

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« <i>Sur l'autoroute de l'enfer</i> »	2
HORIZON FRANCE	3
<i>La croissance française en mode résilience</i>	3
<i>Pouvoir d'achat, entre statistiques et ressenti, le grand écart</i>	10
HORIZON EXTÉRIEUR	13
<i>États-Unis, une superpuissance aux pieds d'argile ?</i>	13
<i>Allemagne, quand le modèle se fissure</i>	16
<i>Royaume-Uni, les raisons de la surmortalité</i>	18
HORIZON FINANCE	20
<i>Faut-il condamner les rachats d'actions ?</i>	20
<i>La hausse du cours des actions en Europe est-elle irrationnelle ?</i>	21
HORIZON LOINTAIN	23
<i>Dettes, ne pas en parler mais toujours y penser !</i>	23
POINTS DE REPÈRE	25
<i>L'alternance en forte croissance en France</i>	25
<i>Pierre Papier, succès confirmé</i>	26
<i>Les statistiques économiques</i>	27
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	28



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« SUR L'AUTOROUTE DE L'ENFER »



Insidieusement mais de plus en plus visiblement, la France décline. Il y a encore quelques années, les essayistes qui osaient s'aventurer sur ce terrain étaient

ostracisés et appelés ironiquement des déclinologues. Aujourd'hui, les « trente piteuses » de Nicolas Baverez ont passé le cap des quarante années et nul ne semble vouloir en contester la triste réalité.

Le recul de la France a de multiples visages. Il prend la forme d'une dette qui ne cesse de progresser. Les gouvernements ont continué, année après année, à dépenser malgré l'absence de création de richesses. Pour compenser le manque de croissance, ils ont multiplié les prestations sociales qui tout en atteignant des niveaux records ne satisfont pas les citoyens. L'augmentation des dépenses publiques, la France étant en tête du classement mondial en la matière, n'assure en rien la qualité des services publics. L'autre symbole du recul de la France est la désindustrialisation. En quatre décennies, le poids de l'industrie a été divisé par deux. Des médicaments aux voitures en passant par les éoliennes et les batteries, tout ou presque, provient de l'étranger. La France ne conserve, pour le moment, un réel savoir-faire que dans le luxe et l'aéronautique. Les Français ont pris

conscience durant l'hiver 2022/2023 que même le pays qui avait construit 58 réacteurs nucléaires de 1970 à 1993, pouvait venir à manquer d'électricité. La France, pays des sciences, est, aujourd'hui, dans le bas des classements de l'OCDE pour les connaissances en mathématiques. Le niveau de formation des jeunes décline depuis des années, les réformes de l'Éducation nationale ne changeant rien à la situation.

La France, pays des arts et de la culture, vit sur ses acquis, mais n'est plus le centre de la création qu'elle fut jusque dans les années 1970. Si, dans les années 1980, la France faisait, en termes de PIB par habitant, jeu égal avec ses principaux partenaires, ce n'est plus le cas aujourd'hui. Le PIB par habitant de la France est, selon le FMI, désormais 80 % inférieur de celui des États-Unis. En la matière la France se classe au 25^e rang mondial à équidistance des États-Unis et de la Grèce. Les Français sont 20 % plus pauvres que les Américains en revenu par tête. La divergence des revenus est marquée pour les diplômés qui pourraient succomber en nombre aux charmes de l'expatriation. Cette glissade française trouve ses sources dans la dépréciation de la valeur travail et dans le choix d'une socialisation des revenus. Ironie de l'histoire, cette tendance bien souvent encouragée par les pouvoirs publics, a alimenté un mouvement de défiance à l'encontre de ces derniers au point de créer une société polarisée et bloquée. La France



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

est en train de disparaître des écrans radars. Au sein des pays émergents, une part croissante des populations dispose d'un niveau de vie supérieur au nôtre. La France, dans son histoire, a connu plusieurs passes difficiles qui ont donné lieu à des rebonds. Ces derniers reposent toujours sur une augmentation du volume de travail. Après la Libération ou après 1958, les Français ont accepté de faire des sacrifices en ne comptant pas leurs heures. Sans nul doute que

demain, pour assurer notre niveau de vie, il faudra consentir à quelques efforts en ayant en mémoire la phrase du Président Kennedy « *Ne vous demandez pas ce que votre pays peut faire pour vous, mais demandez-vous ce que vous pouvez faire pour votre pays* ».

**Jean-Pierre Thomas Président
de Thomas Vendôme Investments**

HORIZON FRANCE

LA CROISSANCE FRANÇAISE EN MODE RÉSILIENCE

Au quatrième trimestre 2022, selon l'INSEE, le PIB français a connu une faible croissance : +0,1 %, après +0,2 % au troisième trimestre. Au total, sur l'ensemble de l'année 2022, la croissance économique s'est élevée à +2,6 %, après +6,8 % en 2021. Selon l'enquête de conjoncture du mois de mars de l'INSEE, l'activité économique française est sur un plateau en ce début d'année 2023. Les entreprises bénéficient d'une légère atténuation de leurs difficultés d'approvisionnement et d'une baisse des prix de l'énergie. Malgré tout, les secteurs exposés aux cours des matières premières et de l'énergie (chimie, bois-papier, métallurgie) demeurent sous tension. Le PIB augmenterait modestement au premier trimestre 2023 (+0,1 % prévu). L'activité de l'industrie resterait globalement étale et toujours en retrait par rapport à son niveau d'avant crise sanitaire. Dans le même temps, les services marchands n'augmenteraient

que modérément. L'activité serait en faible croissance dans le commerce tandis qu'elle reculerait dans les services de transports, pénalisés par les grèves. Au sein des principaux postes de la demande, la consommation des ménages serait en légère hausse au premier trimestre 2023. La consommation d'électricité et de gaz se normaliserait quelque peu du fait de températures moins clémentes que cet automne, même si les comportements de sobriété persisteraient. L'investissement des entreprises resterait en croissance malgré une hausse des taux d'intérêt. Les échanges extérieurs contribueraient négativement à la croissance. Les importations sont attendues stables quand les exportations seraient en recul, en contrecoup notamment des livraisons navales du trimestre précédent. Pour le deuxième trimestre 2023, le PIB augmenterait de +0,2 %.



L'EMPLOI, UN LÉGER RALENTISSEMENT APRÈS UNE PÉRIODE DE FORTE CROISSANCE

Au quatrième trimestre 2022, l'emploi salarié a ralenti avec un gain de +0,2 % (+44 000 emplois), faisant suite à des progressions de +0,4 % aux premier (+109 300 emplois) et deuxième trimestres 2022 (+99 700 emplois) et +0,3 % au troisième trimestre (+84 100 emplois). La France a ainsi enregistré huit trimestres consécutifs de hausse de l'emploi depuis fin 2020. L'emploi salarié se situait fin décembre 1,3 % au-dessus de son niveau de fin 2021, soit +337 100 emplois. Il a dépassé de 4,5 % son niveau d'avant la crise sanitaire, fin 2019, avec près de 1,2 million d'emplois supplémentaires dont un tiers en contrat d'alternance.

Au premier semestre 2023, l'emploi salarié serait moins dynamique en lien avec le ralentissement de la croissance et la moindre croissance de l'alternance. La productivité par tête – qui rapporte la valeur ajoutée à l'emploi – serait presque stable après avoir fortement baissé. Elle serait de ce fait toujours inférieure à son niveau d'avant la crise sanitaire, en particulier dans l'industrie. Ce recul s'explique en partie par le développement de l'alternance au cours de la période, près d'un million de salariés bénéficient de ce mécanisme de formation.

L'emploi total devrait augmenter de 43 000 au cours du premier semestre 2023, après +148 000 au second semestre 2022 et +229 000 au premier semestre 2022. Mi-2023, le nombre total d'emplois créés depuis la fin 2019 atteindrait ainsi environ 1,5 million.

UN TAUX DE CHÔMAGE ATTENDU STABLE AU PREMIER SEMESTRE

Au quatrième trimestre 2022, le taux de chômage au sens du Bureau International du Travail a diminué de 0,1 point par rapport au trimestre précédent à 7,2 % de la population active. Il se situe 0,3 point sous son niveau du quatrième trimestre 2021 et à son plus bas niveau depuis le premier trimestre 2008 (exception faite du recul atypique du deuxième trimestre 2020, pendant le premier confinement). En 2022, 467 000 emplois net ont été créés pour 396 000 actifs supplémentaires. Au premier semestre 2023, la population active progresserait à un rythme similaire à celui du quatrième trimestre 2022 (+37 000 actifs au premier trimestre 2023 et +28 000 au deuxième). Compte tenu du ralentissement attendu de l'emploi (+39 000 en moyenne au premier trimestre puis +22 000 au deuxième), le taux de chômage se maintiendrait à 7,2 % de la population active jusque mi-2023. Le taux d'emploi resterait à des niveaux sans précédent en France.

L'INFLATION, UNE LENTE DÉCRUE

En 2022, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 5,2 % en moyenne annuelle, soit une hausse sans précédent depuis le début des années 1980. La hausse des prix a débuté sur fond de problèmes d'approvisionnement de biens intermédiaires à la fin de l'année 2021 pour concerner, dans un deuxième temps, l'énergie, les produits agricoles et les matières premières. Depuis mi-2022,



le glissement annuel des prix à la consommation est sur la crête des 6 %.

Depuis quelques mois, l'alimentation a pris le relais comme facteur numéro un de la hausse des prix. L'INSEE estime que d'ici la fin du premier semestre 2023, l'inflation devrait diminuer légèrement pour se situer un peu en dessous de 5,5 % en juin, traduisant principalement un « effet de base ». Les prix de l'énergie qui ont fortement augmenté il y a un an, se sont stabilisés depuis, ce qui devrait favoriser la décrue de l'indice des prix.

Le glissement annuel des prix de l'énergie pourrait ainsi être légèrement négatif à la fin du premier semestre. Les prix des produits alimentaires seraient orientés à la hausse, +15 % en rythme annuel en juin prochain. Cette prévision reste toutefois entourée d'incertitude quant à l'impact des négociations commerciales. La hausse du prix du tabac de 50 centimes au 1^{er} mars contribuerait à hauteur de +0,1 point à l'inflation d'ensemble. S'agissant des produits manufacturés, l'inflation passerait de 4,7 % sur un an en février à 5,2 % en juin. La contribution des services à l'inflation d'ensemble augmenterait légèrement tout au long du semestre. La hausse pour les services passerait de 3,0 % en février à 3,5 % en juin. Cette légère accélération traduirait notamment la hausse des coûts de production, y compris salariaux, compte tenu des revalorisations successives du Smic depuis le début de la poussée d'inflation.

L'inflation sous-jacente, dont sont retirés les prix des produits les plus

volatils (l'énergie notamment, ainsi que les produits frais et une partie des produits alimentaires hors frais) ainsi que les effets des mesures fiscales, augmenterait sur l'ensemble du premier semestre 2023 pour atteindre +6,4 % en juin et dépasserait donc l'inflation d'ensemble à partir de mars.

UNE ACCÉLÉRATION DES AUGMENTATIONS DE SALAIRES

Au second semestre 2022, le salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes non agricoles a progressé de +0,7 % au troisième trimestre puis de +1,7 % au quatrième. La hausse du SMIC et les renégociations d'accords salariaux expliquent cette évolution. Par ailleurs, les versements, en fin d'année dernière, de la prime de partage de la valeur (PPV), qui a succédé à la prime exceptionnelle de pouvoir d'achat (Pepa) depuis le 1^{er} juillet 2022 a contribué à cette augmentation. En moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, le SMPT a progressé de 5,7 % en termes nominaux et de 0,4 % en termes réels, compte tenu du dynamisme des prix. 2,2 points de cette hausse proviennent du moindre recours au chômage partiel en 2022, par rapport au niveau encore élevé de 2021, et dont les indemnités versées ne sont pas comptabilisées comme du salaire. Hors cet effet mécanique, le SMPT a baissé en 2022 en termes réels (-1,8 %), et ce dans des proportions similaires à celui du salaire mensuel de base (SMB : -2,0 %).

Au premier semestre 2023, les salaires devraient continuer à augmenter malgré un ralentissement temporaire en début



d'année lié à la fin du versement des primes. Le SMPT progresserait ainsi de 0,9 % au premier trimestre puis de 1,4 % au deuxième. Le SMIC contribuera à cette hausse. Il a déjà augmenté de 1,8 % en janvier et devrait en mai ou en juin être revalorisé de 2 %. Du fait de ces augmentations du SMIC, plusieurs branches professionnelles seront contraintes de revoir leur grille de salaires. Le pouvoir d'achat du SMPT baisserait donc au premier semestre 2023. Ainsi, fin juin, le SMPT réel serait 2,8 % en-deçà de son niveau un an plus tôt.

LES REVENUS DES MÉNAGES PRÉSERVÉS

En moyenne sur l'année 2022, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages a marqué le pas avec une progression de +0,2 % après +2,3 % en 2021. Par unité de consommation, un recul de -0,2 % a été enregistré dans un contexte inflationniste inédit depuis le milieu des années 1980. Le revenu disponible brut (RDB) des ménages a augmenté de 5,5 % en 2021 contre +5,3 % en 2021 du fait des mesures de soutien mises en œuvre au second semestre 2022 mais également du dynamisme des revenus de la propriété.

Au premier trimestre 2023, en lien avec la hausse des revenus d'activité (+0,8 % prévu après +1,5 %), le revenu disponible brut progresserait de +1,3 % après +2,9 % au quatrième trimestre 2022. Cette moindre progression serait imputable au ralentissement de l'emploi salarié et aux moindres versements de prime de partage de la valeur (PPV). Les prestations seraient soutenues par le versement de l'indemnité carburant de

100 euros aux ménages modestes utilisant leur véhicule pour travailler ou se rendre à leur travail, malgré un non-recours potentiellement élevé. Les revenus des retraités ont augmenté par ailleurs grâce à la revalorisation des pensions de base au 1^{er} janvier. Les revenus du patrimoine seraient en hausse de +5,1 % après +5,6 % au quatrième trimestre. Au premier trimestre 2023, le prix de la consommation des ménages augmenterait fortement (+2,1 % après +2,0 %) et contribuera à diminuer sensiblement le pouvoir d'achat du revenu disponible brut par unité de consommation (-0,8 % prévu au premier trimestre 2023). Au deuxième trimestre 2023, le revenu disponible brut devrait progresser de 1 % après +1,3 %. Les revenus d'activité seraient en hausse avec la probable revalorisation du Smic. En revanche, les prestations sociales diminueraient avec la fin de l'indemnité carburant au 31 mars. Compte tenu de l'évolution des prix de la consommation (+1,7 % après +2,1 %), le pouvoir d'achat par unité de consommation se contracterait de 0,8 %. Pour 2023, l'acquis d'évolution du pouvoir d'achat par unité de consommation à mi-année (soit l'évolution annuelle prévue si le pouvoir d'achat par unité de consommation restait figé au second semestre à son niveau du deuxième trimestre) s'établirait à -0,7 % en 2023. Cet acquis à mi-année ne préjuge pas, toutefois, de l'évolution du pouvoir d'achat sur l'ensemble de l'année 2023 car il n'intègre pas, par définition, les possibles mouvements du revenu disponible brut et des prix de la consommation du second semestre.



LÉGÈRE REPRISE DE LA CONSOMMATION ATTENDUE AU PREMIER TRIMESTRE

Au quatrième trimestre 2022, la consommation des ménages a diminué de 1,2 % par rapport au trimestre précédent. Avec les températures clémentes et la modification des comportements des ménages, les dépenses en gaz et en électricité ont baissé. Cette diminution a été accentuée par l'enregistrement comptable du « chèque énergie » versé aux ménages en tant que consommation des administrations publiques et non des ménages. Les achats dans l'alimentation ont également diminué comme tout au long de l'année 2022, en lien avec l'augmentation des prix. Les achats en matériels de transport et les achats de biens ont diminué pour le cinquième trimestre consécutif. Dans les services, la consommation a progressé modérément, surtout portée par les services de transport.

Au premier trimestre 2023, la consommation augmenterait de +0,2 %. La consommation en énergie serait en hausse avec le retour à des températures de saison. Les achats de matériels de transport, toujours en retrait par rapport à leur niveau d'avant la crise sanitaire, seraient en légère hausse. La consommation alimentaire continuerait à diminuer dans un contexte d'inflation élevée, mais de façon moins marquée qu'au cours de l'année 2022. Les ménages continueraient à privilégier les produits à faible prix et délaisseraient par exemple le bio. Au sein des services, la consommation rebondirait dans l'hébergement et la restauration, après

un léger recul au trimestre précédent, avec toutefois un aléa concernant les conséquences des grèves. Au deuxième trimestre 2023, la consommation serait stable (+0,1 % prévu), sous l'hypothèse d'une stabilisation des achats de biens et d'une augmentation tendancielle dans les services.

POURSUITE DE LA BAISSÉ DE L'INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

L'investissement des ménages, en recul depuis le deuxième trimestre 2022, continuerait à baisser au premier semestre 2023. La production de logements individuels diminuerait de nouveau avec la remontée des taux d'intérêt. Les investissements en services, qui fléchissent depuis le troisième trimestre 2022, resteraient eux aussi orientés à la baisse, en lien avec un marché immobilier peu dynamique.

DES REVENUS À LA CONSOMMATION, UN RESSENTI EN PARTI DIFFÉRENT

L'INSEE a mené une enquête auprès des consommateurs français pour évaluer les changements intervenus en matière de consommation et d'épargne. Les réponses sont par nature subjectives et peuvent entrer en contradiction avec les statistiques qui sont des moyennes. Ainsi, selon l'INSEE, près d'un ménage sur deux (46 %) déclare avoir un peu changé ses habitudes de consommation à cause de l'inflation et environ un ménage sur cinq (22 %) déclare les avoir beaucoup changées.

Les ménages sont nombreux à considérer que leur situation financière

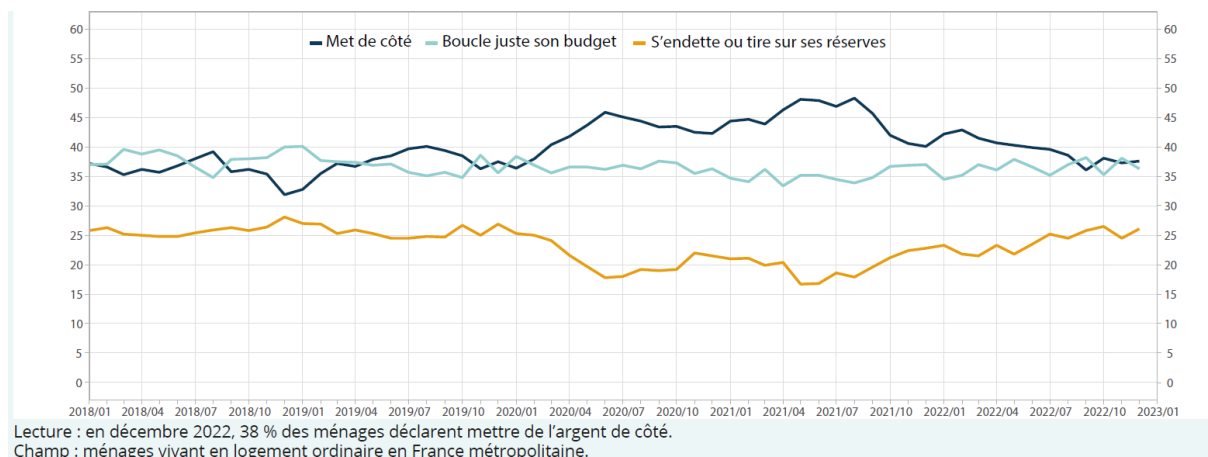


s'est nettement dégradée en 2022 ou qu'elle serait amenée à se dégrader en 2023. Parmi les ménages interrogés, ce sont les plus jeunes qui déclarent le plus avoir modifié leurs habitudes de consommation depuis l'an passé, à cause de l'inflation. 77 % déclarent avoir modifié leur comportement de consommation, légèrement ou substantiellement, contre 49 % des plus de 70 ans. 26 % des plus jeunes soulignent même avoir beaucoup modifié leurs habitudes face à l'inflation, contre seulement 11 % pour les ménages les plus âgés. Ces déclarations peuvent surprendre dans la mesure où les plus âgés font face, a priori, à une inflation plus élevée que les autres ménages du fait d'une structure de consommation où les dépenses de chauffage pèsent davantage. 76 % des

ménages avec enfant(s) déclarent avoir changé leurs habitudes de consommation face à l'inflation alors qu'ils sont 62 % parmi les ménages sans enfant (seuls ou en couple). 70 % des ménages déclarent avoir modifié leurs habitudes de consommation d'énergie pour le logement afin de faire des économies, et 54 % dans le cas de l'alimentaire. Ils sont en revanche moins nombreux s'agissant des dépenses liées aux déplacements (46 %) ou des achats de vêtements (41 %).

Malgré la hausse des prix, les ménages ont continué à épargner. La Banque de France a indiqué que la cagnotte constituée depuis le début de la crise sanitaire dépasse 157 milliards d'euros.

Comportement des ménages (en %)



INSEE

LES RÉSULTATS DES ENTREPRISES STABILISÉS À UN NIVEAU CORRECT

Après avoir atteint en 2021 un niveau historiquement élevé, le taux de marge des sociétés non financières a diminué en 2022 avec la fin des mesures de

soutien liées à la crise sanitaire. Il s'est établi ainsi à 32,0 % de la valeur ajoutée, soit un niveau proche de sa valeur moyenne en 2018.

Le taux de marge des entreprises n'a pas été affecté par l'augmentation du coût



des intrants et par l'augmentation des salaires. Les entreprises ont en moyenne répercuté ces hausses de coût sur leurs prix de production. L'amélioration de la rentabilité des entreprises résulterait principalement de la baisse des salaires réels et de la réduction des impôts de production (baisse de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises). À la fin du deuxième trimestre 2023, le taux de marge s'établirait à 33,5 %, soit deux points au-dessus de son niveau moyen de 2018.

Au quatrième trimestre, l'investissement des entreprises non financières a augmenté de +0,6 %, après +3,8 %. L'investissement en produits manufacturés a continué à croître, bien que plus modérément qu'au trimestre précédent (+1,3 % après +7,5 %). L'investissement en biens d'équipement a porté l'essentiel de cette hausse, tandis que l'investissement en matériels de transport a reculé, après sa très forte hausse au cours de l'été. L'investissement en construction est resté quasi stable (-0,1 %), après deux trimestres consécutifs de recul. L'investissement en services a fortement perdu en dynamisme même s'il a poursuivi sa croissance (+0,6 % après +3,5 %). En moyenne annuelle, l'investissement des entreprises non financières a augmenté de 3,3 % en 2022 (après +11,4 % en 2021). Au premier semestre 2023, l'investissement des entreprises devrait augmenter à un rythme similaire à celui de fin 2022 (+0,6 % puis +0,5 % prévu)

En décembre 2022, deux ménages sur trois déclarent avoir changé leurs

habitudes de consommation depuis un an, du fait de la hausse du niveau général des prix. Depuis un an, les ménages rendent compte d'une inquiétude croissante face au contexte économique.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR, UN LENT RÉTABLISSEMENT

Au quatrième trimestre 2022, les exportations ont ralenti moins vite que les importations permettant une contribution positive du commerce extérieur à la croissance du PIB (+0,3 point). Le recul des importations s'explique par la diminution des importations d'électricité avec la remise en fonction de plusieurs centrales nucléaires. Du côté du gaz, le niveau élevé des stocks a permis de réduire les importations. Les dépenses des touristes français à l'étranger ont, par ailleurs, baissé. Les exportations de produits manufacturés ont fortement diminué, malgré des livraisons navales et aéronautiques. Ce mouvement a été toutefois compensé par la forte hausse des exportations d'énergie, notamment de gaz, et par la reprise des dépenses des touristes étrangers en France.

Au premier trimestre 2023, les échanges extérieurs devraient avoir une contribution négative de -0,1 point sur le PIB de la France. Les exportations se replieraient de -0,2 % avec une contraction des livraisons aéronautiques et navales. Les importations seraient stables, la baisse des importations de gaz venant atténuer le soutien d'une demande intérieure en légère hausse. Au deuxième trimestre 2023, les exportations devraient être



plus dynamiques permettant une légère contribution positive du commerce extérieur à la croissance +0,1 point.

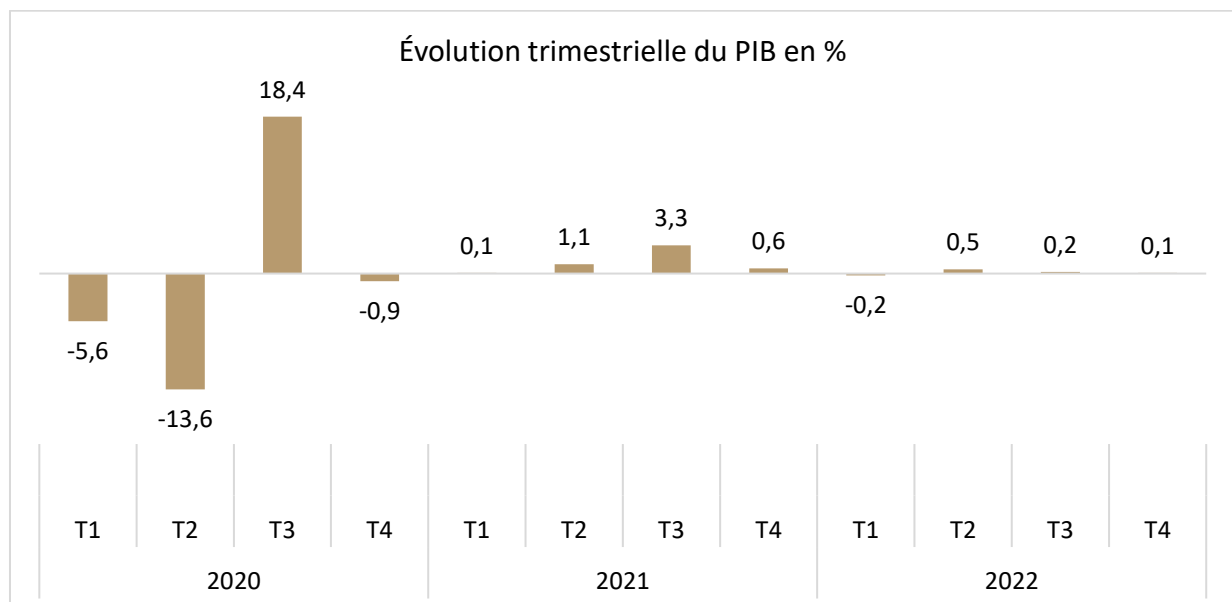
La croissance française devrait tenir à un fil au cours du prochain semestre. La bonne résistance de l'emploi jouera un rôle clef pour éviter une dégradation marquée du pouvoir d'achat. L'inconnue de l'évolution des prix reste entière. Si l'inflation ne fléchit pas d'ici le début de l'été, les tensions salariales seront en augmentation avec un risque

d'engagement d'une spirale de hausse des prix. Les déboires de plusieurs banques rappellent que les banques centrales ne disposent pas de marges de manœuvre importantes pour juguler l'inflation. Entre les dettes publiques et les problèmes de liquidité ainsi que de solvabilité des établissements financiers, elles pourraient être obligées de ralentir le rythme des relèvements et accepter plus longtemps que prévu une inflation qui est une source d'inégalités sociales.

POUVOIR D'ACHAT, ENTRE STATISTIQUES ET RESENTI, LE GRAND ÉCART

Pour le quatrième trimestre 2022, l'INSEE a confirmé le 28 février 2023 que la croissance du PIB en volume avait été de +0,1 %. Au cours de ce quatrième trimestre, le pouvoir d'achat s'est accru de 0,8 % et le taux d'épargne a augmenté de 1,7 point. Les ménages ont

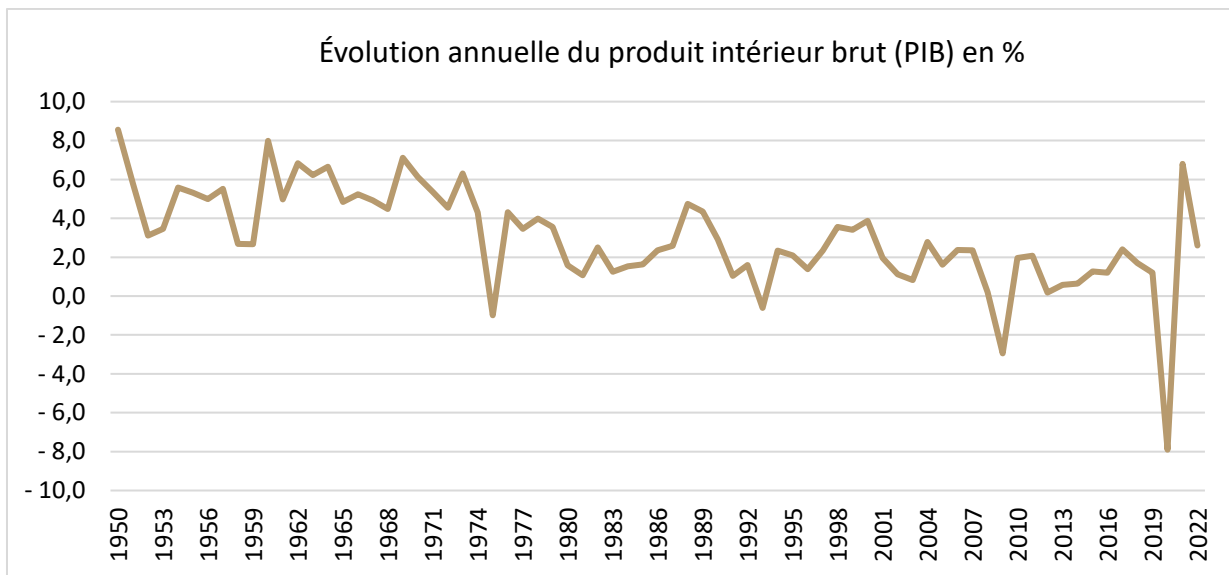
diminué leur consommation pour mettre de l'argent de côté. Au niveau des entreprises, le taux de marge des sociétés non financières (SNF) a augmenté de 0,5 point passant de 31,9 à 32,4 % de la valeur ajoutée.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Sur l'ensemble de l'année, la croissance a été également confirmée à +2,6 %

faisant suite à la croissance de 2021 de 6,8 %.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

La consommation des ménages a baissé de 1,2 % au quatrième trimestre après +0,4 %, tirée vers le bas par la consommation en biens. La formation brute de capital fixe (FBCF) n'a augmenté que de +0,3 % après +2,3 % au troisième trimestre. Au total, la demande intérieure finale hors stocks a contribué négativement, à hauteur de -0,4 point, à l'évolution du PIB au dernier trimestre, contre +0,8 point au trimestre précédent. Les importations se sont contractées de 0,4 % au quatrième trimestre, contre +4,2 % au troisième du fait de la baisse des importations énergétiques. La progression des exportations s'est ralentie (+0,5 % après +1,0 %), du fait des produits manufacturés. La contribution du commerce extérieur à l'évolution du PIB a été de ce fait positive (+0,3 point après -1,1 point). La contribution des variations de stocks à l'évolution du PIB a été positive au quatrième trimestre (+0,2 point après +0,4 point au troisième trimestre 2022).

UN POUVOIR D'ACHAT EN HAUSSE EN FIN D'ANNÉE

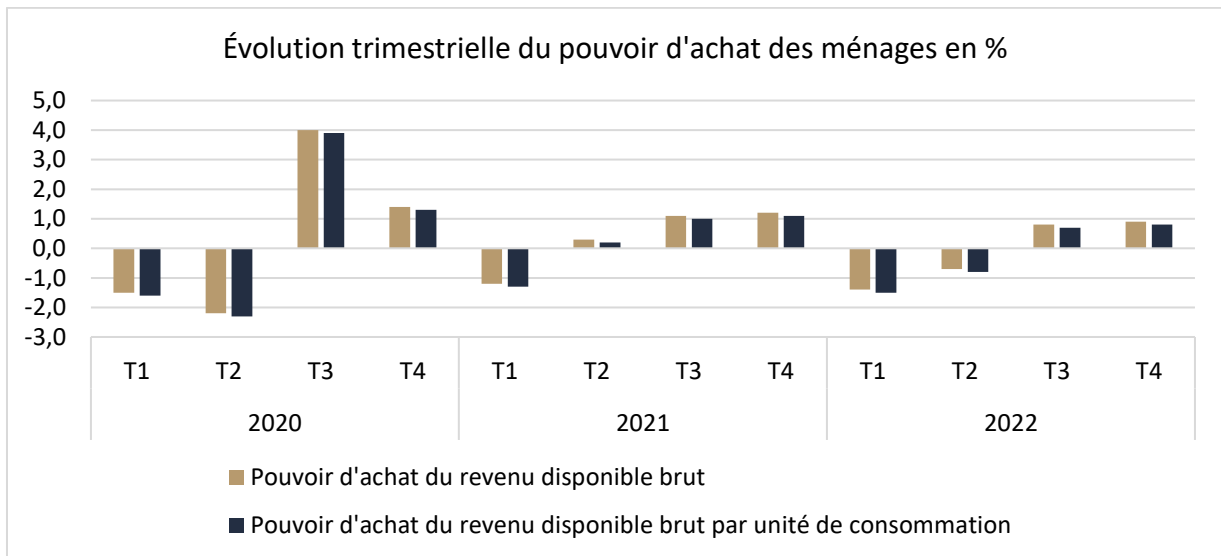
Le revenu disponible brut (RDB) des ménages en euros courants a augmenté de 2,9 % au quatrième trimestre 2022, après +2,5 %. Cette hausse s'explique par le recul des prélèvements fiscaux (-3,3 % après +3,0 %), en raison de la suppression de la contribution à l'audiovisuel public et de la poursuite de la baisse de la taxe d'habitation (deuxième dégrèvement pour les 20 % de ménages les plus aisés). La masse salariale reçue par les ménages a, par ailleurs augmenté de 1,7 %, comme au trimestre précédent. Si l'emploi salarié ralentit légèrement (+0,2 % après +0,3 %), le salaire moyen par tête accélère, la hausse passant de 1,4 à 1,5 %, sous l'effet notamment de versements de primes de partage de la valeur qui interviennent principalement en fin d'année. En revanche, les prestations sociales en espèces n'ont augmenté que de +0,7 %, contre +3,2 %



au troisième trimestre qui avait été marqué par de fortes revalorisations.

Malgré la hausse des prix, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) augmente de +0,9 % après +0,8 %.

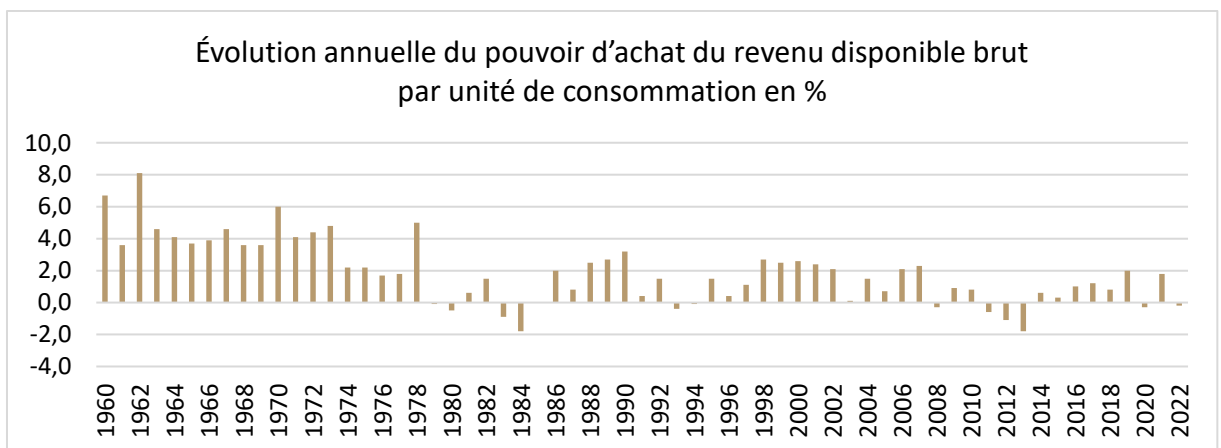
Mesuré par unité de consommation pour être ramené à un niveau individuel, le pouvoir d'achat du RDB des ménages augmente de 0,8 % au quatrième trimestre (après +0,7 % au T3).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Sur l'ensemble de l'année, le pouvoir d'achat ralentit fortement (+0,2 % après +2,3 % en 2021), du fait de la vive accélération des prix de la

consommation (+5,3 % en 2022 après +1,6 %). Pour le pouvoir d'achat par unité de consommation, un léger recul est constaté en 2022, -0,2 %.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Compte tenu de la baisse de la consommation malgré la progression du

pouvoir d'achat du RDB en fin d'année, le taux d'épargne des ménages



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

augmente fortement au quatrième trimestre 2022. Il s'est établi à 17,8 %, après 16,1 % au troisième trimestre 2022.

Le ressenti des ménages sur leur situation individuelle est plus dégradé que la réalité des chiffres, notamment

en ce qui concerne l'évolution de leur pouvoir d'achat qui a été à peine entamé en 2022 après avoir connu une forte hausse en 2021. Les ménages jouent la prudence en réduisant leurs dépenses de consommation. La baisse de ces dernières est en partie due aux efforts consentis au niveau de l'énergie.

HORIZON EXTÉRIEUR

ÉTATS-UNIS, UNE SUPERPUISSANCE AUX PIEDS D'ARGILE ?

L'avènement de la classe moyenne comme moteur de l'économie a longtemps été un symbole de la toute puissance américaine. La possibilité pour les ouvriers de Ford d'acheter leur propre voiture et le développement de la consommation de masse ont constitué les marques de fabrique des États-Unis après la Première Guerre mondiale. Ce modèle exporté à travers l'ensemble de la planète est aujourd'hui remis en cause avec la montée des inégalités. Que ce soit en matière de revenus, de patrimoine, d'espérance de vie, d'éducation, les écarts entre les Américains n'en finissent pas de s'accroître. À cette segmentation économique et sociale s'ajoutent des divisions politiques et religieuses. Si dans le passé, les questions raciales minaient la société américaine, dorénavant il faut ajouter celles liées à la religion, au sexe et à la politique. La tentative de prise de pouvoir par la force des partisans de Donald Trump traduit une évolution inquiétante de la société américaine qui jusqu'alors avait réussi à échapper à la tentation des extrêmes,

exception faite du maccarthisme après la Seconde Guerre mondiale.

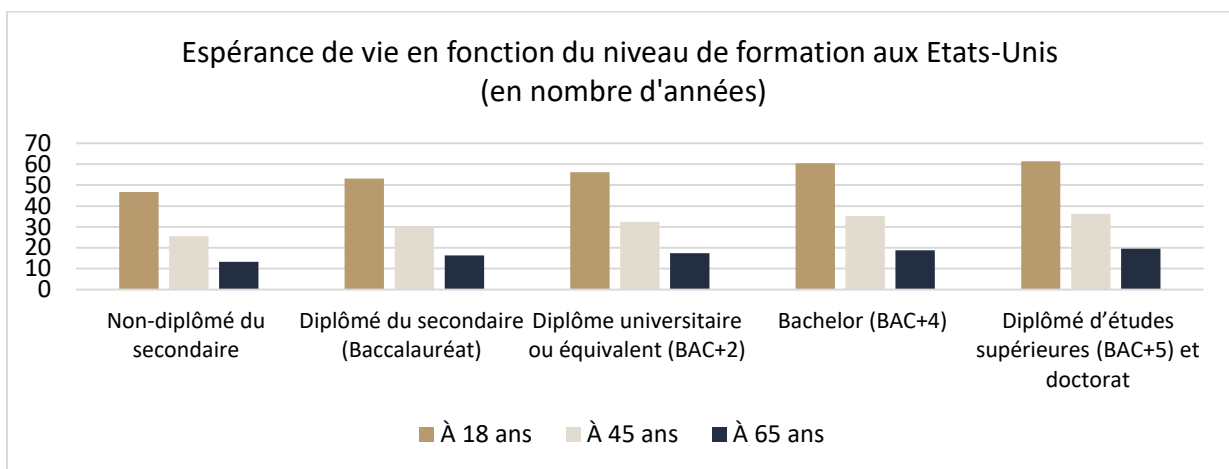
Les inégalités de revenus après redistribution ont augmenté de 1995 à 2020. L'indice de Gini qui les mesure est passé de 0,36 à 0,40 quand, en France, il est resté stable autour de 0,29. Certes, depuis la crise sanitaire, aux États-Unis, l'indice de Gini recule avec la mise en œuvre de plusieurs plans de soutien à la population (revenu à 0,38 en 2022) mais le taux de pauvreté aux États-Unis demeure élevé, autour de 23 %. En France, ce taux se situe autour de 14 %. Les 10 % d'Américains les mieux dotés possédaient, en 2022, 63 % du patrimoine national, contre 55 % en 1995. Cette augmentation est imputable à la hausse des prix de l'immobilier et du cours des actions. L'espérance de vie à la naissance entre les 10 % des hommes aux revenus les plus modestes et les 10 % ayant les revenus les plus élevés enregistre un écart de 15 ans. Pour les femmes, cet écart est de 10 ans.



L'espérance de vie a baissé de 2019 à 2022 de trois ans aux États-Unis. Cette baisse étant concentrée parmi les populations les plus modestes. Celles-ci ont été durement touchées par l'épidémie de covid et doivent faire face à un taux de prévalence à l'obésité élevée. Le nombre de morts violentes en lien avec la drogue et la criminalité frappe durement certaines

communautés (noires, hispaniques en particulier).

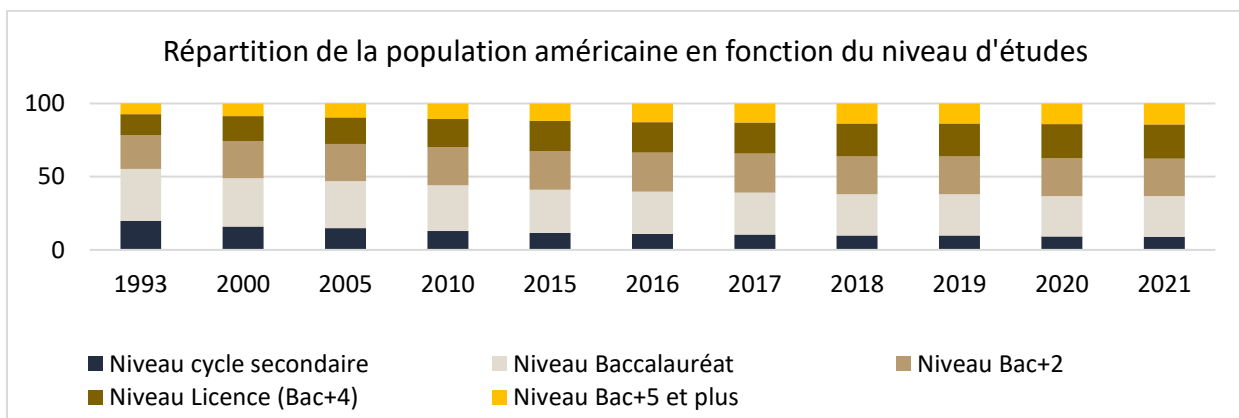
Censée réduire les inégalités, l'éducation les accroît. L'accès aux formations les plus qualifiantes est de plus en plus sélectif et exige des moyens financiers importants.



Cercle de l'Épargne - données International Journal of Maternal and Child Health (MCH) and AIDS (IJMA) 2021

Depuis une dizaine d'années, la proportion d'Américains diplômés de l'enseignement supérieur tend à

stagner. Les jeunes à faibles revenus peinent à accéder aux formations les plus qualifiantes.

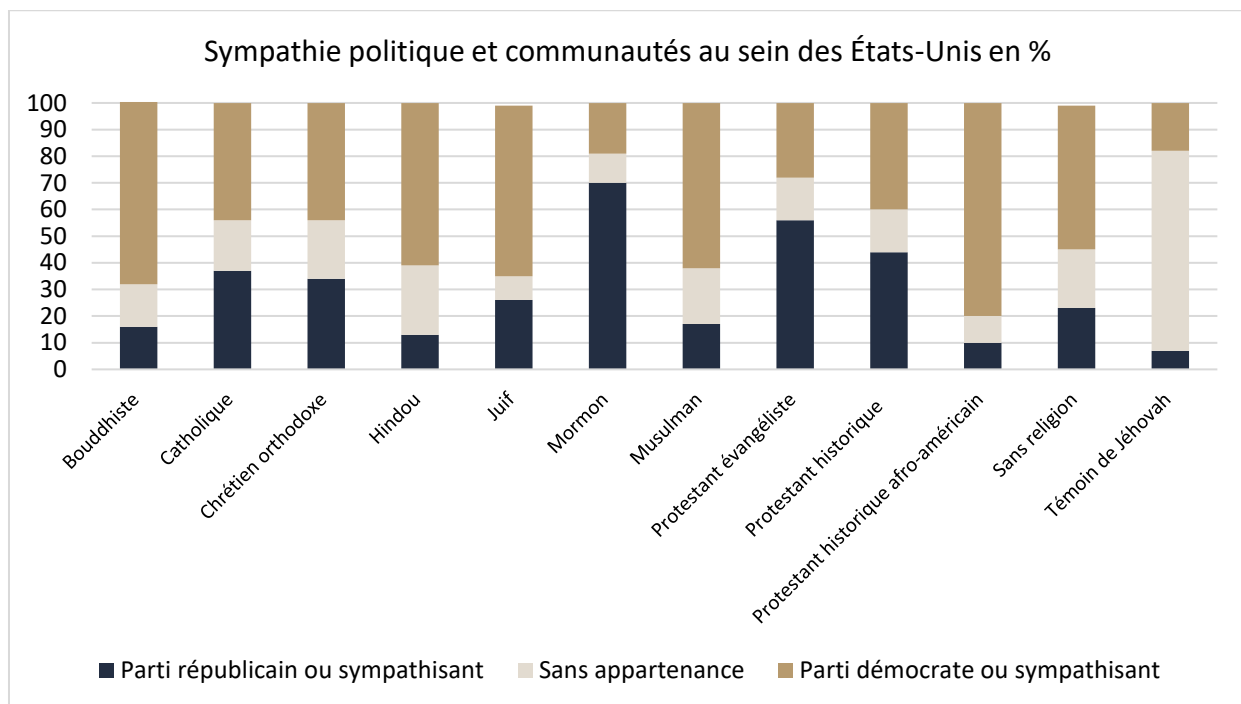


Cercle de l'Épargne - données : US Census Bureau



Le système public de protection sociale est de faible taille aux États-Unis. 19 % du PIB contre 22 % pour la zone euro. Le prix élevé des dépenses de santé scinde le pays en deux, entre les Américains qui sont couverts par des complémentaires payées par leurs

entreprises et les autres. La vie politique américaine est de plus en plus segmentée. Les sympathies politiques sont de plus en plus conditionnées à l'appartenance à telle ou telle communauté.



Cercle de l'Épargne – données Pew Research Center (2014)

Si le protestant évangéliste est traditionnellement républicain, le protestant afro-américain est généralement démocrate. La présidence de Donald Trump entre 2016 et 2020 a amplifié la segmentation du corps électoral. Les électeurs du parti républicain sont nombreux chez les employés et chez les citoyens les plus aisés. Les électeurs les plus modestes et ceux occupant des fonctions intellectuelles votent démocrate. Les clivages étaient moins nets dans les années 1970 et 1980. Les questions de société autour du wokisme, du

racisme donnent lieu à des tensions croissantes sur fond d'une moindre mobilité sociale. La possibilité pour les Américains pauvres de réussir et de devenir milliardaires faisait partie intégrante de l'« American way of life ». Or l'ascenseur social tend à se ralentir. Seuls 8 % des enfants dont le père avait des revenus parmi les 20 % les plus faibles ont réussi à atteindre le 5^e quintile de revenus. En revanche, 40 % des enfants dont le père se situait dans le 5^e décile ont conservé ce niveau de revenus.



ALLEMAGNE, QUAND LE MODÈLE SE FISSURE

L'Allemagne avait fait un sans-faute lors des deux premières décennies du XXI^e siècle. Grâce à l'abondance de l'énergie en provenance de la Russie et au recours à des sous-traitants en Europe de l'Est, elle avait réussi à maintenir les chaînes de production sur son territoire. En se positionnant sur des produits à forte valeur ajoutée, elle est parvenue à équiper en machines-outils les pays émergents (la Chine en premier lieu) et à leur fournir des voitures « made in Germany ». Cet édifice qui a permis de dégager d'abondants excédents commerciaux et de réduire le poids de la dette publique au point qu'elle était inférieure à 60 % du PIB avant la survenue de la crise covid est aujourd'hui menacé, tant par la guerre en Ukraine que par la transition énergétique et la rivalité croissante entre la Chine et les États-Unis. Or la première est, depuis sept ans, le premier client de l'Allemagne avec des exportations et des importations combinées, en 2022, de plus de 298 milliards d'euros, en hausse d'environ 21 % par rapport à 2021. L'Allemagne dépend de la Chine pour l'importation de terres rares indispensables dans les batteries et les semi-conducteurs. Réciproquement, les entreprises allemandes sont de plus en plus présentes en Chine. BASF a investi 10 milliards d'euros dans une nouvelle usine dans le sud de la Chine. Volkswagen, le premier constructeur automobile européen, dépend de la Chine pour 40 % de ses ventes.

L'Allemagne est en retard dans son programme de décarbonation. Son électricité est en partie issue de centrales au charbon. Parmi les pays de l'Union européenne, l'Allemagne arrive en tête pour les émissions de gaz à effet de serre. L'arrêt des centrales nucléaires ne devrait par améliorer la situation. Son économie souffre de pénuries de main-d'œuvre malgré un recours à l'immigration. Les PME et les entreprises intermédiaires peinent à recruter or, elles sont à la base du tissu économique allemand. Le Chancelier a, le 6 mars dernier, souligné que « nous sommes à une époque de grands bouleversements ». Il promet de transformer l'économie allemande à grande vitesse en une économie étincelante et climatiquement neutre.

Durant le second semestre 2022, les prévisions étaient sombres, avec la survenue possible d'une récession. L'industrie butait tout à la fois sur la hausse des coûts, des goulets d'étranglement concernant les biens intermédiaires importés et sur une baisse de la demande chinoise, touchée par l'abandon de la politique du zéro covid. Contrairement aux craintes anticipées, l'industrie fait preuve de résilience en réussissant à réduire sa consommation énergétique. La baisse des prix du pétrole et du gaz est également une aubaine, permettant d'améliorer la compétitivité des produits allemands. Les chocs subis par l'économie accélèrent la montée en gamme de la production. Les sidérurgistes abandonnent la production de métaux classiques pour des métaux sophistiqués. En revanche, la fabrication d'ammoniac,



de zinc ou d'aluminium devrait se délocaliser à l'étranger.

LE COMBAT DE LA DÉCARBONATION

L'Allemagne a pris l'engagement de devenir une économie neutre pour le climat d'ici 2045. L'effort à réaliser est important car, actuellement, chaque habitant émet plus de neuf tonnes de gaz à effet de serre par an, montant supérieur d'environ 50 % à celle de la France, de l'Italie ou de l'Espagne. L'Allemagne a choisi de donner la priorité à l'énergie éolienne et solaire, ainsi qu'aux réseaux d'hydrogène vert. Afin d'accélérer le processus de verdissement de la production électrique, le gouvernement a fait adopter une loi visant à raccourcir les délais d'approbations des projets de développement des nouveaux réseaux électriques. Cette année, le gouvernement d'Olaf Scholz a plus que doublé le nombre d'appels d'offres pour les parcs éoliens terrestres. Chaque année, quatre à cinq éoliennes doivent être installées en Allemagne où la population se montre moins opposée que celle de la France face à ce type d'énergie. D'ici 2030, 80 % de la production électrique allemande devraient provenir d'énergies renouvelables.

LE DÉFI DE LA DIGITALISATION

Comme la France, l'Allemagne est en retard en matière de digitalisation. Elle se classe seulement autour de la moyenne parmi les membres de l'Union européenne en ce qui concerne l'intégration des technologies numériques par les entreprises. Son administration publique est bien plus en retard que celle de la France. Le plan de digitalisation

prévu par une loi de 2017 qui devait s'achever en 2022 n'a pas été respecté. 50 % des entreprises et des ménages allemands devraient être connectés au réseau de fibre optique d'ici 2025. En France, près des trois quarts le sont en 2022.

LE VIEILLISSEMENT DÉMOGRAPHIQUE

De 2022 à 2050, en l'état actuel de la démographie, la population active pourrait perdre 7 millions de personnes, soit une diminution de plus de 15 %. Les marges de manœuvre sont faibles car le taux d'emploi est déjà un des plus élevés de l'OCDE (77 % contre 68 % pour la France). L'âge de départ à la retraite 67 ans atteint outre-Rhin. Les pénuries de travailleurs qualifiés se multiplient. Le taux de chômage est désormais de 3 %. Face aux tensions du marché du travail, les salaires ont tendance à augmenter ce qui pourrait nuire à la compétitivité des produits allemands.

Le gouvernement actuel de l'Allemagne est constitué de trois partis, le SPD, les verts et les libéraux qui ne partagent pas les mêmes convictions sur les moyens de relever les défis. Les verts souhaitent accélérer le verdissement de l'économie contrairement aux libéraux du FDP. Les membres du SPD essaient de concilier les uns et les autres. Attachés à l'Europe, ils sont sur ce sujet confrontés au scepticisme de leurs alliés libéraux qui apparaissent par ailleurs avant tout conservateurs. Les mauvais résultats du FDP aux dernières élections locales fragilisent la coalition. Un risque d'immobilisme n'est pas à écarter au moment où l'Allemagne se doit de changer son modèle.



ROYAUME-UNI, LES RAISONS DE LA SURMORTALITÉ

L'épidémie de Covid s'est traduite par une forte augmentation de la mortalité. Des pays, comme la Russie, les États-Unis, le Brésil ou le Royaume-Uni, ont été plus touchés que d'autres. Le Royaume-Uni se distingue de ses partenaires par une progression du nombre décès qui avait commencé avant la crise sanitaire et qui tend à se poursuivre depuis. À la différence des autres européens, l'espérance de vie des Britanniques a stagné dès le début des années 2010. À la naissance, elle s'élève à 81 ans en 2022, contre 80,1 ans en 2011. Si cette espérance de vie avait continué à croître comme dans les années 1980/2010, elle aurait dû dépasser 83 ans en 2022. Selon les calculs de « The Economist », entre 2012 et 2022, 700 000 Britanniques seraient morts de manière anticipée.

La disparition des gains d'espérance de vie est avant tout de nature sociale. Entre le quartier le plus riche de Londres (Kensington) et le plus pauvre (Newham - Stratford) l'écart d'espérance de vie a augmenté pour atteindre plus de 18 ans pour les hommes. L'écart d'espérance de vie entre une femme dont les revenus sont parmi les 10 % les plus faibles et une femme dont les revenus figurent parmi les 10 % les plus élevés est passé de 6,8 à 7,7 années de 2011 à 2017. Pour les hommes, les écarts respectifs sont 9 et 9,5 ans sur la même période. La stagnation de l'espérance de vie touche toutes les tranches d'âge. Les taux de mortalité ont stagné chez les nourrissons et augmenté chez les jeunes adultes et les personnes âgées entre 35 et 50 ans, à la différence des évolutions

constatées dans les autres pays européens.

En neutralisant les effets du covid sur la mortalité (650 000 décès), l'excès de mortalité est évalué à 250 000. Comme aux États-Unis, la mortalité liée à la consommation de stupéfiants est en progression. L'alcool et le suicide sont également pointés du doigt. Les morts violentes chez les jeunes (accidents de voiture et criminalité) sont également en hausse. L'Écosse est en première ligne pour les décès liés à la drogue. Le taux de mortalité lié à ce facteur y est quatre fois plus élevé qu'en Angleterre ou au Pays de Galles.

Le Royaume-Uni est confronté à un déficit de prévention, de diagnostics et de soins. L'accès aux médecins et aux traitements est de plus en plus difficile sur certaines parties du territoire. Les hôpitaux sont saturés et sont contraints de reporter des opérations. Si ce phénomène s'est accentué avec la pandémie, il était déjà notable auparavant. Les Britanniques les plus pauvres sont diagnostiqués bien plus tard que ceux qui figurent parmi les 20 % les plus aisés. Pour le cancer, les premiers sont 20 % plus nombreux que les seconds à être diagnostiqués d'un cancer à un stade élevé. La prévention dispose au Royaume-Uni de moyens financiers faibles, moins de 2 % du budget total de la santé. Or, des actions de sensibilisation et le recours à des diagnostics préventifs permettraient une augmentation de l'espérance de vie d'au moins un an.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Au Royaume-Uni, la question de la présence des médecins dans les quartiers les plus pauvres se pose tout comme en France. Un médecin avec un cabinet dans une ville où les habitants ont des faibles revenus, a 10 % de patients de plus et 7 % de revenus de moins que celui qui est installé dans une ville cossue. Le système de santé britannique diffère de celui de la France, en étant fonctionnarisé. Il n'en connaît pas moins les mêmes problèmes. L'acuité de ces derniers apparaît même plus élevée au regard des données sur l'espérance de vie. Le vieillissement de

la population et les changements de mode de vie génèrent un surcroît de mortalité. La médecine, construite pour une population jeune et en augmentation dans un contexte de forte croissance, doit se transformer pour gérer un nombre croissant de personnes âgées. Le maintien d'un lien direct entre des équipes de santé et les patients constitue une priorité mais bute sur les effectifs disponibles et les capacités d'organisation des systèmes de santé de part et d'autre de la Manche.



HORIZON FINANCE

FAUT-IL CONDAMNER LES RACHATS D' ACTIONS ?

Ces dernières semaines, Axa, Elior, BNP Paribas ou Vinci ont annoncé des rachats d'actions. Les défenseurs des rachats d'actions soulignent qu'une entreprise en manque de projets d'investissement rentables se doit de racheter ses actions afin de permettre à ses actionnaires d'investir dans d'autres entreprises ayant des projets réels et efficaces. Pour les opposants à cette pratique, les rachats d'actions sont la manifestation d'une déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des actionnaires et au détriment des salariés.

LES RACHATS D' ACTIONS DE PLUS EN PLUS IMPORTANTS DANS LA ZONE EURO

Pratique ancienne aux États-Unis, le rachat d'actions tend à se banaliser au sein de la zone euro. Si durant les années 2000, le volume des rachats d'actions était quatre à cinq fois supérieurs aux États-Unis par rapport à celui constaté au sein de la zone euro, il est depuis cinq ans assez proche, autour de deux points de PIB.

Les rachats d'actions ne sont pas opérés de manière contracycliques pour lisser les cours boursiers. Ils sont corrélés avec les indices boursiers et avec les taux de profit. Le volume des rachats d'actions progresse avec l'augmentation des cours et des profits que ce soit aux États-Unis ou en zone euro. Les bénéfices facilitent les rachats qui, par nature, alimentent la hausse des cours.

LES RACHATS, UN OUTIL D' ALLOCATION DES RESSOURCES FINANCIÈRES

Pour les défenseurs des rachats d'actions, cet argent ainsi rendu permettra la réalisation d'investissement au sein d'autres entreprises. Une entreprise ayant réalisé des profits importants peut avoir tendance à investir sans discernement et à gaspiller ainsi les ressources dont elles disposent. Les opérations de rachat participeraient ainsi à une allocation optimale de l'épargne. Que ce soit en zone euro ou aux États-Unis, une corrélation est constatée entre taux d'investissement des entreprises et volume des rachats.

LES RACHATS D' ACTIONS, SYMBOLES D' UN RAPPORT DE FORCE FAVORABLE AUX ACTIONNAIRES

Les rachats d'actions sont rendus possibles par la hausse des taux de profit des entreprises. De 1995 à 2022, les profits après taxes et intérêts avant dividendes sont passés de 14 à 18 % du PIB pour la zone euro et de 11 à 15 % aux États-Unis. En diminuant le nombre d'actions, les entreprises concentrent la répartition des bénéfices. Le prix des actions restantes a tendance à augmenter, d'où la hausse des cours boursiers plus rapide aux États-Unis que dans la zone euro. Les indices boursiers ont, en trente ans, été multipliés par quatre aux États-Unis et par deux en Europe. Le partage de la valeur ajoutée



a été favorable, surtout outre-Atlantique, aux actionnaires. Les entreprises auraient pu, en effet, redistribuer une partie des bénéfices sur les salariés ou sur les consommateurs. La persistance de bénéfices importants témoigne de l'existence de situations de rente. Avec l'inflation qui suppose une augmentation des salaires tout comme la multiplication des pénuries de main-d'œuvre, avec les besoins d'investissement liés à la décarbonation,

les profits et donc les rachats d'actions devraient baisser. Les rachats d'action ont comme inconvénients de réduire le nombre d'actionnaires et de rendre le marché « actions » plus étroit. Ce dernier est déjà pénalisé par le montant faible des émissions d'actions nouvelles et par le retrait de la cote d'un nombre croissant d'entreprises. Ces retraits sont justifiés par la lourdeur des contraintes réglementaires pesant sur les entreprises cotées.

LA HAUSSE DU COURS DES ACTIONS EN EUROPE EST-ELLE IRRATIONNELLE ?

La zone euro était censée entrer en récession en raison de la hausse des taux d'intérêt. Les ménages devaient connaître une forte érosion de leur pouvoir d'achat. Des coupures d'électricité étaient annoncées en France. Le nombre de demandeurs d'emploi devait augmenter tout comme les faillites des entreprises. Pour le moment, Ce scénario est évité. Les acteurs économiques croient en une amélioration progressive de la conjoncture. Les effets de l'inflation sur les revenus des ménages sont atténués en grande partie par le soutien apportés par les pouvoirs publics.

Les cours boursiers de la zone euro se sont fortement redressés depuis la fin de l'été 2022. Jeudi 16 février, l'indice phare de la Bourse de Paris a atteint 7387,29 points dépassant son précédent record datant d'avril 2021. Sur les deux premiers mois, le CAC 40 a gagné près de 13 % et l'indice européen Eurostoxx près de 12 %. Depuis 2019, ce dernier a augmenté de 40 %. Ce redressement des cours boursiers de la zone euro repose en partie sur la bonne

tenue des résultats des entreprises cotées. Les secteurs du luxe et de l'énergie ainsi que le secteur bancaire ont porté les cours vers le haut. Les taux de marge des entreprises sont globalement en amélioration. Les problèmes d'approvisionnement s'estompant et les cours de l'énergie s'assagissant, les dirigeants des entreprises sont plutôt confiants dans la conjoncture. Ils ont réussi à répercuter une partie de la hausse des coûts supportés sur leurs prix tout en bénéficiant d'aides publiques. La baisse de la productivité constitue en revanche un point noir pouvant remettre en cause l'équilibre financier des entreprises surtout si l'inflation perdure. La multiplication des revendications salariales pourrait également porter atteinte à leurs résultats.

Le rebond du cours des actions s'est effectué sur fond de normalisation des prix de l'énergie. Après avoir atteint plus de 120 dollars en mars 2022, le baril de pétrole (Brent) est revenu autour de 85 dollars. Le prix du gaz naturel est passé de 20 dollars le mégawat british unit à 5



dollars de juin 2022 à février 2023. L'accalmie des prix de l'énergie demeure précaire. Le remplissage des cuves de gaz durant l'été prochain pourra donner lieu à de nouvelles tensions sur les marchés.

Depuis plusieurs mois, les investisseurs font le pari d'une remontée maîtrisée des taux directeurs de la part de Banque Centrale Européenne maintenant des taux d'intérêt réels à long terme négatifs. La persistance de l'inflation pourrait néanmoins conduire la BCE à relever de manière plus importante que prévu ses taux. Ces mêmes investisseurs constatant la résilience de l'économie de la zone euro ont réduit leur demande en matière de prime de risque ce qui conduit à une hausse des cours.

La situation économique et financière de la zone euro demeure fragile. L'inflation sous-jacente atteint désormais 7 % et semble bien incrustée. Si en 2022, le crédit a poursuivi son mouvement de hausse malgré le relèvement des taux, il pourrait en être différemment en 2023. Le recul de la base monétaire décidé par la BCE devrait entraîner une réduction de l'offre de crédit bancaire. Les capacités d'investissement devraient donc se

contracter, ce qui pénaliserait d'autant les actions. La hausse des taux d'intérêt réels à long terme pourrait les amener au-dessus de celui de la croissance potentielle d'autant plus que celle-ci tend à s'éroder. Une baisse de la valorisation des actions serait alors à prévoir. L'augmentation des taux à long terme sera autant la conséquence de la politique restrictive de la BCE que de la hausse des besoins de financement provoquée par la transition énergétique, le vieillissement de la population et l'augmentation des dépenses de défense. Ces vingt dernières années, l'épargne a été abondante, les ménages souhaitant constituer un patrimoine en vue de la retraite. Or, ce phénomène pourrait arriver à son terme. Avec la baisse du niveau de vie des retraités dans les prochaines années, ceux-ci épargneront moins voire puiseront dans leur patrimoine.

L'optimisme des marchés financiers est aujourd'hui compréhensible, mais il pourrait rapidement céder la place à un pessimisme compte tenu des menaces qui planent sur l'économie européenne. En cas de retournement des anticipations de taux et de croissance, une correction des cours pourrait intervenir.



HORIZON LOINTAIN

DETTES, NE PAS EN PARLER MAIS TOUJOURS Y PENSER !

Après une relative stabilité des taux d'intérêt dans les années 2010, ces derniers sont en hausse constante depuis un an. Au premier trimestre 2021, selon l'hebdomadaire « The Economist », les taux directeurs des banques centrales d'un panel de 58 économies avancées et émergentes, représentant 90 % du PIB mondial, s'élevaient à 2,6 %. Au dernier trimestre de 2022, ce chiffre était passé à 7,1 %. La dette totale de ces pays a atteint à 298 000 milliards de dollars, soit 342 % de leur PIB contre 255 000 milliards de dollars (320 % du PIB) en décembre 2019. L'endettement en forte hausse depuis le début du siècle et surtout ; plus encore, la crise financière de 2008/2009 s'est accélérée avec la survenue de l'épidémie de covid et la guerre en Ukraine.

Plus l'endettement progresse, plus les agents économiques sont sensibles à la hausse des taux d'intérêt. En 2021, le montant total des intérêts à acquitter a atteint 1 040 milliards de dollars, soit 12 % du PIB des pays concernés. En 2022, du fait de la hausse des taux et de l'endettement, ce montant a dépassé 1 300 milliards de dollars, soit 14,5 % du PIB. Les effets de la hausse des taux en cours se feront réellement sentir d'ici quatre à cinq ans avec l'arrivée à échéance des emprunts souscrits à faibles taux et la montée en puissance de ceux souscrits à des taux plus élevés.

Compte tenu des besoins publics et des volumes de dettes passées, la hausse des taux ne devrait pas provoquer immédiatement un ralentissement de l'endettement des agents économiques. Au rythme actuel, toute chose étant égale par ailleurs, le coût des dettes pourrait atteindre d'ici 2030 entre 17 et 20 % du PIB. Un tel ratio a été constaté dans les années 1980 quand les taux d'intérêt avaient fortement augmenté. Au moment de la crise financière, aux États-Unis, le ratio des 20 % avait même été dépassé.

L'augmentation des services de la dette serait explosive pour les pays émergents ou en développement déjà en surendettement. Comme dans les années 1980, des plans d'annulation ou de consolidation des dettes publiques et privées pourraient être nécessaires pour éviter la banqueroute de plusieurs États. L'inflation pourrait alléger la facture de la dette comme ce fut le cas après la Seconde Guerre mondiale ou après les chocs pétroliers. Les investisseurs tendent néanmoins à s'en protéger en demandant de plus en plus des obligations indexées à l'inflation.

Face à l'augmentation des taux d'intérêt, les États et les agents économiques ne sont pas tous dans la même situation. Ainsi, au Danemark, aux Pays-Bas, en Nouvelle-Zélande ou en Suède, les ménages se sont fortement endettés ces dernières années et sont plus exposés aux variations de taux que dans



d'autres pays. Leur niveau d'endettement représente plus de deux fois leurs revenus annuels.

Au niveau des États, les plus exposés à l'augmentation des taux sont le Ghana, l'Égypte, le Brésil et l'Argentine. Selon « The Economist », l'Italie est également dans une situation de vulnérabilité. Les États-Unis se classent 17^e et le Royaume-Uni 19^e sur 58 parmi les États soumis à un éventuel risque de surendettement public. Les économies émergentes empruntent de plus en plus dans leur propre monnaie et non en dollar pour limiter les effets de taux et de change. Celles qui ont néanmoins des dettes extérieures élevées auront besoin d'aide. L'Argentine a récemment conclu un accord de renflouement avec le FMI. L'Égypte, dont les taux des obligations d'État à moyen terme sont supérieurs de quatre à cinq points de pourcentage au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie, est sur la corde raide. Le Ghana, qui a récemment rejoint l'Argentine dans le camp des pays en grande difficulté, s'engage maintenant dans un resserrement budgétaire et monétaire pour tenter d'obtenir le soutien du FMI.

En ce qui concerne la situation financière des entreprises, la France, le Luxembourg et la Hongrie figurent dans

le trio des pays les plus fragiles. Les entreprises françaises sont particulièrement endettées, avec un ratio dette/résultat brut d'exploitation de près de neuf. Ce ratio est plus élevé que ceux constatés au sein des autres pays de l'OCDE à l'exception du Luxembourg. La dette des entreprises françaises a fortement augmenté depuis les années 2007/2009. L'épidémie de Covid-19 a donné lieu à une progression sans précédent, d'environ 150 milliards d'euros, de la dette des entreprises en lien avec la distribution à près de 700 000 entreprises des PGE (Prêts Garantis par l'État).

Au cœur des relations internationales dans les années 1980 et au début des années 2010, la question des dettes pourrait de nouveau occuper les gouvernements d'autant plus si la croissance de l'économie mondiale poursuivait son processus d'érosion. Le temps de l'argent facile semble avoir vécu. Les pays occidentaux restreignent leurs aides aux pays en développement compte tenu de l'augmentation de leurs besoins d'investissement. La transition énergétique dont le coût pour les pays de l'OCDE dépasse 2 000 milliards de dollars et l'augmentation des dépenses militaires laissent peu de place pour l'aide au développement.



POINTS DE REPÈRE

L'ALTERNANCE EN FORTE CROISSANCE EN FRANCE

837 000 contrats d'apprentissage ont commencé en 2022 (+14 % par rapport à 2021). Au 31 décembre 2022, le nombre d'apprentis s'élève à 980 000 en France.

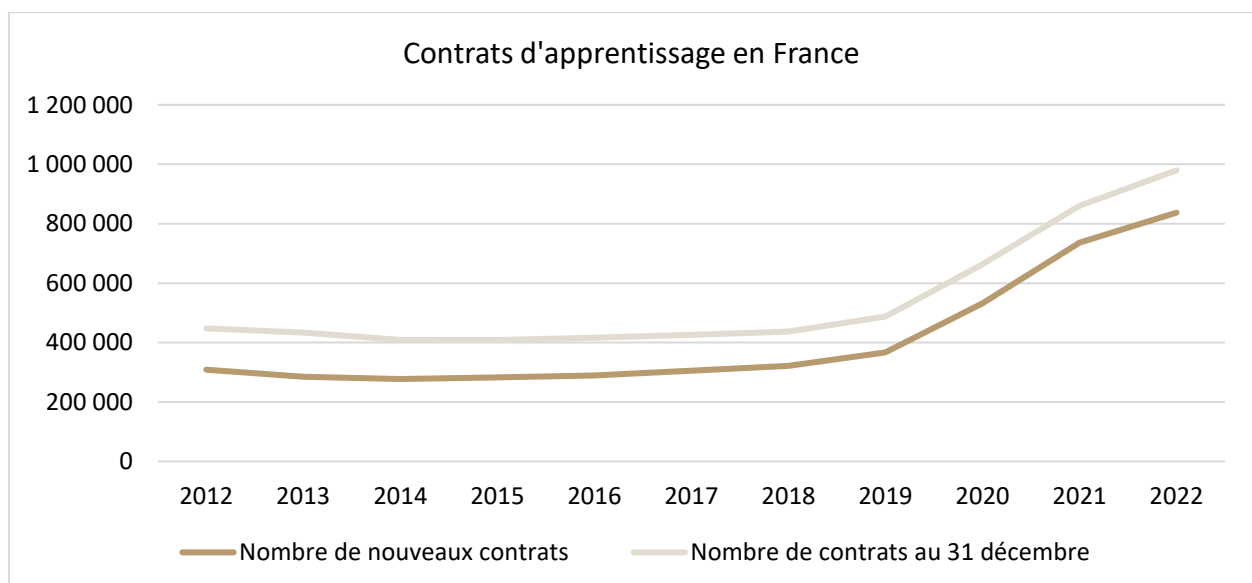
Si les apprentis demeurent majoritairement des hommes (55 %), la proportion de femmes a légèrement augmenté (+1 point) en 2022. 58 % des contrats ont été signés par des apprentis ayant 20 ans ou plus (+1 point sur un an). 1 % des contrats débutés en 2022 concernait des apprentis reconnus comme travailleurs handicapés.

63 % des contrats se sont inscrits dans le cadre d'une formation de niveau bac+2 ou plus (+3 points sur un an). 32 % des contrats visaient à préparer un titre professionnel (+2 points sur un an).

45 % des contrats débutés en 2022 ont été signés dans des entreprises de moins de 10 salariés, contre 48 % en 2021. 53 % des contrats débutés en 2022 portaient sur des durées de 18 mois ou plus, une part stable par rapport à 2021.

Les quatre principaux secteurs d'activité pour la signature des contrats sont :

- le commerce, la réparation d'automobiles et de motocycles (23 % des contrats) ;
- le soutien aux entreprises (15 % des contrats) ;
- l'industrie (14 %) ;
- La construction (11 %).



Cercle de l'Épargne – données DARES

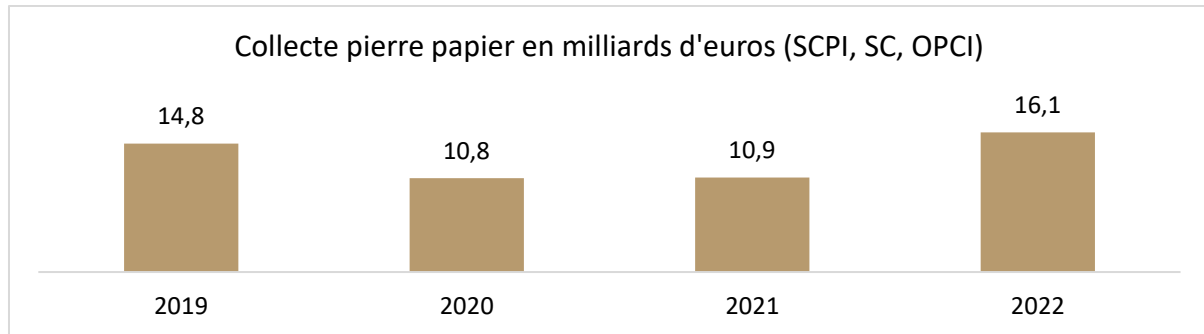


PIERRE PAPIER, SUCCÈS CONFIRMÉ

UNE COLLECTE DE PLUS DE 16 MILLIARDS D'EUROS EN 2022

La collecte nette des fonds immobiliers accessibles au grand public a atteint, selon l'Association Française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM), 16,1 milliards d'euros en 2022, en hausse de + 47 % sur un an et dépassant ainsi le précédent record de 2019 (14,8 milliards d'euros). Au cours du dernier trimestre de l'année 2022, la

collecte de l'ensemble des fonds s'est élevée à 3,8 milliards d'euros (+ 26 % sur un an). La pierre papier a continué à attirer les épargnants dans un contexte d'inflation et de hausse des taux. Une part croissante de la collecte s'est effectuée via les unités de compte dans le cadre des contrats d'assurance vie. En tenant compte de la détention en unités de compte immobilières, 4 millions de Français détiennent des parts de fonds immobiliers non cotés.

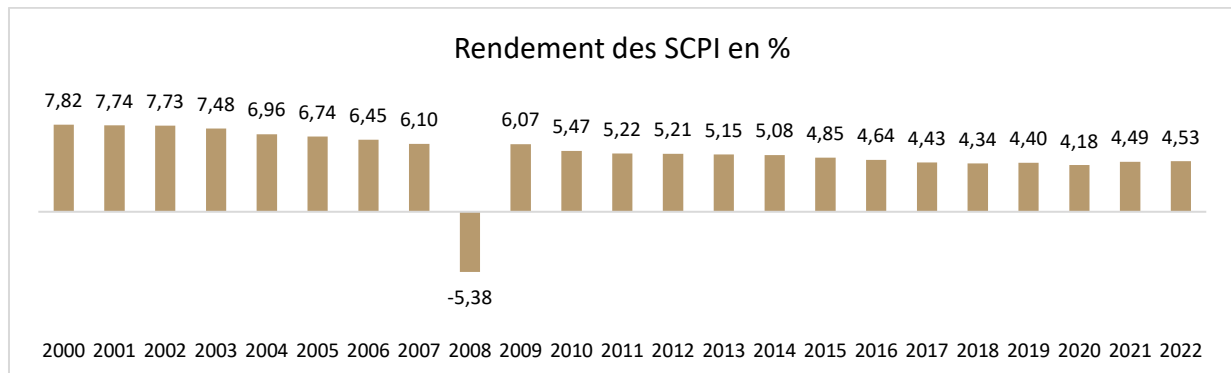


Cercle de l'Épargne – données ASPIM

LE TAUX DE DISTRIBUTION DES SCPI S'ÉTABLIT À 4,53 % EN 2022

Le taux de distribution des SCPI s'établit à 4,53 % en 2022 en légère augmentation par rapport à 2021. Avec un taux d'inflation de 5,2 %, le rendement réel a été légèrement négatif

(-0,7 point). Selon l'ASPIM, le taux de distribution de 2022 comprend une distribution sur résultat courant de l'ordre de 4,02 %, d'une distribution exceptionnelle, principalement sur réserves de plus-values, de l'ordre de 0,38 % et d'une fiscalité acquittée à la source de l'ordre de 0,13 %.



Cercle de l'Épargne – Données ASPIM



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 % - mars 2023	6,6	7,8	8,2	3,15	6,9
Taux de chômage En % - février 2023	7,0	2,9	8,0	12,8	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 - dec.2022	-2,0	+3,8	-0,8	+0,8	-0,7
Échanges de biens En % du PIB - dec.2022	-6,2	+2,0	-1,7	-5,1	-2,5
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 – MARS 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	31mars 2023	7 322.39
	Évolution en mars 2023	+1,39
	Évolution sur 12 mois	+10,13 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	31mars 2023	15 628.84
	Évolution en mars 2023	+2,12 %
	Évolution sur 12 mois	+8,42 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	31mars 2023	7 631.74
	Évolution en mars 2023	-3,45 %
	Évolution sur 12 mois	+1,68 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	31mars 2023	4 315.05
	Évolution en mars 2023	+2,37 %
	Évolution sur 12 mois	+10,58 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	31mars 2023	33 274.15
	Évolution en mars 2023	+1,64 %
	Évolution sur 12 mois	-4,67 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	31mars 2023	12 221.91
	Évolution en mars 2023	+7,28 %
	Évolution sur 12 mois	-14,15 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	31mars 2023	4 109.31
	Évolution en mars 2023	+3,668 %
	Évolution sur 12 mois	-9,58 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	31mars 2023	28 041,48
	Évolution en mars 2023	+1,91 %
	Évolution sur 12 mois	+0,79 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	31mars 2023	3 272,86
	Évolution en mars 2023	-1,19 %
	Évolution sur 12 mois	+0,64 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	31mars 2023	1.0862
	Évolution en mars 2023	+1,89 %
	Évolution sur 12 mois	-1,78 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	31mars 2023	1 977.90
	Évolution en mars 2023	+7,73 %
	Évolution sur 12 mois	+2,15 %
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	31mars 2023	78.88
	Évolution en mars 2023	-6,42 %
	Évolution sur 12 mois	-26,48 %



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Cette lettre mensuelle est réalisée pour Thomas Vendôme Investment (TVI) par la société Lorello Eco Data (© Philippe Crevel – Sarah Legouez – Christopher Anderson).

Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI qui en possède tous les droits.

Thomas Vendôme Investment est une société créée à Paris en 2013 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