moultes années de reculs et de tergiversations est une bonne nouvelle mais manque d'ambition. Quand Georges Pompidou et Valéry Giscard d'Estaing optent pour les centrales nucléaires à eau pressurisée, leur choix est commandé par la recherche de la plus grande efficacité énergétique. Ils demanderont aux équipes d'ingénieurs français d'améliorer les brevets américains de PWR. Ce pari a été gagnant offrant à la France un savoir-faire reconnu de toutes et tous. En parallèle à la construction de nouvelles centrales, de nouveaux programmes de recherche sont nécessaires pour accélérer la construction des réacteurs, pour en améliorer l'efficacité. Des équipes aux États-Unis, en Russie notamment travaillent sur la fusion nucléaire de manière indépendante du



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

projet d'Iter qui est d'une rare complexité. Les projets de microcentrales nucléaires, moins coûteuses, plus faciles à installer, moins consommatrices d'eau se développent.

Depuis près de soixante-dix-ans, la France a toujours été en pointe en matière d'énergie nucléaire grâce à la mobilisation des acteurs publics et des

acteurs privés. Il est indispensable de retrouver l'esprit de pionniers qui a permis à la France devenir dans les années 1980 le pôle de référence pour l'énergie nucléaire.

Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

PANNE DE COURANT POUR LA PRODUCTIVITÉ EN FRANCE

À la fin de l'année 2022, la France comptait un million d'emplois de plus qu'en 2019 pour un PIB légèrement supérieur. Plus d'emplois pour une production quasi-identique signifie une baisse de la productivité par tête. La baisse est plus marquée en France que dans les autres pays. Cette situation est liée à la structure économique du pays et à un changement de comportement de la part des salariés et des employeurs.

Entre le quatrième trimestre 2019 et le troisième trimestre 2022, la productivité par tête a reculé de 2,8 % en France, contre 2,1 % en Espagne et 0,1 % en Allemagne. Elle a augmenté de 1,7 % en Italie.

Depuis le début de la crise sanitaire, le temps de travail par tête diminue en France. Les salariés effectuent moins d'heures supplémentaires que dans le passé. Les entreprises sont dans l'obligation de doubler certains postes en raison de leur pénibilité. Les problèmes d'approvisionnement ont

pesé sur la production de ces derniers mois sans pour autant que les entreprises réduisent leurs effectifs. L'économie française se caractérise par le développement des services domestiques, un secteur qui dégage de faibles gains de productivité. L'industrie emploie de moins en moins de salariés, soit moins de 10 % de la population active, ce qui contribue également à une baisse de la productivité par tête. La baisse de la productivité amène à un affaiblissement de la rentabilité des entreprises françaises. Les profits après taxe et intérêts mais avant dividendes ont diminué de deux points au cours de ces deux dernières années en lien notamment avec la progression des coûts salariaux, autour de 6 % en 2022.

La France se différencie des autres pays de la zone euro par le fort recul de la productivité du travail qui n'est causé qu'à hauteur de 1/3 par le recul de la durée du travail par salarié. Ce recul est à la fois la cause et la conséquence des créations d'emploi. Il concerne tous les secteurs d'activité. L'industrie est



pénalisée par des problèmes d'approvisionnement quand les services doivent faire face à des difficultés de recrutement pour des postes à horaires décalés ou à forte pénibilité. La France semble avoir une plus forte appétence aux loisirs que l'Allemagne ou l'Italie. Le

phénomène de la « grande démission » constaté aux États-Unis existe en France mais sous une autre forme. Les salariés démissionnent au profit d'emplois moins pénibles, situés dans des communes attractives (à proximité des façades maritimes).

DETTE PUBLIQUE, VÉRITÉ D'UN CÔTÉ DU RHIN, ERREUR DE L'AUTRE CÔTÉ ?

L'Allemagne connaît un vieillissement bien plus rapide et important que la France. Pour autant le pays a réussi à enregistrer des excédents publics avant la crise sanitaire et à réduire sa dette publique. Si dans les années 2000, les deux pays étaient assez proches en matière d'endettement, l'écart atteint désormais plus de 45 points de PIB, au détriment de la France.

En France, la dette publique s'élevait, en 2021, à 115 % du PIB, contre 70 % du PIB en Allemagne. Entre 1995 et 2007, les dettes publiques des deux pays ont évolué de concert. En 2009, la dette publique allemande a atteint un sommet à 80 % du PIB avant de redescendre à 59 % du PIB avant le début de l'épidémie. Celle de la France a augmenté sans discontinuer de 2008 à 2021. Contrairement à quelques idées reçues, le différentiel de croissance n'explique pas l'écart de dette publique entre les deux pays. De 1995 à 2019, la France a connu une expansion plus importante de son PIB que l'Allemagne : +50 %, contre +40 % en valeur réelle. Entre 2009 et 2019, l'Allemagne connaît une croissance supérieure à celle de la France mais pas au point de compenser le retard accumulé entre 1995 et 2007. Plus encore que la France, l'Allemagne a bénéficié de taux d'intérêt faibles. Or,

plus le taux d'intérêt à long terme est faible par rapport à la croissance, plus le taux d'endettement public recule. Ce phénomène n'explique qu'une partie du différentiel. L'évolution des dépenses publiques ont, en revanche, joué un grand rôle dans la progression de la dette publique française. Celles-ci sont passées entre 1995 et 2019 en Allemagne, de 54 à 45 % du PIB quand elles sont restées autour de 55 % du PIB en France. L'Allemagne a réussi à maîtriser ses dépenses de retraite autour de 9 % du PIB, quand elles sont passées de 10,5 à 14 % du PIB en France. Les pouvoirs publics français dépensent plus que l'Allemagne pour la santé (8,5 contre 7 %) et pour l'éducation (5,4 contre 4,4 %) avec une efficacité discutable. L'investissement public est plus élevé en France qu'en Allemagne (4 % contre 2,5 %) tout comme pour l'effort de défense (1,75 % contre 1 %). Les dépenses en faveur du logement et de l'emploi sont également plus importantes en France (écart d'un point de PIB pour le logement et de 0,2 point pour l'emploi). Si après la crise financière de 2008, la France a fortement augmenté les prélèvements obligatoires, ces derniers sont orientés à la baisse depuis 2013. Après avoir aggravé la pression fiscale sur les ménages et les entreprises au début de



son quinquennat, François Hollande a mis en œuvre une politique d'allègements qu'Emmanuel Macron a poursuivi. Après avoir atteint, en 2015, 46 % du PIB, les prélèvements obligatoires ont diminué à 45 % du PIB avant la crise sanitaire. En Allemagne, la pression fiscale tout en restant inférieure à celle de la France a augmenté de manière régulière de 2011 à 2019 passant de 38 à 40 % du PIB permettant d'équilibrer les comptes publics. La France a allégé toutes les catégories d'impôt quand l'Allemagne les stabilisait voire les augmentait faiblement.

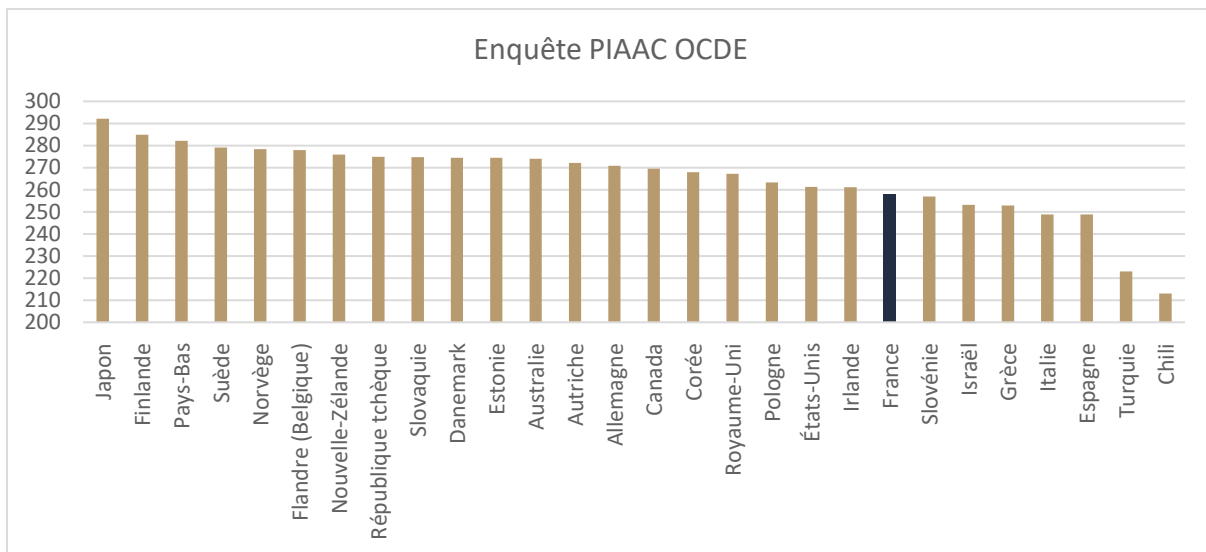
Le différentiel de dettes publiques entre la France et l'Allemagne est essentiellement dû à la combinaison d'une progression plus rapide des dépenses publiques et d'une baisse des prélèvements obligatoires chez la première quand la situation inverse était constatée Outre-Rhin chez la seconde. Les écarts de taux d'intérêt jouant un rôle réel mais mineur. La réduction de la dette publique française suppose donc un vigoureux effort de maîtrise des dépenses publiques en particulier dans le domaine social et des interventions publiques (logement, emploi et aides aux entreprises).

LA BATAILLE DES COMPÉTENCES, UN PONT TROP LOIN ?

Au sein des pays de l'OCDE, un faible niveau de compétences est associé à un faible taux d'emploi, à la désindustrialisation et à des inégalités avant redistribution importante. Les emplois dans le secteur tertiaire génèrent des écarts de salaire plus élevés que dans l'industrie. Le faible taux d'emploi a pour conséquence une dépendance d'une part non négligeable de la population aux revenus de l'assistance conduisant à un niveau important des prélèvements obligatoires, ce qui accroît le coût du

travail. La France doit ainsi faire face à un cercle vicieux qui met à mal le potentiel économique du pays et l'équilibre de ses finances publiques. La sortie de ce cercle vicieux passe par une progression des compétences, progression qui exige du temps et de la constance dans les politiques publiques mises en œuvre par les gouvernements.

La France se caractérise par le faible niveau des compétences de sa population active en se classant au 21^e rang de l'enquête PIAAC de l'OCDE.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

Avec l'Espagne, l'Italie et la Grèce, la France figure parmi les pays de l'OCDE ayant le plus faible taux d'emploi. Ces différents pays ont comme caractéristiques d'être confrontés à un chômage structurel important et pérenne. Ces quatre pays sont également ceux qui ont enregistré le plus fort recul de leur industrie depuis une quarantaine d'années. A contrario, le Japon, l'Allemagne, les Pays-Bas ou la Finlande se caractérisent par des taux d'emploi élevés en lien avec des résultats corrects au niveau de l'enquête PIAAC. Il en est de même en ce qui concerne le poids de l'industrie au sein du PIB. Les corrélations ainsi soulignées sont logiques. Si les compétences de la population active sont faibles, il en est de même pour l'employabilité des personnes. L'industrie exigeant des compétences élevées, elle peine à recruter dans les pays mal notés par l'OCDE.

L'industrie joue un rôle important dans la réduction des inégalités en facilitant l'ascension sociale. Au cours du XX^{ème}

siècle, Les grandes entreprises industrielles ont permis l'élargissement des classes moyennes. Grâce aux gains de productivité dont elles étaient à l'origine, elles ont pu distribuer des rémunérations en hausse. Le fordisme, en vertu duquel les salaires versés permettaient de s'offrir les biens de consommation produits par les usines, constitue une des clefs de voute des Trente Glorieuses. Les économie occidentales se sont tertiaisées à partir des années 1970. Si 40 % de la population active en France travaillaient dans l'industrie en 1970, ce ratio est de 12 % en 2021. Or le secteur tertiaire offre moins de gains de productivité. Les salaires offerts au bas de la hiérarchie sont faibles avec des possibilités d'avancement plus faibles que dans l'industrie. La désindustrialisation s'accompagne d'une augmentation du chômage amenant une part croissante de la population à dépendre des revenus de l'assistance. Il en résulte de fortes inégalités avant redistribution sociale. La France est avant redistribution un des pays les plus inégalitaires avec la



Grèce, l'Italie et l'Espagne. Ce sont les pays où le taux d'emploi et le poids de l'industrie sont les plus faibles qui connaissent des indices de Gini avant redistribution appréciant l'inégalité de revenu parmi les plus élevés de l'OCDE. En jouant sur les dépenses sociales, la France réussit à se classer parmi les pays à faibles inégalités après redistribution. Pour obtenir ce résultat, la France est contrainte de mobiliser une part croissante de la création de richesses, soit un tiers. Le pays possède ainsi le niveau de prélèvements obligatoires le plus élevé de l'OCDE, plus de 45 % du PIB, plus de six points au-dessus de la moyenne de la Zone euro (hors France) et 14 points au-dessus de la moyenne de l'OCDE (hors France). Le financement des dépenses sociales repose sur les cotisations sociales qui représentent 10,5 % du PIB, contre 7,8 % pour la Zone euro (hors France) et 6 % pour l'OCDE (hors France) et sur les

impôts de production (3 % du PIB pour la France, contre 0,8 % pour la Zone euro). Au sein de l'OCDE, plus les cotisations sociales et les impôts de production sont élevés, moins le taux d'emploi et le poids de l'industrie le sont.

La réindustrialisation suppose tout à la fois de réduire le niveau des prélèvements et d'augmenter le niveau des compétences de la population active. Une simple action sur les coûts ne suffira pas à créer un mouvement favorable à l'industrie. Les pouvoirs publics devraient centrer leurs efforts sur la formation d'ingénieurs et de techniciens afin de permettre la montée en gamme des entreprises industrielles et la réalisation d'investissements. La sortie du cercle vicieux - désindustrialisation, augmentation des dépenses sociales - suppose un effort de formation conséquent.

HORIZON EXTÉRIEUR

L'ÉCONOMIE RUSSE, UNE RÉSILIENCE QUI N'EN FINIT PAS D'ÉTONNER

Près d'un an après le début du conflit en Ukraine, l'économie russe fait preuve d'une étonnante résilience. De nombreux experts avaient prédit une forte contraction du PIB sur fond d'inflation et de pénuries. Dans les premières semaines après l'adoption des sanctions occidentales, les places financières de Vladivostok et de Moscou ont vivement réagi et le cours du rouble s'est effondré. Les premières projections soulignaient que le PIB pouvait reculer de 10 à 15 % en 2022.

Elles ont été réalisées en tenant compte d'une baisse de l'offre en lien avec l'instauration des embargos et une restriction de la demande du fait de la hausse des taux d'intérêt, imposée par la banque centrale russe, afin de lutter contre l'inflation. En quelques semaines, les entreprises occidentales se sont retirées de Russie. La banque centrale a doublé ses taux d'intérêt. Les sanctions ont pénalisé dans les premiers mois les secteurs qui dépendaient pour leur approvisionnement des importations



européennes ou américaines. L'industrie automobile fut particulièrement touchée avec une mise à l'arrêt des chaînes de production. Mais, dès l'été 2022, les économistes ont revu à la hausse leurs prévisions. La contraction du PIB pour l'année dernière est évaluée entre 3 et 4 %. La récession apparaît pour le moment moins forte que celle subie au moment de la crise des subprimes. La baisse des revenus des ménages, évaluée entre 3 et 5 %, reste supportable. Ces derniers ont eu tendance à augmenter leur effort d'épargne par crainte d'une longue crise. La récession devrait durer *a priori* jusqu'à la fin du premier semestre 2023. Le taux de chômage est resté stable à moins de 5 %, les entreprises ayant reçu comme consigne de maintenir leurs effectifs.

La résistance de l'activité tient à l'inversion rapide des anticipations inflationnistes. Après leur forte progression durant le printemps, elles sont redescendues. Des taux d'intérêt plus élevés ont encouragé les ménages à placer les sommes d'argent retirées des comptes bancaires au début de la pandémie de covid-19. Les effets des sanctions commerciales ont été moindres que prévu. Les importateurs russes se sont approvisionnés au sein des pays asiatiques, en Amérique latine ou en Afrique. Ils ont eu également accès à des produits occidentaux en les achetant dans des États ne respectant pas (ou de manière limitée) les embargos. La Turquie joue en la matière un rôle de plaque tournante tant pour les importations que pour les exportations russes. Des journalistes d'investigation tchèques ont ainsi

prouvé, dans le cadre d'une enquête publiée par le journal Seznam Zpravy, que des produits russes soumis à l'embargo européen continuent d'entrer et de circuler dans les États membres et inversement. Du bois russe a été ainsi commercialisé en Pologne. Des gilets par balles et des casques militaires de fabrication européenne ont été livrés à l'armée russe. Le Financial Times a réussi à prouver l'existence de filières d'importations de biens européens en Russie. Les importations passent par des pays qui bénéficient d'accords commerciaux avec la Russie comme le Kazakhstan. La contrebande de marchandises est censée devenir plus difficile avec l'ajout décidé, en novembre 2022, par le Conseil de l'Union européenne de la violation des mesures restrictives à la liste des « crimes de l'Union européenne ».

La bonne tenue des cours du pétrole et du gaz a permis, par ailleurs, à la Russie d'enregistrer un fort excédent de sa balance des paiements courants en 2022, plus de 220 milliards de dollars, soit le double de son niveau de l'année précédente. Cet excédent facilite la constitution de réserves de changes. Il permet l'achat de biens importés et a contribué à limiter la dépréciation du rouble. Les plafonnements du prix de vente du gaz et du pétrole par les États occidentaux ne devraient que marginalement handicaper la Russie, les plafonds choisis étant supérieurs aux coûts de production. Le choix d'un plafond à 60 dollars pour le baril russe ne constitue pas une réelle perte par rapport aux prix de vente actuels, la Russie étant obligée de pratiquer des ristournes. Jusqu'à maintenant, elle a



bénéficié d'un soutien relatif des pays de l'OPEP qui n'ont pas augmenté leur production comme le demandaient les États occidentaux. Les pays du Golfe entendent maximiser leur rente pétrolière et semblent ne pas avoir oublié l'effort consenti par la Russie en 2016 pour rééquilibrer le marché pétrolier. L'accord OPEP+ (intégrant la Russie) avait alors permis de relever le cours du baril de 27 à 60 dollars.

L'industrie russe tente de s'adapter en trouvant d'autres fournisseurs notamment chinois. L'industrie automobile a ainsi repris sa production (37 000 véhicules en octobre) au début de l'automne. Le commerce avec la Chine a augmenté de près de 33 % depuis le mois de janvier 2022 avec des achats importants de biens intermédiaires. Ces achats témoignent d'une reprise de l'investissement qui serait en hausse de près de 6 % en rythme annuel au troisième trimestre 2022. Les entreprises indiennes et chinoises ainsi que celles dépendants de capitaux du Moyen Orient seraient celles qui auraient accru le plus fortement leurs dépenses d'investissement.

La crise liée aux embargos n'a pas donné lieu à un dérapage budgétaire important. Le déficit resterait contenu autour de 2 points de PIB. Les autorités préfèrent utiliser l'arme monétaire pour réguler l'activité et lutter contre la hausse des prix. La Banque centrale a augmenté son taux directeur à 7,5 %, taux inférieur à l'inflation qui dépasse 12 %. Le taux des prêts varie entre 10 et 14 % en moyenne mais le marché du crédit reste assez dynamique. La

croissance du crédit aux particuliers s'explique principalement par le développement des crédits immobiliers (croissance de 2,4 %).

Les autorités russes continuent à dédollariser leur économie. La monnaie américaine représentait 83 % des transactions en février 2022 à la Bourse de Moscou. Ce taux n'était plus que de 40 % en octobre 2022. L'euro a en revanche accru son rôle sur ce marché passant de 12 à 22 %. Le poids du yuan a également augmenté représentant 25 % des transactions. Pour accéder aux marchés financiers internationaux et contourner l'interdiction d'utiliser le système d'information bancaire SWIFT, la Russie passe, pour ses transactions internationales, par des petits pays ayant une réglementation monétaire relativement souple comme le Qatar, Oman ou l'Arménie. L'Arménie occupe une place stratégique de choix en étant tout à la fois reliée au système Swift et au système chinois MIR. La Russie fait également appel à des pays proches, anciens membres de l'URSS, ainsi qu'à l'Égypte ou à la Mongolie.

Les sanctions internationales ont provoqué une récession en Russie mais elle reste limitée en l'état actuel. La Russie a atténué leurs effets grâce aux recettes des hydrocarbures et au redéploiement de son commerce. Les excédents commerciaux ont permis une stabilisation de la situation monétaire et le maintien par la banque centrale du taux de 7,5 %. En 2022, la Russie a bénéficié de recettes importantes issues des ventes de gaz et de pétrole. Sa décision d'arrêter les livraisons de gaz et de pétrole à l'Europe devrait peser sur



les résultats économiques de 2023. La capacité pour la Russie d'amplifier le basculement de ses échanges avec l'Asie sera cruciale pour la croissance de cette année et des suivantes. Pour

réussir son pari, l'État russe devra réaliser des infrastructures importantes en Sibérie et en Extrême-Orient tout en se méfiant de l'intrusion chinoise au sein de ses zones désertiques.

CHINE, LES DERNIERS MÈTRES SONT TOUJOURS LES PLUS DIFFICILES !

Depuis plusieurs années, la Chine est annoncée comme future première puissance économique mondiale relayant les États-Unis à la place de deuxième. Le passage de témoin était prévu avant la fin de la décennie. Au tournant du siècle dernier, cette place de premier de la classe avait été promise au Japon qui finalement ne l'occupa pas en raison de son entrée dans une longue dépression. La Chine pourrait connaître le même sort que le Japon sur fond de décroissance démographique et d'éclatement de la bulle immobilière.

Après avoir été un des rares pays à connaître une croissance de son PIB en 2020, en pleine crise sanitaire, la Chine voit sa croissance se dérober depuis dans un contexte de politique de zéro-covid et est en proie à une déflation larvée. L'inflation hors énergie et produits agricoles est faible, inférieure à 1 %. La demande intérieure qui progressait de 6 % par an dans les années 2010 augmente de moins de 3 % depuis 2021. Le taux d'épargne, en revanche, demeure élevé, 32 % en 2022 du revenu disponible des ménages quand il n'était que de 17 % en 2002. La demande est entravée par la hausse du taux de chômage qui est passé de 4 à 6 % de la population activée de 2020 à 2022. Celui des jeunes de 15 à 24 ans atteint plus de 11 % ; contre 10 % dans les années 2010. L'investissement des entreprises qui enregistrait des hausses

de plus de 10 % par an entre 2010 et 2015 est désormais étale. Tous ces indicateurs sont les signes d'une déflation. Parmi les facteurs qui contribuent à cette évolution de l'économie, figure le vieillissement de la population et tout particulièrement de la population active qui baisse depuis 2018. Face à la crainte d'une perte de revenus importante à la retraite, les Chinois augmentent leur effort d'épargne. Les dépenses publiques en faveur de la retraite sont faibles dans l'Empire du Milieu : moins de 6 % du PIB, contre plus de 12 % au sein des pays de la zone euro. Comme le système financier est peu développé et inspire faiblement confiance, les Chinois investissent dans l'immobilier. Cette orientation de l'épargne a généré une bulle immobilière avec la construction d'un grand nombre de logements dont une part non négligeable est inoccupée. Les prix de ces derniers sont en baisse en raison de l'absence de rentabilité et par les ventes réalisées par les retraités pour maintenir leur pouvoir d'achat. La Chine est également menacée par la montée du protectionnisme. La croissance du commerce international s'est fortement ralentie. Le gouvernement chinois avait longtemps espéré compter sur le moteur de la demande interne pour suppléer le commerce extérieur or cet espoir ne s'est pas réalisé.



Pour contrer la menace déflationniste, les autorités chinoises augmentent les dépenses publiques. En 2022, le déficit public a atteint 4 % du PIB. Une diminution des taux d'intérêt a été engagée pour essayer de relancer l'économie. Les taux interbancaires à un an sont ainsi passés de 5 à moins de 3 % de 2012 à 2022. La Chine recourt aux mêmes armes que celles utilisées par les pays de l'OCDE dans les années 2010.

Les États-Unis conserveront leur rôle de numéro 1 quelques années de plus grâce au maintien de forts gains de productivité et à une population active en augmentation. Ce pays continue à attirer les meilleurs chercheurs et ingénieurs de la planète ainsi que de nombreux jeunes actifs à faible qualification.

EUROPE ET ÉTATS-UNIS, DEUX PLANÈTES POUR L'ÉPARGNE ?

Après avoir atteint des sommets en 2020, le taux d'épargne diminue progressivement tant aux États-Unis qu'en zone euro. Au cœur de l'été 2020, en pleine crise sanitaire, il a dépassé 30 % du revenu disponible brut aux États-Unis et 20 % en zone euro. Aux États-Unis, durant la troisième vague, au début de l'année 2021, il a connu un nouveau pic à près de 24 %. La hausse n'a pas été d'une ampleur comparable au sein de la zone euro. Depuis le milieu de l'année 2021, le taux d'épargne baisse mais pas dans des proportions différentes de part et d'autre de l'Atlantique. Il reste au-dessus de sa moyenne d'avant crise sanitaire en Europe (autour de 16 %) quand il est repassé, dans le courant de l'année 2022, en-dessous aux États-Unis.

PRÉFÉRENCE À LA CONSOMMATION D'UN CÔTÉ, AVERSION AUX RISQUE D'UN AUTRE CÔTÉ

Les ménages américains et européens n'ont pas les mêmes comportements, les premiers conservant une préférence à la consommation quand les seconds ont

une propension à l'épargne. Les crédits à la consommation ont progressé de plus de 10 % aux États-Unis, à la fin de l'année dernière, contre moins de 6 % en zone euro. La confiance en l'avenir demeure plus élevée chez les Américains que chez les Européens qui se caractérisent par une forte aversion aux risques. Face à la montée des prix, ces derniers ont accru leur épargne de précaution par crainte de ne pas pouvoir financer leurs dépenses demain et après-demain. L'effort d'épargne est nourri également en Europe par la crainte de la retraite et par celle des hausses d'impôt à venir. Aux États-Unis, les actifs disposent depuis longtemps de fonds de pension pour compléter les pensions par répartition qui y sont relativement faibles.

En Europe, la prise de conscience de la dégradation du taux de remplacement (rapport entre le montant des pensions et celui des derniers revenus d'activité) est plus récente et induit une hausse de l'épargne. Aux États-Unis, la faiblesse des régimes par répartition incite les ménages à cotiser à des fonds de



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

pension. En Europe, ce phénomène est moins marqué en raison du poids des régimes par répartition. Avec les difficultés que ces derniers rencontrent, l'épargne en vue de la retraite tend à augmenter.

La crainte des Européens de devoir subir des hausses d'impôt peut se justifier par le montant des déficits publics. Ces derniers atteignent en moyenne 4,5 % du PIB en zone euro, contre 3 % aux États-Unis. Si les déficits sont plus élevés en Europe, en revanche, la dette publique américaine est supérieure de 20 points de PIB (120 % contre 98 % du PIB fin 2022). Si les taux d'intérêt réels sont plus élevés aux États-Unis qu'en Europe, les anticipations joueraient dans le sens inverse. Or, une hausse importante des taux pourrait générer un problème de soutenabilité de la dette publique et conduire dirigeants européens à adopter des plans de rigueur.

L'ÉPARGNE EUROPÉENNE AU SERVICE DES DÉFICITS PUBLICS

Le surcroît d'épargne en Europe ne contribue pas au financement des investissements des entreprises, celui-ci étant plus faible qu'aux États-Unis. Entre les deux zones, un écart de deux points de PIB est constaté depuis de nombreuses années. L'épargne européenne est orientée vers les administrations publiques et vers des financements extérieurs.

Avec l'inflation qui perdurera un peu plus longtemps en Europe qu'aux États-Unis, le pouvoir d'achat des ménages pourrait être à nouveau en recul en 2023, conduisant à une baisse des capacités d'épargne. Quel que soit le niveau de son épargne, l'Europe aurait tout à gagner à la réorienter afin de financer la transition énergétique. Les entreprises devraient également accroître leurs investissements dans le digital. Cette réorientation suppose une réduction de l'aversion aux risques de la part des ménages européens.



HORIZON FINANCE

DURCISSEMENT MONÉTAIRE, COMBIEN DE MOIS POUR ÊTRE EFFICACE ?

Au temps de l'économie digitale, l'impatience est devenue de mise. Les décisions publiques sont censées produire leurs effets dès leur annonce. Or, bien souvent, il faut laisser le temps au temps pour qu'elles donnent leurs premiers résultats. Il est ainsi avec la politique monétaire. La hausse des taux directeurs pour casser les anticipations inflationnistes exige un peu de patience.

12 À 18 MOIS DE DÉLAIS DE LATENCE

Dans les années 1990 et 2000, que ce soit aux États-Unis ou dans la zone euro, le délai entre la mise en place des politiques monétaires restrictives et le retournement à la baisse de l'inflation sous-jacente était de 12 mois aux États-Unis et de 18 mois en zone euro. Dans le passé, les banques centrales commençaient à relever leurs taux directeurs rapidement après le début de résurgence de l'inflation. La réaction contre la hausse des prix intervenait avant l'installation de l'inflation sous-jacente. Ce principe de la politique monétaire n'a pas été respecté en 2021-2022. L'inflation sous-jacente aux États-Unis, quand la Réserve Fédérale commence à augmenter ses taux

d'intérêt, était déjà de 5 % tout comme au sein de la zone euro. Les banques centrales ont tardé à réagir car l'économie mondiale sortait à peine de la récession provoquée par la pandémie et d'une longue période faible inflation. Elles ont considéré que la hausse des prix pourrait se résorber rapidement sans nécessiter une intervention de leur part. Ce retard devrait rendre plus difficile la décélération de la hausse des prix.

UN DÉLAI ALLONGÉ POUR L'EUROPE ?

La politique monétaire commence à devenir réellement restrictive aux États-Unis à la fin de l'année 2022 avec des effets sur la hausse des salaires et sur le marché immobilier. Pour la zone euro, les salaires sont toujours orientés à la hausse et le marché immobilier ne s'est pas encore réellement retourné même si quelques signes semblent indiquer que ce basculement pourrait se produire en 2023. L'inflation sous-jacente ne pourrait reculer qu'à la fin de l'année 2023 au sein de la zone euro quand, elle est déjà en léger recul aux États-Unis.



L'EUROPE PEUT-ELLE ÉCHAPPER À UNE CRISE DES DETTES SOUVERAINES ?

Avec la hausse des taux d'intérêt, la crainte d'un retour du risque souverain se fait jour en Europe. Depuis la crise grecque de 2011, la situation économique et financière en zone euro a évolué. Les pays dits périphériques sont moins exposés à ce risque. Les investisseurs seraient-ils donc exagérément pessimistes sur ce sujet ?

UNE FAIBLE CROISSANCE POTENTIELLE, SOURCE D'INQUIÉTUDE

L'inquiétude des investisseurs est liée à la faiblesse de la croissance potentielle avec notamment le déclin de la population active et la baisse de la productivité par tête. Faute de croissance, les États éprouveront des difficultés croissantes à maîtriser leurs finances publiques et à rembourser leurs dettes. L'Italie est le pays le plus exposé avec, depuis vingt ans, une quasi-stagnation de son PIB en volume. Il n'a progressé que de 3 % depuis 2002 quand ceux de la France, de l'Espagne et l'Allemagne ont augmenté de plus de 25 %.

Les doutes sur les capacités de rembourser les dettes publiques conduisent à des écarts de taux avec l'Allemagne qui atteignent deux points pour l'Italie et un point pour l'Espagne (écarts de taux sur les obligations publiques à 10 ans). En fin d'année 2022, une légère tension sur les taux des États du Sud de l'Europe est apparue, signe que les investisseurs persistent à croire en un éventuel problème de solvabilité de leurs dettes publiques. Le taux italien à 10 ans a ainsi

dépassé les 4,6 % au mois de décembre avant de diminuer au mois de janvier et de revenir à 4 % au milieu du mois janvier.

LA MENACE DES TAUX EST À RELATIVISER

Les taux d'intérêt réels à long terme (taux d'intérêt - l'inflation) sont encore négatifs pour les États de la zone euro à l'exception, certes de l'Italie. Pour ce dernier, néanmoins, en prenant en compte non pas la hausse des prix mais l'inflation sous-jacente, les taux d'intérêts réels demeurent négatifs. Les taux d'intérêt réels à long terme étant inférieurs à la croissance potentielle, les conditions de soutenabilité de la dette publique sont satisfaites. La situation diffère nettement de celle qui prévalait lors de la crise de la zone euro entre 2011 et 2013. Depuis cette crise, les États d'Europe du Sud ont rééquilibré leur balance des paiements, l'Allemagne et les Pays-Bas ayant réduit leurs acquisitions d'emprunts en provenance de ces pays. Le solde de la balance courante est passée de -10 % du PIB en 2008 à +0,5 % en 2021 pour l'Espagne et de -2,5 % à +0,2 % pour l'Italie. Les États d'Europe du Sud ont été amenés à réduire leur demande intérieure pour effacer leur déficit extérieur. En 2022, la demande intérieure était de 8 % inférieure à son niveau de 2008 en Espagne et de 5 % pour l'Italie. Elle est stable depuis près de vingt ans dans ce dernier pays. Par rapport à la période de la crise des dettes souveraines, les déficits extérieurs des pays d'Europe du Sud sont faibles voire nuls. Or, en matière de financement, les déficits extérieurs sont



plus dangereux que les déficits publics. Dans le premier cas, le pays doit solder des comptes avec des pays étrangers ce qui est plus complexe que de solder des comptes internes. En outre, jusqu'à la crise sanitaire, les pays du Sud de l'Europe dégageaient des excédents primaires (avant prise en compte des intérêts de leur dette). Leur déficit public depuis trois ans est dans la moyenne de la zone euro. Le financement national des dettes et une certaine maîtrise des déficits rendent moins probables la survenue d'une crise en Italie ou en Espagne. Des experts pointent du doigt que la France dont l'endettement continue à augmenter et qui accumule des déficits commerciaux pourrait être le maillon faible de la zone euro. Si la balance commerciale est fortement déficitaire, plus de 150 milliards d'euros en 2022, grâce aux excédents générés par les services et notamment le tourisme, la balance des paiements courant l'est beaucoup moins. Son déficit devrait être pour 2022 de 2 % du PIB.

LA FRANCE, UN RISQUE LIMITÉ

La France peut compter sur la force de son système financier et sur l'épargne importante des ménages. Malgré la baisse de la natalité de ces dernières années, la population française continue à croître ce qui favorise la croissance potentielle. Cette situation diffère de celle que connaît, par exemple, l'Italie. Enfin, la France bénéficie d'un système de recouvrement des impôts et des cotisations sociales efficace, ce qui est un gage de sécurité pour les investisseurs étrangers même si en la matière les marges d'augmentation des prélèvements obligatoires deviennent de plus en plus faibles. En ce début d'année 2023, la France n'est pas sous la surveillance des marchés financiers, comme le prouve la faiblesse de l'écart de taux d'intérêt avec l'Allemagne (0,5 point).



HORIZON LOINTAIN

LE NUCLÉAIRE FRANÇAIS, UN ATOUT SI MAL ENTRETENU

Lors de sa campagne présidentielle en 1981, Valéry Giscard d'Estaing soulignait qu'il avait en quelques années à rendre la France exportatrice d'électricité et que celle-ci était la moins chère d'Europe. L'amplification du programme de construction de centrales nucléaires et son accélération ont contribué à la compétitivité de l'économie française. Par facilité, par démagogie, cet atout a été délaissé au point d'être menacé. Après avoir été critiquée en raison des dangers liés aux risques de radioactivité, l'énergie nucléaire bénéficie d'un regain d'intérêt de la part de nombreux États en raison de son caractère décarboné et de sa capacité à fournir de l'électricité en quantité suffisante au moment où le pétrole et le gaz connaissent une forte progression de leur cours. Cette nouvelle appétence en faveur du nucléaire intervient après une décennie de remise en cause en lien avec l'accident de la centrale de Fukushima au Japon en 2011. L'Allemagne avait ainsi décidé la fermeture de ses centrales pour 2023. Si en France, les tenants de l'arrêt du nucléaire n'ont pas réussi à s'imposer dans l'opinion publique, le principe d'un rééquilibrage en faveur des énergies renouvelables a été adopté par les gouvernements depuis 2012. La fermeture de Fessenheim a été érigée comme le symbole de cette politique qui devait conduire à un accroissement de la production d'électricité par les éoliennes et par le solaire.

Dans le combat contre les émissions de gaz à effet de serre, l'énergie nucléaire a d'évidents atouts. Elle est capable de fournir de l'électricité en quantité importante quel que soit le temps ou presque (les périodes de sécheresse peuvent limiter les capacités de refroidissement). L'énergie nucléaire ne dépend pas du bon vouloir d'un pays, l'uranium étant répartie dans de nombreux pays. Les possibilités d'utiliser de l'uranium recyclé et enrichi limite, par ailleurs les besoins en minerais. De nombreux pays comme le Royaume-Uni ou l'Inde ont, depuis quelques années, décidé de relancer leur filière nucléaire. La Chine a également lancé un programme ambitieux. Même l'Allemagne qui y avait renoncé s'interroge.

Malgré les déboires des EPR en France, en Finlande ou Royaume-Uni, le Président de la République, Emmanuel Macron, a annoncé l'engagement d'un nouveau programme de construction de centrales nucléaires visant à remplacer celles qui arrivent à leur terme et à faire face à une demande croissante d'électricité. Ce changement de cap met un terme à une période de trente ans sans réelle construction. Il est également la conséquence des difficultés rencontrées par les énergies renouvelables qui butent sur leur caractère aléatoire, leur faible rentabilité et sur l'hostilité qu'elles peuvent rencontrer dans l'opinion



publique sur le plan local (implantation des éoliennes par exemple).

LA FRANCE À LA CROISÉE DES CHEMINS

En 2022, la France dispose de 56 réacteurs qui fournissent logiquement 70 % de la capacité de production d'électricité, c'est-à-dire la part la plus élevée au monde et plus de trois fois celle des États-Unis. Avant 2012, ce taux était même supérieur à 72 %. Le recours au nucléaire a permis à la France d'avoir une faible empreinte carbone. Chaque Français n'émet que 4,5 tonnes de CO₂ par an, bien moins que les Allemands (7,9 tonnes) ou les Américains (14,7 tonnes). Les États européens étaient convaincus que la France serait le pays le mieux à même à passer le retrait de la Russie du marché du gaz et du pétrole. L'arrêt de 30 réacteurs fut durement ressenti à l'étranger et a été considéré comme un signe du déclin industriel en France. Les menaces de coupures électriques ont contribué à accroître au sein de la population française le sentiment de défiance à l'encontre des autorités.

Le parc français subit les effets de l'âge. Construites à des dates rapprochées, les centrales françaises rencontrent les mêmes problèmes en même temps. Leur révision décennale intervient également à des dates rapprochées. Certains choix techniques effectués dans les années 1980/1990 pour accroître la puissance des réacteurs afin de limiter leur nombre et leur lieu d'implantation dans une période où la contestation des pacifistes et des écologistes augmentait, ont rendu les centrales françaises plus fragiles (fissures sur les systèmes de

refroidissement). 19 réacteurs ont dû être arrêtés en même temps au cœur de l'été. Par conséquent, le « facteur de charge » des réacteurs français, qui mesure si une centrale fonctionne à pleine capacité, oscille autour de 60 % dans l'hexagone, contre plus de 90 % en Amérique. En 2021, 5 810 jours-réacteur ont été perdus en raison d'arrêts, dont près de 30 % non-planifiés, selon le « *World Nuclear Industry Status Report* », une publication indépendante.

LE NUCLÉAIRE EN FRANCE, UNE QUESTION D'INDÉPENDANCE ÉNERGÉTIQUE

La France a fait le choix de l'énergie nucléaire au moment du premier choc pétrolier. Dès le début des années 1950, dans le prolongement des recherches sur la bombe atomique, les autorités françaises ont engagé un programme d'énergie électrique d'origine nucléaire. Ce programme a été dès le départ supervisé par l'État. En recourant à des techniques militaires, la France a développé une filière reposant sur un système de refroidissement graphite gaz. Les premières centrales nucléaires (Marcoule, Chinon, Saint-Laurent et Bugey) reposent sur cette technique. Dès la fin des années 1960 et au début des années 1970, une opposition se fait jour entre le Commissariat à l'Énergie Atomique et EDF, le premier défend la filière française graphite/gaz quand la seconde souhaite développer des centrales à eau pressurisée, jugées plus rentables. Le plan de construction des centrales nucléaires de 1972 est accéléré dès 1974 et accru avec un objectif de 6 à 7 tranches par an. En 1975, le gouvernement de Jacques



Chirac opte pour la filière à eau pressurisée de Westinghouse permettant la construction sur un modèle standardisé de centrales nucléaires à forte capacité de production. La France a construit au total 58 réacteurs. L'industrie nucléaire a, durant plusieurs décennies, attiré les élèves des grandes écoles et les meilleurs techniciens. Les chantiers mobilisent les grandes entreprises des travaux publics, de la métallurgie, de l'électronique. Elle joue un rôle structurant majeur avec des entreprises en pointe comme Framatome et Alstom. Pour financer cet ambitieux programme, EDF emprunte l'équivalent d'une centaine de milliards d'euros sur les marchés internationaux. Afin de pouvoir recycler les déchets radioactifs, l'usine de retraitement de la Hague est modifiée et agrandie en 1976.

La montée en puissance du parc nucléaire français se fera ressentir dans les années 1980 avec l'entrée en fonction d'un grand nombre de réacteurs. La part du nucléaire dans la production électrique nationale passe de 37 % en 1981 à 55 % en 1984. Les pouvoirs publics incitent le recours au chauffage électrique. La France peut s'enorgueillir d'avoir un prix de l'électricité parmi les plus bas d'Europe. Grâce à son parc de centrales, EDF devient durant les années 1980 le premier exportateur européen d'électricité.

La montée en puissance du parc nucléaire français se fera ressentir dans les années 1980 avec l'entrée en fonction d'un grand nombre de réacteurs. La part du nucléaire dans la

production électrique nationale passe de 37 % en 1981 à 55 % en 1984. Les pouvoirs publics incitent le recours au chauffage électrique. La France peut s'enorgueillir d'avoir un prix de l'électricité parmi les plus bas d'Europe. Grâce à son parc de centrales, EDF devient, durant les années 1980, le premier exportateur européen d'électricité.

À la fin des années 1970 et au début des années 1980, des mouvements contre le nucléaire se développent autour des pacifistes et des Verts. En Bretagne, ils obtiennent l'abandon du projet de centrale à Brennilis. La contestation se concentre contre le projet de réalisation de Superphénix à Creys-Malville. Ce projet prévoyait la création d'un réacteur à neutrons rapides permettant de produire soixante fois plus d'électricité qu'avec un réacteur classique et d'utiliser des déchets radioactifs en provenance des autres centrales. Le chantier est victime d'une attaque au lance-roquettes le 18 janvier 1982. Mise en service en 1984, Superphénix est arrêtée en 1997 après plusieurs incidents techniques et en raison de la persistance d'une forte opposition des écologistes. Avant même l'affaire du super-réacteur, en 1983, le gouvernement avait réduit le rythme de lancement de nouveaux réacteurs à une seule tranche par an. La catastrophe de Tchernobyl de 1986, faisant suite à celle de Three Mile Island aux États-Unis en 1979, provoqua une onde choc internationale induisant une surveillance accrue de l'énergie nucléaire. L'accident nucléaire de Fukushima en 2011 a conduit également à un durcissement des



normes de sécurité et incita plusieurs pays à abandonner cette énergie.

La dernière construction d'une centrale nucléaire en France avant l'EPR de Flamanville était celle de Civaux relié au réseau en 1999. Dès la fin des années 1980, les chantiers s'étaient faits plus rares, EDF privilégiant des réacteurs à forte puissance (1300 MW). Les pouvoirs publics incitèrent EDF et les industriels du secteur à prendre position sur les marchés étrangers. Les résultats furent mitigés et ne permirent pas de compenser la baisse d'activité en France.

Le 30 juin 2020, la centrale de Fessenheim est arrêtée. Cette fermeture avait été décidée, en 2015, par le Président François Hollande qui en avait pris l'engagement lors de sa campagne présidentielle. Elle faisait l'objet d'une demande insistante des élus écologistes qui mettaient en avant les dangers sismiques. Cette centrale avait été reliée au réseau électrique en 1978 et était la première à utiliser la technique de refroidissement par eau pressurisée. Le Président François Hollande avait alors indiqué que la part du nucléaire devait descendre au-dessous de 50 % dans la production électrique. L'application de cet engagement aboutissait à fermer un tiers des centrales nucléaires.

LE CHEMIN DE CROIX DE L'EPR

Dès la fin des années 1980, EDF travaille néanmoins au remplacement des plus anciennes centrales nucléaires. Un projet de centrales de troisième génération initialement « European

pressurized reactor », renommé « Evolutionary power reactor » (EPR) est lancé en 1989. Le réacteur EPR se caractérise par une puissance supérieure à celle des générations précédentes (1600 MW contre 1300 MW). L'EPR a été étudié pour fournir 22 % d'électricité de plus qu'un réacteur traditionnel à partir de la même quantité de combustible nucléaire, et pour réduire d'environ 15 à 30 % le volume de déchets radioactifs générés. En prenant en compte les nouvelles obligations liées aux incidents de 1986 et de 2011 ainsi que le retour d'expérience, les dispositifs de sécurité ont été améliorés avec de nombreuses redondances dans les équipements pour pallier des avaries. Cette redondance vise également à réduire le nombre de jours d'arrêt pour maintenance de la centrale. Ce projet européen reposait essentiellement sur une coopération franco-allemande mais connaît dès ses débuts de nombreux déboires. La construction d'une centrale expérimentale en France est ainsi annulée en 1997 par le gouvernement de Lionel Jospin. Gerhard Schröder qui a succédé à Helmut Kohl fait adopter une loi de sortie du nucléaire en 2001. L'absence de perspective de nouveau réacteur nucléaire en Allemagne entraîne un retrait progressif de Siemens. Au début des années 2000, Framatome, l'entreprise qui a construit les réacteurs d'EDF, développe son projet d'EPR. Sous son nouveau nom, Areva, elle signe un contrat avec la Finlande en coopération avec Siemens. EDF décide, de son côté de construire son propre EPR à Flamanville, et d'en vendre d'autres à la Chine et au Royaume-Uni. Les difficultés d'Areva à



assumer financièrement la construction des EPR aboutira à son rachat par EDF qui supervise ainsi toute la filière nucléaire française.

L'EPR de Flamanville symbolise les difficultés pour la France de relancer son industrie nucléaire après vingt ans de mise en sommeil. Lancée en 2007, la construction doit faire face à de nombreuses difficultés aboutissant à une augmentation du budget qui est passé de 3,4 à plus de 19 milliards d'euros et à des retards importants. Le raccordement au réseau devrait intervenir en 2024, soit 12 ans plus tard que prévu. Les autres EPR construits par Areva ou EDF ont tous connu des surcoûts et des retards. Seuls les projets chinois ont été reliés au réseau électrique. En 2022, trois EPR étaient opérationnels, deux reliés la centrale nucléaire de Taishan en Chine (Taishan 1 et 2, entrés en service commercial respectivement en 2018 et 2019) et un troisième en Finlande (centrale nucléaire d'Olkiluoto), connecté au réseau en mars 2022 mais dont la mise en service commercial est prévue pour, au mieux, le premier trimestre 2024.

L'ÉNERGIE NUCLÉAIRE, LE « COME BACK »

Avec la guerre en Ukraine et les besoins croissants en énergie décarbonée, plusieurs pays ont indiqué leurs souhaits de se doter de plusieurs réacteurs EPR. L'Inde, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Bulgarie mais aussi les États-Unis, ou la Turquie travaillent à la construction de nouvelles centrales nucléaires. En France, le Président de la République Emmanuel Macron, lors de son allocution télévisée

du 9 novembre 2021, a acté la construction de nouveaux réacteurs. Cette annonce a été confirmée le 10 février 2022. Les six réacteurs sont censés être mis en service à partir de 2035, les derniers d'ici 2050. Une étude est également lancée pour la réalisation de huit réacteurs supplémentaires. Compte tenu du vieillissement du parc nucléaire français, la part du nucléaire dans le mix électrique français baissera de 70 % en 2021 à 40 % à l'horizon 2050, les EPR ne compensant qu'en partie les conséquences des fermetures des centrales les plus anciennes.

EDF est confrontée à une série de défis majeurs. L'entreprise doit tout à la fois développer les énergies renouvelables, gérer le parc vieillissant de ses centrales, vendre à perte de l'électricité à ses concurrents et lancer la construction de nouveaux EPR, sachant que sa dette nette est de 90 milliards d'euros. L'entreprise a un besoin de capitaux, ce qui suppose l'accord préalable de la Commission de Bruxelles. Cette dernière pourrait imposer la séparation des activités notamment celles liées à l'international pour éviter toute distorsion de concurrence.

La stratégie d'EDF soulève quelques interrogations. Certains estiment que la construction de réacteurs de grande puissance est une solution obsolète et coûteuse. Les réacteurs de petite taille coûtent moins chers et sont plus rapides à construire. Ils peuvent être installés au plus près des zones de consommation. D'autres considèrent qu'EDF sera incapable de respecter les budgets. La construction des nouveaux EPR pourrait coûter 21 milliards d'euros au lieu des



17 milliards d'euros. Les délais de livraison apparaissent également impossibles à tenir. Les premières centrales ne pourraient être livrées qu'en 2043 et non en 2035. La Cour des comptes française a calculé qu'en 2019, un mégawattheure (mwh) d'électricité nucléaire coûtait près de 65 euros à produire (en tenant compte des coûts de construction). Les centrales EPR de nouvelle génération devraient aboutir à abaisser ces coûts. En l'état actuel, les besoins en électricité devraient augmenter du fait d'un moindre recours aux énergies carbonées tant de la part des particuliers que des entreprises. Le passage à l'électrique du parc automobile n'est pas en tant que tel impossible à réaliser. Il devrait mobiliser l'équivalent de deux à trois réacteurs nucléaires. Certains experts estiment que la consommation des voitures serait absorbable même avec un seul réacteur. En revanche, les besoins de l'industrie pourraient conduire à une hausse de la

consommation. Avec le développement des énergies renouvelables, l'idée de petits réacteurs nucléaires d'appoint pouvant répondre à des besoins limités dans le temps avec un temps de réaction rapide pourrait s'imposer. Ces petits réacteurs posent un problème majeur, leur acceptabilité par la population. Pour les nouveaux projets d'EPR, EDF comme le gouvernement privilégient comme lieu d'implantation les sites déjà existants qui avaient été lors de leur création dimensionnés de telle façon à pouvoir accueillir de nouvelles tranches. Les délais de réalisation des centrales apparaissent longs et sont liés à l'augmentation de la réglementation administrative et des règles de sécurité. Le gouvernement s'est engagé à diminuer le temps d'obtention des permis de construire afin d'accélérer le processus de construction. Par ailleurs, les entreprises concernées se mobilisent pour former les personnels nécessaires. Le compte à rebours est lancé.

CHÔMAGE ET INFLATION, QUAND TOUT CHANGE, RIEN NE CHANGE. ?

Dans un article intitulé « *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom* », publié en 1958 dans le journal *Economica*, l'économiste néo-zélandais William Phillips a révélé une courbe traduisant l'existence d'une relation décroissante entre le taux de chômage et le taux de croissance des salaires nominaux dont dépend l'inflation. La courbe de Philips qui a longtemps été au cœur de l'analyse économique de la relation entre l'emploi et l'inflation, a été améliorée par l'économiste italo-américain, Prix Nobel, Franco Modigliani. Cette relation

s'explique de la manière suivante. Quand le chômage baisse, le pouvoir de négociation des salariés augmente, amenant à des hausses de salaires. Pour pouvoir recruter de nouveaux salariés, les entreprises sont contraintes de proposer des salaires plus élevés favorisant la hausse des prix. Cette dernière aboutit à une diminution en valeur réelle des salaires, conduisant les employeurs à continuer à embaucher, les salaires étant supposés progresser moins vite que les prix. Si les salaires augmentent plus vite que les prix, les entreprises réduisent leur recrutement, provoquant une hausse du chômage qui



amènera à une baisse des salaires permettant la naissance d'un nouveau cycle. La relation explicative de la courbe de Philips s'appuie ainsi sur une boucle de rétroaction entre l'augmentation des embauches et l'augmentation des salaires. Depuis une vingtaine d'années, les effets de la courbe de Phillips (lien entre chômage, hausse des salaires et inflation) ont été jugés beaucoup plus faibles que dans le passé.

Aux États-Unis, le lien entre taux de chômage et hausse des salaires s'est affaibli à partir de 2008. Les fortes créations d'emploi après la crise financière n'ont pas induit une augmentation des rémunérations. En Europe, ce lien reste relativement stable mais à un niveau faible du fait certainement de la persistance d'un chômage de masse dans plusieurs pays. La moindre sensibilité des salaires à l'évolution du marché de l'emploi est liée à la modification de ce dernier. La polarisation du marché du travail avec de nombreuses créations d'emplois à faible qualification dans le secteur des services et avec des créations moins importantes d'emplois à forte valeur ajoutée, joue un rôle clef dans cette évolution. Le pouvoir de négociation sociale est moindre dans les services et tout particulièrement pour des emplois à faible qualification. La progression des emplois à temps partiel ou du travail indépendant contribue également à la

moindre progression des rémunérations salariales. Les employeurs peuvent également arbitrer entre la création d'emplois et l'automatisation.

Avec le retour du plein emploi, avec les départs massifs à la retraite, le lien entre chômage et salaire pourrait redevenir d'actualité. La proportion d'entreprises rencontrant des difficultés à recruter est élevée au sein des États membres de l'OCDE, soit près d'une sur deux en France. Des secteurs comme l'hébergement restauration peinent à trouver des salariés du fait des horaires décalés. Celui du bâtiment rencontre également des difficultés de recrutement. Pour le moment, en Europe, l'augmentation des salaires est inférieure à la hausse des prix : 4 % contre plus de 6 % sur l'ensemble de l'année 2022. Compte tenu de l'atonie de la demande, la capacité des entreprises à relever leurs prix reste relativement faible, toute augmentation des salaires provoquant alors une baisse du taux de marge.

Si elle se poursuit, la baisse du chômage devrait amener une relative amélioration des rémunérations mais la corrélation avec l'inflation serait certainement moins forte que dans les années 1970, années durant lesquelles les règles d'indexation étaient bien plus importantes qu'aujourd'hui.

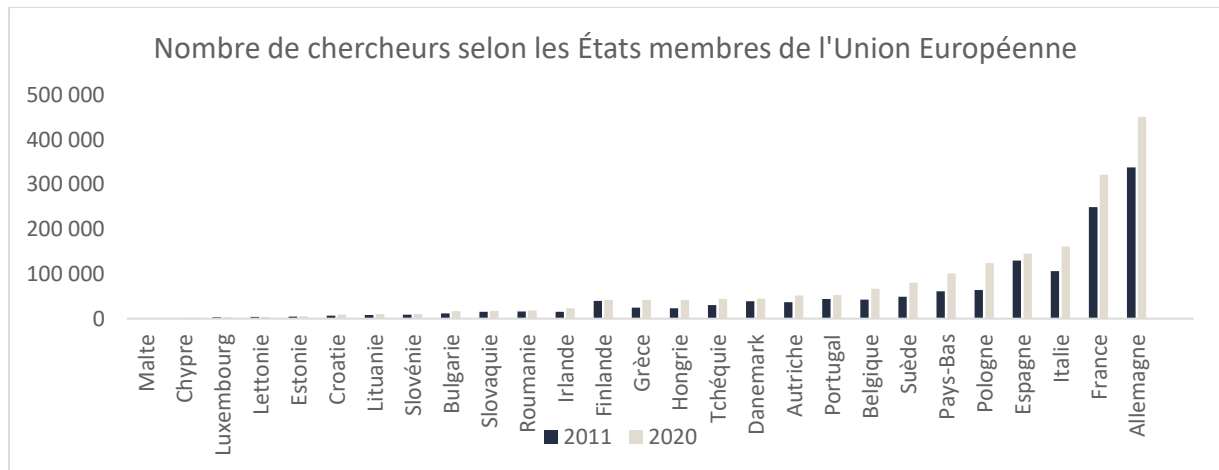


POINTS DE REPÈRE

L'EUROPE EN POINTE POUR LE NOMBRE DE CHERCHEURS

Le nombre de chercheurs équivalents temps plein (ETP) dans l'Union Européenne a augmenté ces dernières années. En 2020, 1,89 million de chercheurs (en ETP) travaillaient dans les États membres, soit 546 000 de plus par rapport à 2010. Dans l'Union, la plupart des chercheurs travaillaient dans le secteur des entreprises (55 %) et le secteur de l'enseignement supérieur (33 %), suivis du secteur public (11 %). Le nombre de chercheurs en Chine (hors Hong Kong) a atteint 2,11 millions en 2019, suivis des États-Unis, qui arrivaient ainsi en deuxième position avec 1,55 million de chercheurs (données 2018).

Le nombre de chercheurs a presque doublé en Grèce et en Hongrie entre 2010 et 2020, totalisant respectivement 41 800 et 42 000 l'an dernier. En Pologne, le nombre de chercheurs était de 124 400 en 2020, soit 59 900 de plus qu'en 2010. Des taux de croissance relativement élevés ont également été enregistrés aux Pays-Bas (89 %), à Malte (69 %), à Chypre (67 %) et en Irlande (66 %). Le seul État membre qui a enregistré la tendance inverse est la Roumanie où le nombre de chercheurs en ETP a diminué de 7 %.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

En dehors de l'Union Européenne, les effectifs de chercheurs sont également en hausse au sein de très nombreux pays. En Turquie, le nombre de chercheurs a plus que doublé entre 2010 et 2019 pour atteindre 135 500. La Corée du Sud a également enregistré une augmentation rapide du nombre de chercheurs, en hausse de 63 % sur la même période, pour s'élever à 430 700. Cette croissance rapide a

également été enregistrée en Chine, en hausse de 74 %, données 2019). Aux États-Unis, le taux de croissance était de 30 % (données 2018). Cependant, il était inférieur à celui de l'Union, où le nombre de chercheurs a augmenté de 41 % sur cette même période. En revanche, le nombre de chercheurs a baissé de 9 % en Russie et n'a augmenté que de 4 % au Japon entre 2010 et 2019.



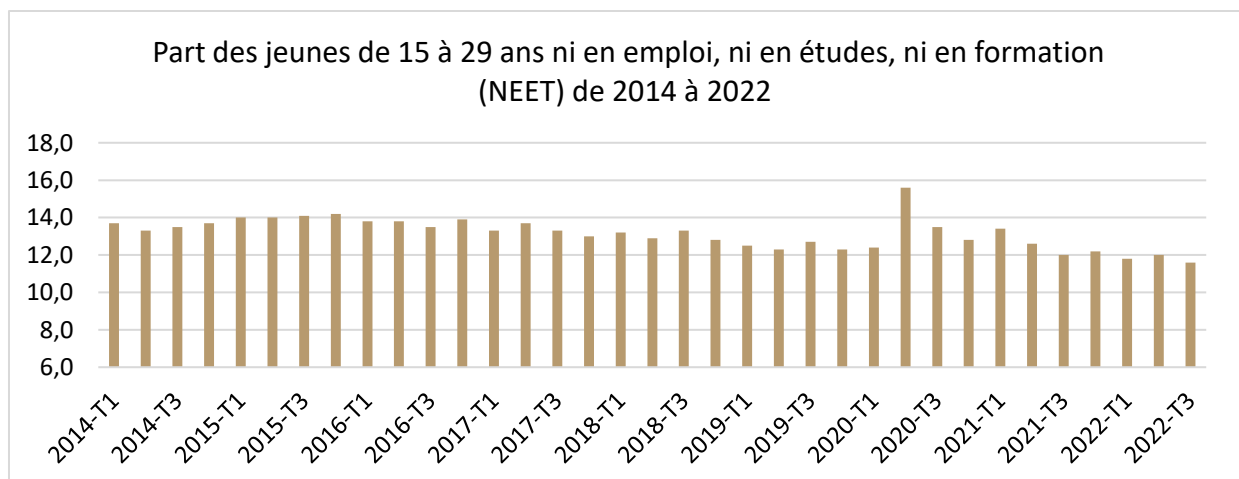
LES JEUNES NI EN EMPLOI, NI EN FORMATION, UN PROBLÈME RÉCURRENT EN FRANCE

France se caractérise par un faible taux d'emploi du fait d'un problème d'insertion des jeunes et d'une sortie précoce du marché du travail. Ce faible taux d'emploi pénalise l'activité économique et nuit tout autant à la croissance qu'aux recettes publiques. Le déficit d'emplois est particulièrement fort chez les jeunes. Depuis plusieurs années, les pouvoirs publics tentent de réduire la proportion de jeunes qui ne sont ni en emploi, ni en études. Ces personnes sont regroupées dans la catégorie « NEET » (« *neither in employment nor in education or training* »).

En 2021, en France (hors Mayotte), 1,4 million de jeunes de 15 à 29 ans ne sont ni en emploi, ni en études, ni en formation. Ils représentent 12,8 % des personnes de cette classe d'âge. 46,5 % des jeunes de 15 à 29 ans occupent un emploi, 38,1 % poursuivent leurs études initiales sans les cumuler avec un emploi et 2,6 % ont repris leurs études après une interruption ou suivent d'autres formes de formation. Au total, 52,4 % des jeunes

de 15 à 29 ans sont actifs, c'est-à-dire en emploi ou au chômage. Le taux de chômage, c'est à dire le rapport entre le nombre de chômeurs et le nombre d'actifs, est de 11,0 % en 2021, soit plus que la moyenne de la moyenne de la population active (7,4 %). Ce chômage a néanmoins fortement diminué ces dernières années. Il dépassait 20 % après la crise financière de 2008.

En 2021, 45 % des NEET sont au chômage, c'est-à-dire des personnes sans emploi, disponibles de suite pour travailler et effectuant des recherches pour trouver un emploi. 24 % appartiennent au halo autour du chômage (personnes sans emploi qui souhaitent travailler sans toutefois avoir entrepris de démarches ou sans être disponibles). 31 % déclarent qu'ils ne souhaitent pas travailler actuellement. Ces jeunes sont inactifs, hors halo du chômage et ne sont ni en études, ni en formation.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

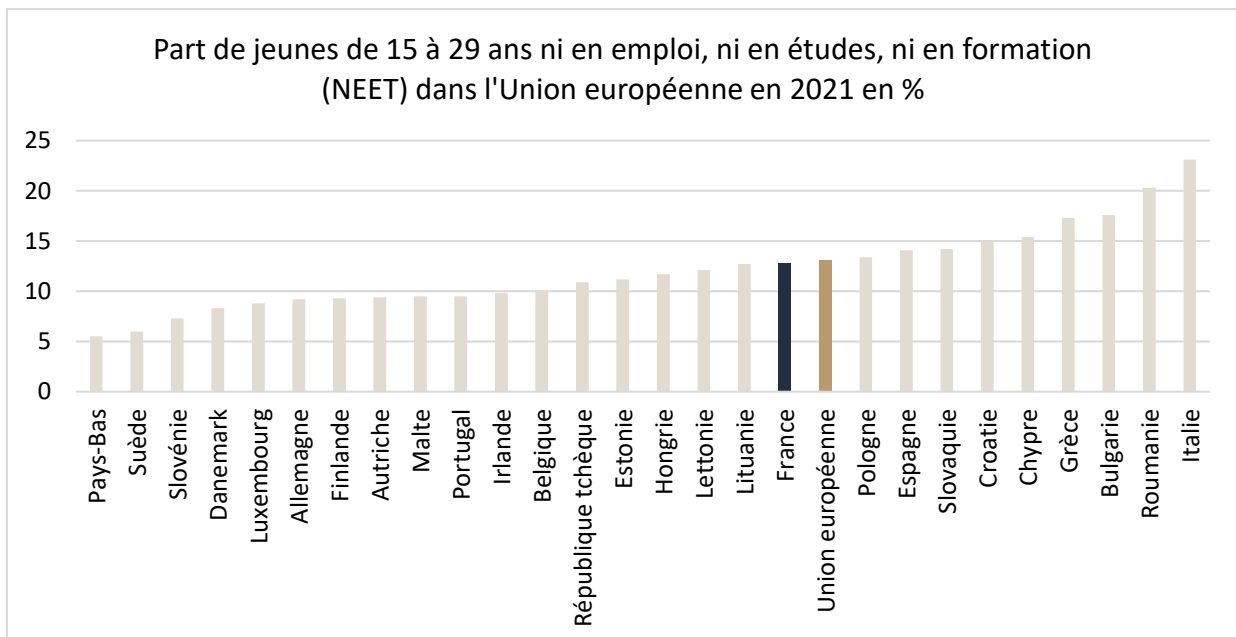


La part de NEET parmi les jeunes varie fortement selon l'âge. En moyenne, entre 2017 et 2021, elle est de l'ordre de 1 % à 15 ans, âge auquel la quasi-totalité des jeunes sont logiquement scolarisés. Elle croît fortement jusqu'à 16,5 % à 21 ans avec les premières sorties de formation initiale, puis plus lentement pour atteindre 18,3 % à 24 ans. La hausse entre 15 et 24 ans s'explique par l'absence d'emploi. De 25 à 29 ans, la part de NEET baisse légèrement, du fait d'une prévalence plus forte de l'emploi : en moyenne, 17,4 % des jeunes de 25 à 29 ans sont NEET.

De mi-2015 à fin 2019, la part de NEET a baissé grâce notamment à une montée en puissance de l'apprentissage et de la formation par alternance. La crise sanitaire a interrompu cette tendance temporairement mais à compter de

2021, le mouvement de baisse s'est poursuivi. Au troisième trimestre 2022, la part de NEET est de 11,6 %, soit 0,7 point au-dessous de son niveau d'avant-crise.

La proportion des jeunes qui sont, ni en formation, ni en emploi est en France légèrement inférieure à la moyenne européenne. En 2021, la part de NEET dans l'Union européenne s'établit à 13,1 %, contre 12,8 % pour la France. Ce taux est de 5, % aux Pays-Bas, de 6 % en Suède (6,0 %). L'Italie avec un taux de 23,1 % et la Roumanie avec un taux de 20,3 % sont les deux États connaissant les proportions de NEET les plus élevées. Les écarts à la moyenne européenne sont toutefois plus marqués selon le sexe : les femmes sont moins souvent NEET en France (13,0 % contre 14,5 %) et les hommes le sont plus souvent (12,5 % contre 11,8 %).



Cercle de l'Épargne - données INSEE



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Excepté en Finlande, en Belgique, en Espagne, au Luxembourg et en Irlande, les jeunes femmes sont, en Europe comme en France, plus souvent NEET que les jeunes hommes. La différence tend toutefois à s'amoinrir au fil des années. En 2021, cet écart entre les jeunes femmes et les jeunes hommes est plus faible en France (+ 0,5 point d'écart) qu'en moyenne européenne (+ 2,7 points). En France, entre 15 et 24 ans, les jeunes hommes sont plus souvent NEET que les jeunes femmes (11,4 %, contre 9,7 % en 2021). Ils

sortent en moyenne plus précocement du système scolaire et se trouvent donc à ces âges plus souvent en emploi, mais aussi plus souvent au chômage. Néanmoins, la proportion de femmes NEET est plus élevée entre 25 et 29 ans que celle des hommes (19,8 % contre 14,9 %). La proportion de femmes inactives augmente entre 25 et 29 ans en raison des maternités et congés parentaux. Entre 25 et 29 ans, deux tiers des femmes NEET ont un enfant, contre un tiers des femmes en emploi.



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 2022	+2,6 %	+1,9 %	+3,9 %	+5,5 %	+3,2 %
Quatrième trimestre 2022	+0,1 %	+0,2 %	+0,5 %	+0,2 %	+0,3 %
Inflation En % - janvier 2023	7,0	9,6	10,9	5,8	8,5 (décembre)
Taux de chômage En % - déc. 2022	7,1	2,9	7,8	13,1	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	-
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 - janvier 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	31 janvier 2023	7 082,42
	Évolution en janvier 2023	+7,40
	Évolution sur 12 mois	-0,24 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	31 janvier 2023	15 128,27
	Évolution en janvier 2023	+7,53 %
	Évolution sur 12 mois	-2,22 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	31 janvier 2023	7 771,70
	Évolution en janvier 2023	+2,88 %
	Évolution sur 12 mois	+4,12 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	31 janvier 2023	4 165,02
	Évolution en janvier 2023	+7,97 %
	Évolution sur 12 mois	-0,27 %
DOW Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	31 janvier 2023	34 086,04
	Évolution en janvier 2023	+2,39 %
	Évolution sur 12 mois	-3,34 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	31 janvier 2023	11 584,55
	Évolution en janvier 2023	+11,53 %
	Évolution sur 12 mois	-18,65 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	31 janvier 2023	4 076,60
	Évolution en janvier 2023	+6,04 %
	Évolution sur 12 mois	-10,20 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	31 janvier 2023	27 327,11
	Évolution en janvier 2023	+6,26 %
	Évolution sur 12 mois	+1,20 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	31 janvier 2023	3 255,67
	Évolution en janvier 2023	+5,39 %
	Évolution sur 12 mois	-3,15 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	31 janvier 2023	1.0874
	Évolution en janvier 2023	+1,82 %
	Évolution sur 12 mois	-3,30 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	31 janvier 2023	1 929,68
	Évolution en janvier 2023	+5,71 %
	Évolution sur 12 mois	+7,17 %
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	31 janvier 2023	84,56
	Évolution en janvier 2023	+2,71 %
	Évolution sur 12 mois	-7,39 %



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

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

Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
01 83 79 82 35
tvi@vendome-investment.com