

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS.....</i>	<i>2</i>
<i>« Redonner un sens à l'action publique »</i>	<i>2</i>
<i>HORIZON FRANCE.....</i>	<i>3</i>
<i>Économie française, des plus et des moins.....</i>	<i>3</i>
<i>1973, un autre monde.....</i>	<i>7</i>
<i>HORIZON EXTÉRIEUR.....</i>	<i>9</i>
<i>États-Unis/Chine, rien ne va plus ?</i>	<i>9</i>
<i>Les nouvelles stratégies financières des pays du Golfe.....</i>	<i>13</i>
<i>Changement de cap dans l'archipel du soleil levant.....</i>	<i>16</i>
<i>HORIZON FINANCE.....</i>	<i>17</i>
<i>Le dollar toujours et encore ?</i>	<i>17</i>
<i>ISR, un label revu et corrigé.....</i>	<i>19</i>
<i>HORIZON LOINTAIN.....</i>	<i>20</i>
<i>Quand les machines prendront-elles le pouvoir ?.....</i>	<i>20</i>
<i>La Chine est-ce déjà finie ?.....</i>	<i>23</i>
<i>POINTS DE REPÈRE.....</i>	<i>25</i>
<i>Les créations d'entreprise en France, toujours sur la crête du million.....</i>	<i>25</i>
<i>Trou d'air dans la construction.....</i>	<i>26</i>
<i>Les statistiques économiques.....</i>	<i>27</i>
<i>Tableau de bord des marchés financiers.....</i>	<i>28</i>



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« REDONNER UN SENS À L'ACTION PUBLIQUE »



Depuis cinquante ans, la France accumule des déficits publics au point que sa dette s'approche des 3 000 milliards d'euros. Face à sa progression, le fatalisme est de mise.

Nul ne doit pourtant oublier que dans le passé, aucun État n'a pu s'affranchir de la contrainte de l'endettement. Les banqueroutes sont légion. La dernière de grande importance, en France, date de 1797. Les dépenses publiques représentent plus de 58 % du PIB ce qui signifie que plus de la moitié de ce qui est produit en France est absorbé et retraité par la puissance publique. Pour autant, nous pouvons le constater tous les jours, la distribution de l'argent public ne fait le bonheur. La défiance à l'encontre des pouvoirs publics se maintient à un haut niveau malgré des dépenses sociales qui atteignent 34 % du PIB. Pour reprendre les propos de mon ami François Léotard qui nous a quitté le 25 avril dernier, « *le budget de l'État est à la disposition des caprices du moment. Il n'est pas le bien commun des Français.* ». A travers le recours continu à la dépense, l'État met avant tout des cautères sur des jambes de bois. Depuis trente ans, la France accumule les problèmes, crise du logement, baisse du niveau scolaire, déserts médicaux, désindustrialisation, déclin du secteur de l'énergie.... L'État ne peut pas tout, c'est une évidence. Les fautes sont partagées. Le choix implicite

mais collectif d'une société de loisirs n'est pas sans conséquence sur la situation économique de la France. Par facilité, le « toujours plus de dépenses » s'est imposé comme le plus petit commun dénominateur d'une société fractionnée. Il a créé une spirale dont il est difficile de sortir. Tout problème, toute crise amène automatiquement son lot d'aides et de prestations. Une fois créées, celles-ci sont pérennisées, s'ajoutant au socle des précédentes. La voie est sans issue. La croissance s'étiole d'année en année. Les prélèvements obligatoires asphyxient la production. L'industrie a quitté le pays qui s'est spécialisée, à son corps défendant, dans les services domestiques à faible valeur ajoutée. Les emplois proposés offrent à leurs titulaires peu d'espoirs de promotions et s'accompagnent de rémunérations modestes. La socialisation croissante des revenus des ménages est une source de frustrations. L'État se doit de préparer l'avenir en investissant et en formant. Il doit garantir la sécurité intérieure et extérieure. La protection du quotidien doit relever, au nom de la subsidiarité, des collectivités locales et des régimes sociaux. Des acteurs responsables qui prennent en compte que toute ressource est rare constituerait un grand pas vers la maturité et nous éviterait certainement bien des déboires qui pourraient nous amener au bord du précipice de la banqueroute.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment



HORIZON FRANCE

ÉCONOMIE FRANÇAISE, DES PLUS ET DES MOINS

Deuxième puissance économique de la zone euro, après l'Allemagne, la France est souvent pointée du doigt pour ses faiblesses. Elle n'en conserve pas moins quelques atouts non négligeables qui pourraient permettre, à terme, un redressement. La liste des faiblesses économiques de la France est longue et connue. Figurent dans cette liste, le faible taux d'emploi, la désindustrialisation, la disparition des gains de productivité, le recul du niveau des compétences et la progression de l'endettement. Parmi les atouts, peuvent être cités la force de l'épargne, la reprise de l'investissement des entreprises et l'augmentation des dépenses de Recherche - Développement.

UN DÉFICIT CRIANT D'EMPLOIS EN FRANCE

La France se caractérise par un taux d'emploi faible même s'il est en hausse depuis 2020. Selon l'OCDE, il s'élève à 67,5 % en 2022, contre 74,8 % au Royaume-Uni, 75 % en Suède, 76 % en Allemagne, 77,5 % au Japon et 80 % aux Pays-Bas. Ce déficit d'emplois réduit la production. Il pèse sur le montant des recettes publiques et conduit les pouvoirs publics à financer des prestations sociales. Il est responsable, en grande partie, de l'écart de déficit public avec les États d'Europe du Nord, et donc de la hausse de l'endettement. Il est enfin un facteur de montée des inégalités.

UNE DÉSINDUSTRIALISATION PRÉOCCUPANTE

Le poids de l'industrie manufacturière dans l'économie est en baisse constante depuis les années 1970. En 2023, 9 % de la population active travaille dans l'industrie contre 13 % en 2002 et 40 % en 1974. La France est, avec le Royaume-Uni et les États-Unis, le pays qui a connu le recul le plus important de son industrie. Selon Eurostat, en 2022, l'emploi manufacturier représentait encore 11 % de la population active en Suède, 15 % en Italie ou au Japon et 16 % en Allemagne.

L'INQUIÉTANTE DISPARITION DES GAINS DE PRODUCTIVITÉ

Depuis la crise sanitaire, la productivité française recule. Début 2023, elle est inférieure de 2,5 % à son niveau de 2019. Ce recul s'explique par le maintien des effectifs dans l'industrie malgré la diminution de la production provoquée par les problèmes d'approvisionnement ainsi que par la hausse des matières premières et de l'énergie. Ce recul est également dû au développement de l'apprentissage et de la formation par alternance. Il est enfin provoqué par les difficultés de recrutement des entreprises pour les postes à forte pénibilité ou à horaires décalés. Les entreprises sont contraintes d'arbitrer entre réduction de leur production et doublement les postes. La baisse de la productivité est plus forte en France que dans les autres pays de l'Union européenne, à l'exception de l'Espagne.

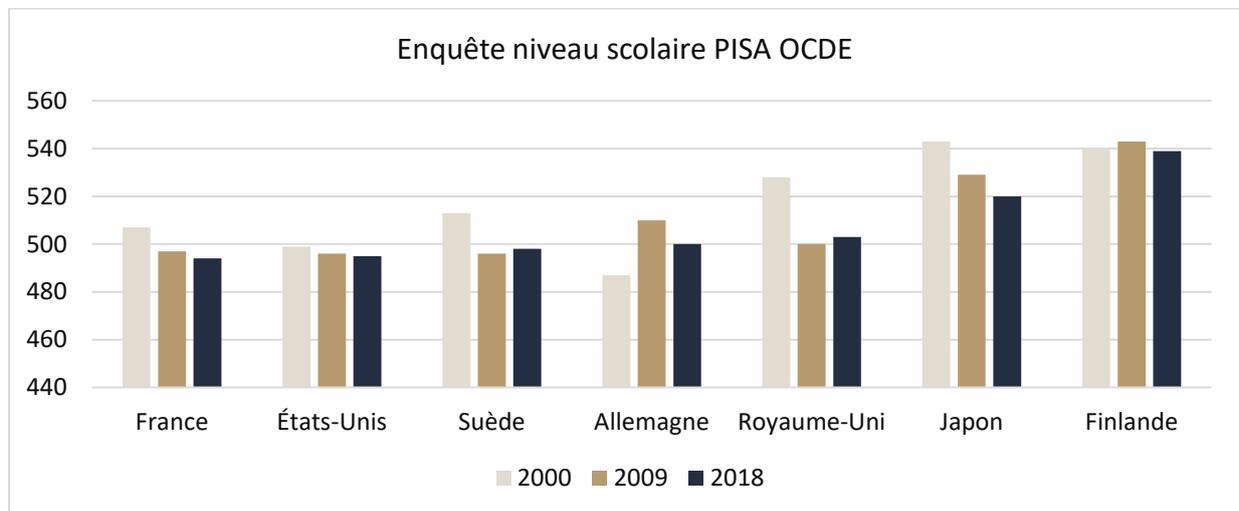


La forte désindustrialisation de la France accentue ce phénomène. L'économie de la France repose de plus en plus sur les services dits domestiques.

UN PROBLÈME DE FORMATION RÉCURRENT

La France est distancée par de nombreux pays en ce qui concerne les compétences de la population active. Selon l'enquête PIAAC de l'OCDE (numératie et

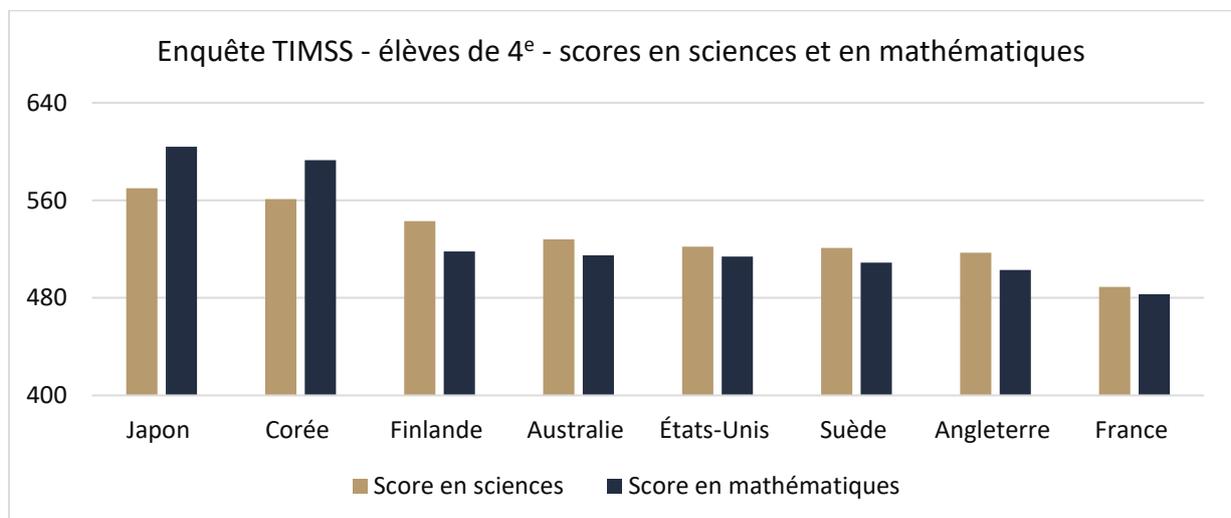
littératie), elle se classe au 21^e rang loin derrière le Japon, la Finlande, les Pays-Bas ou la Suède. L'Allemagne se situe au 14^e rang. Ces faibles compétences des actifs en partie due au faible niveau des élèves. L'enquête PISA de l'OCDE (sur les compétences scientifiques et littéraires des enfants) souligne que la France est distancée par ses principaux partenaires et que le niveau de son système éducatif continue à reculer.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

L'enquête TIMSS sur le niveau en sciences et en mathématiques (enfants

de 4^e, 8^e grade) place la France au dernier rang de l'OCDE.



Cercle de l'Épargne – données TIMMS



La France se caractérise par une proportion importante de jeunes qui ne sont ni en emploi, ni en formation (NEET). Selon l'OCDE, le taux s'élevait, en 2022, à 15 % en France, contre 12 % au Royaume-Uni, en Suède ou en Autriche, à 10 % en Allemagne et à 8 % aux Pays-Bas.

DES RECLS INQUIÉTANTS DANS CERTAINS SECTEURS STRATÉGIQUES

Que ce soit dans le secteur de l'énergie, ceux de l'automobile ou des médicaments, la France est en recul. La France est le 5^e producteur d'automobiles d'Europe, loin derrière l'Allemagne, l'Italie ou l'Espagne. L'énergie nucléaire a pâti de l'absence de commandes de centrales pendant plus de vingt ans. Le manque d'ingénieurs et de techniciens constitue un handicap tant pour l'entretien des centrales existantes que pour la construction de nouveaux réacteurs. Ce déficit de compétences est également un problème pour l'industrie de la défense.

DES FINANCES PUBLIQUES DÉGRADÉES

La France a accumulé 50 ans de déficits budgétaires occasionnés essentiellement par la progression des dépenses sociales qui représentent plus du tiers du PIB. La dette publique qui était de 24 % du PIB en 1981 dépasse, en 2023, 111 % du PIB. En vingt ans, elle a été presque multipliée par deux.

Ces faiblesses de l'économie française créent un cercle vicieux. Le faible niveau de compétences empêche une réindustrialisation rapide. Le pays est

contraint de se spécialiser sur des emplois de service à faible rémunération et à faibles gains de productivité. Cela concourt au déclin de la croissance potentielle. Le taux d'emploi réduit ne permet pas un rééquilibrage des comptes publics.

LA FRANCE CONSERVE QUELQUES ATOUTS

La France dispose d'un large marché de consommation et homogène. À la différence des autres pays de l'Union européenne, ce marché est porté par une croissance de la population.

La France a conservé certains secteurs d'excellence comme celui du luxe. Les principales marques de luxe sont contrôlées par des groupes français (LVMH, Kering, Hermès, l'Oréal). Le secteur de l'aéronautique, avec Airbus et Dassault, demeure également présent sur le territoire national. Plusieurs entreprises françaises jouent un rôle clef dans le secteur des hautes technologies (STMicroelectronics, Dassault System, Air Liquide, Essilorluxottica, etc.). Les pouvoirs publics ont décidé d'épauler plusieurs filières jugées stratégiques. Le plan « France 2030 », doté de 54 milliards d'euros déployés sur 5 ans concerne le financement en faveur de la production de batteries, énergies renouvelables ou hydrogène. La baisse de l'emploi industriel semble être enrayée, une légère progression des effectifs étant constatée depuis 2021.

L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES EN HAUSSE



L'investissement des entreprises, longtemps étale, est en progression depuis 2016. Il représentait en 2022, 14 % du PIB, contre 10 % en 2002 ou 12 % en 2016.

De plus en plus de capitaux d'origine étrangère s'investissent en France. Les levées de fonds de start-up technologiques sont passées de 5 milliards d'euros en 2019 à 11,6 milliards d'euros en 2022. Le nombre de licornes (entreprises de plus de 1 milliard d'euros de capitalisation) est désormais de 40 (29 fin 2021).

Les dépenses de R&D et de robotisation, qui sont encore trop faibles, progressent néanmoins. Elles atteignent 2,4 % du PIB. Elles demeurent malgré tout loin derrière celles des États-Unis (3,5 %) ou celles de la Corée du Sud (5 %).

Le nombre de robots dans l'industrie est en augmentation. Il est de 2 pour 100 emplois manufacturiers, contre 3,5 en Allemagne, 4 au Japon ou 8 en Corée.

UNE ÉPARGNE ABONDANTE

La France peut compter sur une épargne abondante. Le taux d'épargne des ménages dépasse 16 % du revenu disponible brut. Les Français sont ceux qui épargnent le plus avec les Allemands et les Suédois. Une meilleure allocation de l'épargne permettrait de soutenir plus activement l'économie.

Si les faiblesses sont nombreuses et handicapantes, elles ne sauraient pas pour autant faire oublier les atouts dont dispose l'économie française. Plusieurs inflexions sont en cours permettent d'espérer une amélioration de la situation. Un léger redressement de l'emploi industriel, une hausse de l'effort d'investissement des entreprises, une progression des dépenses de R&D et de robotisation sont constatés. Le nombre des entreprises technologiques augmente depuis quelques années. L'amplification de cette tendance est nécessaire afin de rattraper le retard pris par l'économie française depuis une dizaine d'années.



1973, UN AUTRE MONDE

En 2023, la France célèbre, à son corps défendant, cinquante années de déficits ininterrompus. Valéry Giscard d'Estaing, est le dernier le dernier ministre de l'Économie et de Finances en date à avoir accompli un exercice budgétaire avec un solde positif. Le premier choc pétrolier, en 1973, a mis fin à une période d'excédents qui avait été, néanmoins, écornée par les grèves de 1967 ainsi que par les évènements de mai 1968. À chaque crise, le déficit public tend à augmenter. Après la crise, sa décade est de plus en plus lente et de moins en moins importante. Une véritable spirale du déficit s'est installée de décennie en décennie avec comme conséquence l'irrésistible montée de la dette publique qui avoisine, en 2023, 3 000 milliards d'euros.

Des années 1980 aux années 2000, la question du déficit était au cœur des débats publics. Les gouvernements étaient accusés de mettre en danger les finances publiques et de contribuer à l'emballement de la dette. En France, longtemps, deux camps se sont fait face : les partisans de la restauration des comptes publics et ceux favorables à un certain laisser-aller. Une mauvaise lecture du keynésianisme s'est imposée en France en faisant du déficit une arme supposée de soutien de l'activité et de réduction des inégalités. Keynes n'était favorable au déficit que pour sortir des crises et n'aurait certainement pas soutenu un accroissement sans fin des dépenses courantes reconductibles. De manière simpliste, le déficit a été considéré de gauche et la rigueur de droite. Or, cette frontière apparaît sans

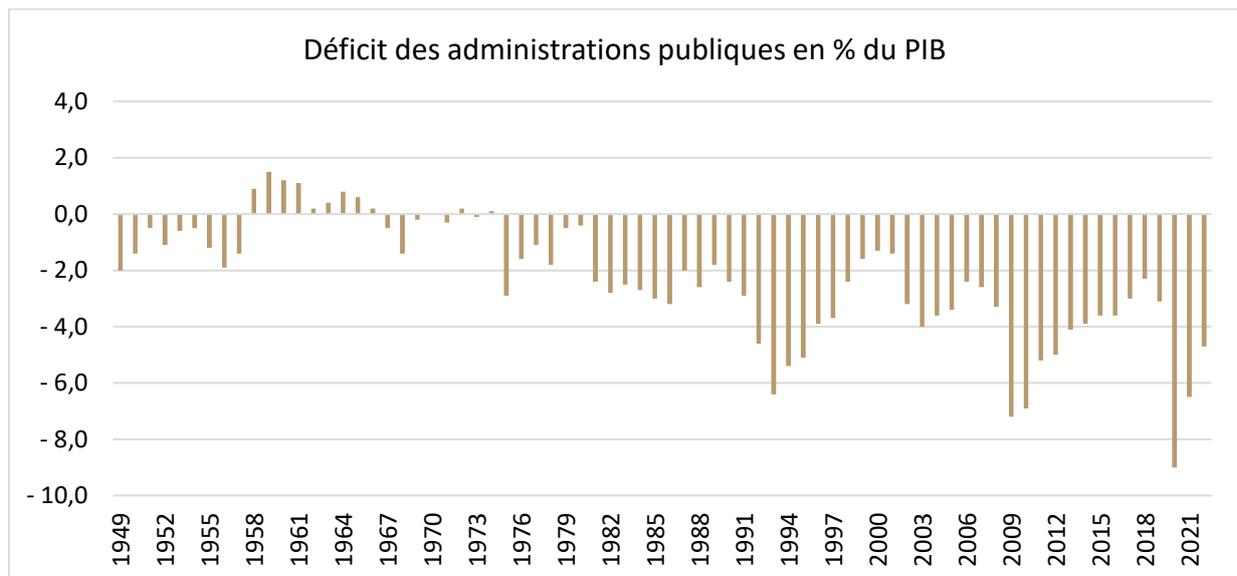
fondement à l'épreuve de ces cinquante dernières années.

Avec le refus de François Mitterrand de sortir du serpent monétaire européen, 1983 semble marquer le retour à une certaine orthodoxie budgétaire. Dans les faits, le choix de la rigueur vise avant tout à réduire le déficit de la balance des paiements courants et l'endettement extérieur de la France. La mise en place d'une politique de désinflation compétitive est avant tout une politique de défense de la compétitivité de l'économie. Le déficit public ne sera pas réduit entre 1983 et 1985. La droite, une fois revenue au pouvoir, ne restaurera pas l'équilibre budgétaire. Si au début des années 1990, une légère embellie est constatée, la récession de 1993 provoque une augmentation, sans précédent à l'époque, du déficit public qui atteint 6,4 % du PIB. Sa réduction s'effectuera sur fond de qualification de la France à la zone euro et grâce à une croissance forte à la fin des années 1990. L'Europe est alors devenue le bouc-émissaire. Les gouvernements de droite et de gauche qui se sont succédé n'ont eu de cesse de répéter que la rigueur n'était que la conséquence des traités. Les critères de Maastricht (déficit public inférieur à 3 % du PIB, dette publique inférieure à 60 % du PIB) ont été au cœur de l'actualité jusqu'à la crise financière mondiale. Cette dernière a provoqué une forte augmentation du déficit public qui a dépassé 7 % et de la dette publique qui s'est accrue de 10 points de PIB pour atteindre, 78 % du PIB en 2009. Après une forte augmentation des



prélèvements après 2010, le déficit public a été ramené en-dessous de 3 % en 2018 avant de repartir à la hausse et de battre tous ses records en période de paix avec la survenue de la crise sanitaire en 2020 en atteignant 9 % du PIB. De son côté, la dette publique a progressé de 20 points de PIB en moins de trois ans. En 2021 et 2022, le retour de la croissance a permis de réduire le poids en valeur relative du déficit public et de la dette. Les ratios respectifs sont revenus en 2022 à 4,7 % et 112 % du PIB. La guerre en Ukraine a amené les gouvernements à adopter des

mesures de soutien aux ménages et aux entreprises conduisant au maintien d'un niveau élevé de déficit public. Les États européens sont censés instituer un nouveau cadre budgétaire à compter de 2024 supposant le retour des déficits publics en-dessous d'un niveau empêchant tout emballement des dettes publiques. Avec un déficit primaire (hors paiement des intérêts de la dette) parmi les plus élevés de l'Union européenne, la France sera amenée à réaliser des efforts conséquents au nom du futur pacte budgétaire.



Cercle de l'Épargne - données INSEE



HORIZON EXTÉRIEUR

ÉTATS-UNIS / CHINE, RIEN NE VA PLUS ?

Le trafic frauduleux de microprocesseurs entre les États-Unis et la Chine se développe depuis que les premiers imposent à la seconde des embargos. Des femmes et des hommes sont même utilisés comme mules afin de passer les frontières. Les passages en fraude de marchandises n'empêchent pas les entreprises chinoises de manquer de puces de haute technologie. Yangtze Memory Technologies Corp (YMTC), un fabricant public de cartes mémoires, qui est une des entreprises chinoises les plus performantes est entravée dans son développement depuis l'instauration des sanctions. YMTC serait en voie de différer la construction d'une nouvelle usine de production.

Les difficultés des entreprises de pointe chinoises se répercutent sur l'ensemble des chaînes de production entraînant des licenciements. Elles pèsent sur la croissance du pays et montrent la dépendance encore réelle vis-à-vis des Occidentaux. Les prévisions concernant la mainmise technologique chinoise sont revues à la baisse. Selon le cabinet « International Business Strategies », d'ici 2030, les entreprises devraient contrôler 33 % de la production de microprocesseurs, contre 50 % lors des précédentes prévisions.

L'objectif des Américains est d'empêcher la Chine d'accéder non seulement à des armes avancées et à des technologies civiles de pointe, mais

aussi d'affaiblir les capacités exportatrices du pays. Dans un discours prononcé en septembre 2022, Jake Sullivan, le conseiller américain à la sécurité nationale, a expliqué que le gouvernement souhaitait entraver le développement en Chine des technologies fondamentales comme l'intelligence artificielle, la biotechnologie et l'énergie propre. Pour appliquer cette doctrine, l'administration américaine a adopté des mesures visant à restreindre la vente non seulement de biens fabriqués aux États-Unis, mais également de tout article fabriqué dans des pays tiers qui incorporerait des brevets ou des biens intermédiaires américains (règle de l'extraterritorialité). Les entreprises américaines et non-américaines qui enfreignent ses règles risquent des poursuites. Les autorités américaines interdisent également aux ingénieurs américains, et encore plus aux ressortissants chinois titulaires d'une carte verte américaine, de travailler dans les sociétés de microprocesseurs chinoises. Ces sanctions sont, par leur ampleur, selon Joerg Wuttke de la Chambre de commerce de l'Union européenne à Pékin, une véritable « *une déclaration de guerre technologique* ».

La guerre a réellement commencé durant le mandat de Donald Trump avec les mesures prises notamment, en 2019, contre Huawei. Depuis quatre ans, les autorités américaines essaient de contraindre l'entreprise chinoise



ByteDance de vendre son application TikTok, voire de l'interdire.

Les États-Unis pourraient encore durcir les règles concernant les exportations de microprocesseurs, les Chinois contournant celles actuellement en vigueur en multipliant le nombre de puces. Les Américains pourraient se concentrer uniquement sur la puissance de calcul des puces afin de pénaliser les systèmes d'intelligence artificielle et l'industrie des jeux vidéo, un marché en croissance rapide d'une valeur de 40 milliards de dollars l'année dernière. Les autorités américaines doivent néanmoins tenir compte des conséquences sur les fabricants américains de puces. Autre secteur qui pourrait être pénalisé par les restrictions commerciales, la biopharmacie chinoise, une industrie dont les ventes devraient atteindre plus de 100 milliards de dollars d'ici 2025. Celle-ci est fortement dépendante des brevets américains. Les entreprises américaines fournissent également de nombreux matériaux biologiques, des informations techniques et des équipements de laboratoire aux installations chinoises en charge de produire de nouveaux médicaments et de nouvelles thérapies. Les autorités américaines ont dans le collimateur un logiciel développé par les États-Unis que les entreprises chinoises utilisent pour fabriquer des médicaments. Ces derniers sont ensuite exportés en Europe et aux États-Unis. De nombreuses entreprises occidentales exportent également des données vers la Chine afin de développer de nouveaux traitements médicaux. À l'avenir, de tels transferts de données pourraient également être

restreints du fait de l'incapacité des entreprises chinoises d'utiliser des logiciels d'origine américaine. L'administration fédérale pourrait allonger la liste des entreprises américaines ne pouvant plus commercer avec des sociétés chinoises comme Huawei. En mars, le ministère américain de l'Agriculture a annoncé qu'il constituait un groupe de travail pour étudier les règles commerciales en vigueur en matière de semences afin de promouvoir une concurrence loyale. La valeur des obligations émises par Sinochem, un groupe agro-industriel chinois, a chuté à cette annonce, en raison des craintes que le nouvel organisme puisse recommander des restrictions sur ses semences. L'industrie agroalimentaire chinoise dépend des brevets occidentaux dans de nombreux domaines. Une réduction des échanges serait également préjudiciable au secteur agroalimentaire américain et européen.

Dans certains secteurs comme l'informatique quantique, les Chinois sont en pointe et sont peu dépendants des Américains. En revanche, les échanges sont nombreux. Un arrêt des coopérations serait nuisible pour les deux zones économiques. Les spécialistes américains de l'informatique quantique écrivent plus d'articles avec des Chinois qu'avec des Européens.

Les États-Unis seront prudents en ce qui concerne les flux de capitaux. Une interdiction d'une utilisation du dollar pour certaines exportations en direction de la Chine pourrait se répercuter sur l'économie américaine, ce pays n'étant ni l'Iran ou la Russie. Elle inciterait les



autorités chinoises à se dédollariser encore plus vite et, par voie de conséquences, à se rapprocher un peu plus des ennemis des États-Unis.

La fragmentation économique et financière est en marche. Depuis 2019, les flux de capitaux à destination de la Chine en provenance des États-Unis sont en baisse. L'épidémie de covid a provoqué un repli de l'Empire du Milieu avec une accentuation de la tendance nationaliste du gouvernement. L'argent américain est moins important pour l'industrie chinoise du capital-risque en 2023 que dans les années 2000. L'application des restrictions commerciales n'est pas sans limite. Les compagnies aériennes chinoises dépendent des avions et des pièces importées, dont beaucoup sont américains. Or, ces pièces comportent, pour certaines d'entre elles des microprocesseurs. L'Amérique pourrait donc paralyser l'aviation en Chine mais accélérer le développement des producteurs de ce pays. Airbus, le constructeur européen pourrait être pris entre deux feux. Ses avions incorporent des puces américaines ce qui peut les soumettre aux règles d'extraterritorialité américaine. Le fabricant européen pourrait être ainsi poursuivi voire être interdit d'accès aux États-Unis.

Les Chinois travaillent à remplacer rapidement les matériels américains interdits. Huawei a réussi à assurer l'approvisionnement national de 13 000 composants électroniques malgré les sanctions. Cette société a repensé plus de 4 000 circuits imprimés et a lancé des logiciels pour concurrencer Microsoft,

Google, Oracle ou Apple. Xi Jinping s'est fixé comme objectif « l'autonomie en science et en technologie ». Des sommes conséquentes ont été versées aux entreprises publiques afin de créer des systèmes non dépendants de la technologie occidentale.

Les sanctions américaines pourraient finir par stimuler ce qu'elles sont censées empêcher. Les blocus dans l'histoire ne sont pas toujours fructueux pour ceux qui les mettent en place comme l'a prouvé celui de Napoléon à l'encontre du Royaume-Uni. Les sanctions américaines sont, en outre, de plus en plus mal acceptées par les autres pays. Les entreprises occidentales non américaines sont obligées de considérer leurs opérations en Chine comme des entités autonomes et isolées ne pouvant pas avoir de liens avec leurs départements de recherche qui peuvent être amenés à travailler avec les États-Unis. L'Allemagne dont la Chine est un de ses principaux clients est la plus hostile à la politique américaine. La France, même si elle est moins concernée, lui a emboîtée le pas avec les déclarations d'Emmanuel Macron à Pékin lors de sa visite officielle le 5 avril. Les Pays-Bas, la Corée du Sud et le Japon sont également plus que réservés sur ce sujet car ces pays fabriquent des puces et des biens équipements électroniques qui sont vendus en Chine. La Corée du Sud exporte environ la moitié de ses puces mémoire vers la Chine. Ce pays a obtenu un délai d'un an pour se conformer à la réglementation américaine. Samsung et Sk Hynix, deux grands fabricants de puces sud-coréens, ont investi des milliards de dollars dans des installations de fabrication. Ils sont



menacés de pénalités de la part des États-Unis s'ils n'y renoncent pas. ASML un fabricant néerlandais d'équipements de fabrication de puces a accepté de s'y plier mais de mauvaise grâce tout comme les grandes entreprises japonaises. Le vaste programme de sanctions américaines se heurte à de nombreux obstacles de ce type.

Les dirigeants chinois se sont jusqu'à présent abstenus de mesures de représailles de la même ampleur constatant que certaines entreprises américaines comme Apple continuent d'investir dans leur pays. À l'occasion d'une visite en Chine, Tim Cook, le PDG d'Apple, a cherché à apaiser les craintes d'un découplage économique avec les États-Unis. Il a déclaré le 25 mars à Pékin que la relation symbiotique entre les deux pays au cours des 30 dernières années les avait aidés à grandir. Le ministère chinois du Commerce envisage néanmoins d'interdire les exportations de certaines tranches de silicium avancées utilisées dans les

panneaux solaires, ce qui pénaliserait à de nombreuses entreprises américaines. Des mesures sont également envisagées à l'encontre des exportations de produits issues de la biotechnologie, car de nombreuses entreprises américaines ont une "dépendance inconfortable" vis-à-vis de la Chine pour les intrants pharmaceutiques et les dispositifs médicaux. Certains des ingrédients utilisés dans les anticorps contre l'anthrax, par exemple, ne sont produits qu'en Chine.

La politique américaine risque de peser sur la croissance de ses propres entreprises, freiner l'innovation et sa diffusion. Les coûts de production pour les entreprises des secteurs concernés devraient augmenter et alimenter l'inflation. La campagne de sanctions risque également de marginaliser les États-Unis au sein du monde des pays émergents et en développement en donnant le beau rôle à la Chine.



LES NOUVELLES STRATÉGIES FINANCIÈRES DES PAYS DU GOLFE

Les pays du Golfe n'étaient pas, jusqu'à peu, des destinations de rêve pour les cadres américains ou européens à fort potentiel. La situation est en train d'évoluer. Les fonds souverains de ces pays ainsi que les établissements financiers attirent de plus en plus les jeunes talents occidentaux. L'année dernière, un des responsables d'Amundi, le plus grand gestionnaire de fonds d'Europe, a accepté d'intégrer l'Abu Dhabi Investment Authority (Adia) qui gère plus de 1 000 milliards de dollars d'actifs. La Qatar Investment Authority (QIA) qui développe des infrastructures dans le pays recrute des cadres de haut niveau en Europe tout comme le Public Investment Fund (PIF) d'Arabie saoudite, ces deux fonds gérant plus de 1 000 milliards de dollars. Les pays du Golfe ne sont pas les seuls à bénéficier de la rente générée par les hydrocarbures. En 2022, la Norvège, grâce à ses exportations de gaz vers l'Europe a perçu 161 milliards de dollars, une recette en hausse de 150 % par rapport à 2021. Même la Russie a réussi à augmenter ses recettes d'exportations d'hydrocarbures de 19 %. Elles ont ainsi dépassé à 210 milliards de dollars. Mais en raison des faibles coûts d'exploitation, les pays du Golfe sont les grands gagnants de la hausse des prix des hydrocarbures.

En augmentant les prix du pétrole et du gaz, la guerre en Ukraine a accru les recettes des pays pétroliers. Lors des chocs précédents, ces pays avaient tendance à les recycler sur les marchés de capitaux occidentaux. Ils achetaient des actifs, hôtels de luxe, clubs de sport,

entreprises, obligations, etc., en passant par des établissements financiers situés à l'étranger. À la base de ce recyclage, il y avait un accord tacite, les États occidentaux achetaient les hydrocarbures et garantissaient une sécurité ; en échange de quoi les pays pétroliers comblaient les déficits du budget de l'État et de la balance des comptes courants grâce aux pétrodollars. Ce schéma a vécu. Redevenus indépendants, les États-Unis ont moins besoin du pétrole des pays du Golfe. Ils sont, en outre, de plus en plus focalisés sur l'Asie dans le cadre de leur rivalité avec la Chine. Les pays du Golfe sont également conscients que la rente pétrolière est censée prendre fin d'ici quelques décennies et qu'il convient d'en tirer le meilleur parti en maintenant un prix élevé et en gérant au mieux les recettes. Le 2 avril dernier, l'Arabie saoudite et ses alliés ont provoqué la colère des États occidentaux en accentuant les réductions de production de brut à près de 4 millions de barils par jour, soit l'équivalent de 4 % de la production mondiale afin de faire pression sur le prix du baril. En 2022-2023, l'excédent du compte courant des États pétroliers du Golfe pourrait atteindre 666 milliards de dollars. L'allocation de la rente pétrolière reste relativement opaque en raison de la multitude de bénéficiaires (compagnies pétrolières locales, fonds souverains, États, banques, etc.). Selon l'hebdomadaire *The Economist*, les États pétroliers utilisent ces recettes pour réaliser des infrastructures sur leur territoire avec comme objectif la préparation de l'après hydrocarbures et



pour influencer les politiques occidentales. Ces États sont directement ou indirectement investis dans de nombreux clubs de football européens.

Malgré la baisse des prix du pétrole depuis le début de l'année 2023, les pays du Golfe devraient continuer à engranger d'importants excédents. Afin de les maintenir à un haut niveau, l'OPEP a décidé de réduire à nouveau sa production. Le Koweït, le Qatar, les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite devraient obtenir un excédent de leur balance commerciale de plus de 300 milliards de dollars en 2023, soit un cumul de 650 milliards de dollars sur les deux ans.

Depuis un an, les pays du Golfe utilisent leurs excédents pour réduire leur endettement qui s'était accru en 2014 et 2020. En 2014, avec l'arrivée du pétrole de schiste sur le marché, les cours du baril s'étaient effondrés passant rapidement de 120 à moins de 30 dollars. L'Arabie Saoudite avait décidé de mettre en suspens le système de régulation de l'offre. Ce dernier a été restauré avec l'appui de la Russie en 2016. La crise sanitaire a également provoqué une chute des cours. Le baril à terme s'échangeait, au mois d'avril 2020, en valeur négative. Face à cette baisse des prix, les pays du Golfe ont liquidé des avoirs à l'étranger et ont été contraints d'emprunter. Depuis 2021, Abu Dhabi a remboursé 3 milliards de dollars, soit environ 7 % de sa dette totale selon l'agence de notation Moody's. La dette du Qatar a diminué de 4 milliards de dollars, soit environ 4 % de son endettement. Celui du Koweït a

diminué de moitié en deux ans. Les pays du Golfe soutiennent financièrement plusieurs de leurs alliés comme l'Égypte qui a reçu, en 2022, une aide de 13 milliards de dollars en provenance du Qatar, d'Arabie saoudite et des Émirats arabes unis afin d'acheter des céréales. L'Arabie saoudite a également autorisé le Pakistan à différer le paiement de factures pétrolières portant sur plusieurs milliards de dollars d'achats. Ces aides ne sont pas des dons. L'Arabie saoudite a ainsi demandé à l'Égypte et au Pakistan de mettre en œuvre des réformes économiques permettant le remboursements des sommes avancées. Les pays du Golfe prennent fréquemment des participations dans des actifs appartenant aux États aidés. Parmi les États les plus aidés par les pays du Golfe figure, depuis quelques années, la Turquie. Dans le passé, cette dernière se tournait vers les États-Unis et le FMI en cas de difficultés économiques. Recep Tayyip Erdogan a décidé de réduire sa dépendance à l'Occident et de se tourner vers les riches pays arabes. Après le tremblement de terre, le 6 mars, l'Arabie saoudite a annoncé qu'elle renflouait les réserves de change de la Turquie à hauteur de 5 milliards de dollars. Le Qatar et les Émirats arabes unis ont également mis en place 19 milliards de dollars de swaps de devises avec la banque centrale turque. Ces pays ont pris l'engagement de souscrire aux émissions obligataires turques afin de faciliter le financement de son déficit public.

Les fonds souverains des pays du Golfe achètent moins d'obligations - en particulier américaines - que dans le



passé mais plus d'actions. En 2022, le montant des achats d'actions par le Qatar, l'Arabie Saoudite et le Koweït a atteint près de 200 milliards de dollars. Les fonds souverains investissent en grande partie dans des actions via des fonds indiciels, qui sont peu coûteux et offrent une forte diversification. Ils ont également investi dans des fonds de capital-investissement, immobiliers ou d'infrastructure. Ces investissements représentent de 23 à 37 % du total des actifs des trois plus grands fonds souverains du Golfe. Ces derniers ont également procédé à des investissements directs. En 2022, ces derniers ont atteint près de 20 milliards de dollars. Les fonds souverains du Golfe ont une gestion de plus en plus dynamique et professionnalisée. En recourant aux techniques modernes de gestion, ils effectuent des arbitrages en fonction des évolutions des marchés. Ainsi, depuis la fin de l'année 2022, ces fonds s'allègent en actions européennes au profit de celles cotées aux États-Unis. Ils sont de plus en plus actifs sur les marchés asiatiques. Compte tenu des tensions sino-américaines, ces fonds estiment qu'ils ont une carte à jouer. Les établissements financiers du Golfe n'hésitent plus à sortir de leurs frontières. Ils multiplient les succursales ou les filiales dans le Proche et le Moyen Orient mais aussi en Asie.

Conscients de la fin de la rente pétrolière, les pays du Golfe investissent de plus en plus dans les énergies renouvelables. Le Qatar, riche en gaz, a inauguré sa première centrale solaire le

18 octobre dernier. Le fonds qatari, QIA a acquis 10 % de RWE, un producteur d'électricité allemand afin de l'aider à financer un projet de ferme solaire aux États-Unis. En octobre dernier, Mubadala, un fonds souverain émirati, a investi 2,5 milliards de dollars dans un projet éolien allemand. L'année dernière, Lucid, un constructeur américain de voitures électriques, détenu à 61 % par le fonds public d'Arabie saoudite (PIF) a annoncé qu'il construirait sa première usine à l'étranger à Riyad. PIF finance également la création d'une ville nouvelle Neom au milieu du désert, ville autonome sur le plan énergétique et n'émettant pas de gaz à effet de serre. Les fonds souverains s'intéressent également de plus en plus aux secteurs stratégiques, la défense, les transports ou l'alimentation.

La montée en puissance des structures financières des pays du Golfe s'effectue par de nombreux canaux qui peuvent donner l'impression d'un manque de transparence. Les frontières entre les fonds souverains, les family offices des dirigeants, le patrimoine personnel de ces derniers ne sont pas toujours claires. Des services de renseignement occidentaux estiment qu'une partie des revenus pétroliers de la Russie serait gérée par des structures dépendant des pays du Golfe. Si les fonds souverains de ces derniers poursuivent des objectifs avant tout économiques et financiers, ils peuvent également être des outils diplomatiques de premier rang que les Occidentaux ne peuvent pas ignorer.



CHANGEMENT DE CAP DANS L'ARCHIPEL DU SOLEIL LEVANT

Au Japon, en réponse à l'augmentation de l'inflation et aux problèmes de recrutement, les entreprises consentent des hausses de salaires après presque trois décennies de stagnation. Entre 1980 et 2019, les salaires nominaux annuels au Japon n'ont augmenté, selon l'OCDE, que de 4 %, contre 145 % aux États-Unis. Les syndicats japonais se sont essentiellement battus en faveur de la stabilité de l'emploi, au détriment des augmentations de salaires. Après les années 1980/1990 de forte croissance, les employeurs ont réduit à leur strict minimum les revalorisations salariales du fait de la disparition progressive des gains de productivité. Dans un contexte de déclin démographique, cette attrition salariale a alimenté la déflation contre laquelle les gouvernements et la Banque centrale du Japon (BOJ) luttent depuis trente ans. La politique monétaire y est accommodante depuis des années. Le premier et très léger durcissement n'est intervenu qu'il y a quelques semaines en lien avec la résurgence de l'inflation qui a dépassé le taux de 4 %. Le Gouverneur de la BOJ, Ueda Kazuo, qui a pris ses fonctions le 8 avril dernier, indique que les prémices d'un changement de cap de la part des entreprises en matière salariale, sont pris en compte pour un éventuel durcissement de la politique monétaire. Au Japon, l'analyse des salaires nécessite de comprendre les particularités locales. Les salaires sont fixés après la rencontre annuelle des employeurs et des représentants des salariés, négociations appelées « shunto » (offensive du printemps). Les chiffres clés se composent de deux

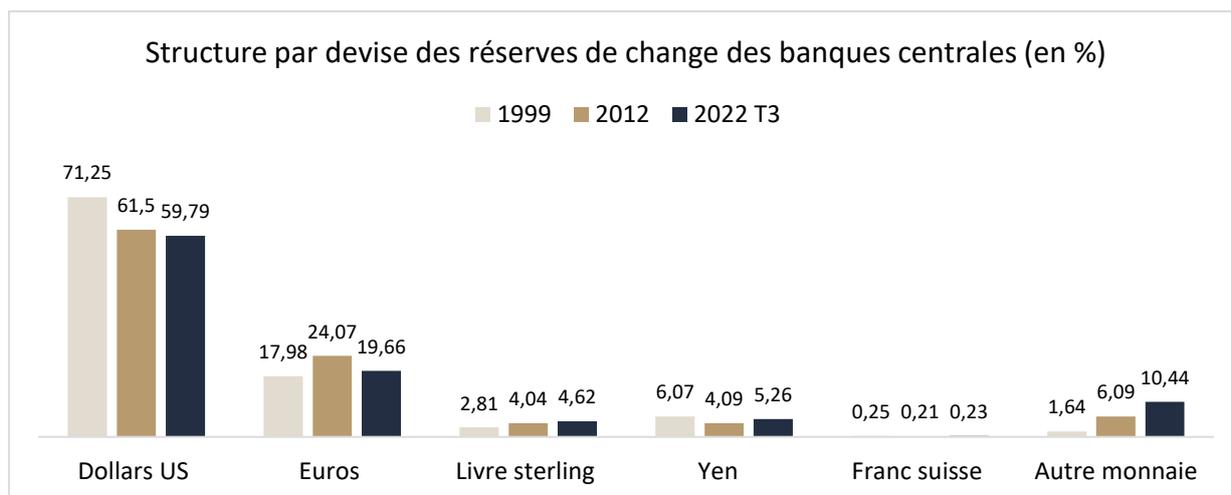
parties : les augmentations prévues en fonction de l'ancienneté et celles concernant le « salaire de base ». Les négociations peuvent être longues et complexes. Selon les chiffres publiés par la confédération japonaise des syndicats le 5 avril, le salaire de base devrait augmenter de 2,2 % et les salaires de manière globale de 3,7 % en 2023, contre respectivement 0,5 % et 2,1 % l'an dernier. Les grandes entreprises ont consenti des efforts plus importants. Fast Retailing, une grande entreprise de l'habillement qui possède des marques telles qu'Uniqlo, a accordé à ses employés des augmentations allant jusqu'à 40 %. Le bilan des négociations ne sera réalisé qu'au mois de juillet après la publication par les moyennes et petites entreprises de leurs résultats. Goldman Sachs estime que le chiffre final s'établira à 2 % de croissance du salaire de base, soit le taux le plus élevé depuis 1992. La hausse des prix amène les syndicats à revendiquer des hausses de salaire. Par ailleurs, le marché du travail est de plus en plus tendu. L'augmentation du taux d'emploi des seniors et des femmes a atteint un palier ne permettant plus d'importants gains. La moitié des personnes âgées de 65 ans travaillent. De ce fait, face à la multiplication des pénuries de main-d'œuvre, les tensions salariales se font jour. Les autorités japonaises sont conscientes que pour lutter contre la déflation qui est en partie alimentée par le déclin démographique, une augmentation des salaires est nécessaire. Cela pourrait aider à atteindre une inflation plus élevée...

HORIZON FINANCE

LE DOLLAR TOUJOURS ET ENCORE ?

Les États-Unis n'éprouvent, pour l'instant, aucune difficulté à financer un déficit extérieur très important, grâce au rôle du dollar qui demeure aujourd'hui monnaie de réserve mondiale et à leur attractivité pour les capitaux privés. Malgré la faiblesse de l'épargne intérieure, le dollar leur permet de maintenir des taux d'investissement élevés.

Depuis des décennies, les États-Unis ont un déficit structurel de leur balance courante. Ce déficit évolue entre -3 et -6 points de PIB. Or, malgré ce déficit, le taux d'investissement est élevé, supérieur à 25 % du PIB en 2022, quand le taux d'épargne nationale ne dépasse pas 21 % du PIB. Les États-Unis n'ont pas de contrainte de balance des paiements courants grâce au rôle particulier que joue leur devise.



Cercle de l'Épargne – données FMI

De 1999 à 2022, le poids du dollar au niveau des réserves de change a reculé en passant de 71 à 60 %, Sur cette période, l'euro a gagné 3 points représentant, en 2022, 20 % de réserves de change. Les autres monnaies jouent un rôle assez marginal. Les réserves de change en rmb ne pèsent que 2,76 %, soit moins que la livre sterling (4,5 %) et le yen (5 %).

Le dollar est la monnaie de référence des échanges commerciaux et financiers en étant la valeur refuge par excellence. Ce rôle permet aux États-Unis d'attirer des capitaux des banques centrales et d'investisseurs privés tant pour financer la dette publique que des investissements privés. Les achats nets de titres du Trésor public américain atteignent plus de 2 points de PIB en moyenne depuis le début des années 2010.



Le dynamisme des entreprises américaines se caractérisant par un effort d'innovation important et par une rentabilité élevée permet à ces dernières d'attirer des capitaux. Les achats par les non-résidents d'actions et d'obligations d'entreprises américaines ainsi que les investissements directs aux États-Unis représentent, chaque année, en moyenne à plus de 2 points de PIB.

Même si l'euro est la deuxième monnaie mondiale de réserve, il reste moins attractif. Les achats nets d'obligations du secteur public par les non-résidents ne dépassent pas 0,5 point de PIB par an (moyenne 2019/2022). Les entrées de capitaux (actions, obligations d'entreprises et investissements directs) sont nettement plus faibles que pour les États-Unis, moins de 4 points de PIB en 2022. Les États membres de la zone euro ont moins de marges de manœuvre en ce qui concerne le solde de leur balance des paiements courants que les États-Unis et doivent compter sur l'épargne nationale pour financer les déficits. La balance des paiements courants est excédentaire depuis 2008. Le taux d'épargne atteint 26 % du PIB quand l'investissement est de 24 % du PIB. L'épargne sert à financer non seulement les déficits européens mais aussi américains. Dans ces conditions, il est assez logique que les investissements publics et privés

européens soient inférieurs à ceux d'outre-Atlantique.

Le dollar en étant un facteur d'attractivité pour les capitaux en provenance du monde entier est un atout pour la croissance des États-Unis. De 2002 à 2022, le PIB a crû de 50 % aux États-Unis, contre 28 % en zone euro. La dédollarisation de l'économie mondiale souhaitée par la Russie voire la Chine reste hypothétique. Les États-Unis restent la première puissance économique et militaire. En période de crise, le dollar est une valeur refuge. En l'état actuel, l'euro, affecté par la guerre en Ukraine, n'apparaît pas comme une monnaie de réserve de substitution. Il est avant tout une monnaie de réserve des États membres de l'Union européenne. Il est pénalisé par l'absence de structures politiques fédérales. Il ne peut pas compter sur un budget de la zone euro, ni sur une armée européenne. L'absence d'un marché financier réellement unifié constitue un des handicaps majeurs de la monnaie européenne. Il y a un manque de profondeur de marché qui limite les possibilités d'investissements. L'euro gagnerait en puissance si l'Union européenne poursuivait les émissions de dettes publiques, à l'instar des émissions qu'elle a réalisées dans le cadre du plan New Generation de sortie de crise Covid.



ISR, UN LABEL REVU ET CORRIGÉ

Le label ISR est un label d'État créé en 2016 par le ministère de l'Économie destiné à répertorier des fonds d'investissement ainsi que des supports immobiliers (OPCI/SCPI) en fonction de critères environnementaux. Ce label atteste que les gestionnaires ont effectué une sélection d'investissements en fonction de critères environnementaux sociaux et de gouvernance, critères ESG en abrégé. Plus de 1 200 fonds sont labellisés. Selon le site du label ISR, l'ensemble de ces fonds labellisés pèse 695 milliards d'euros, (440 milliards d'euros pour les fonds de droit français et 255 milliards d'euros de fonds étrangers).

Compte tenu de l'évolution de la réglementation européenne, le Gouvernement a décidé de renforcer le label ISR avec comme objectifs de limiter le greenwashing et d'assurer la crédibilité du label. Jusqu'à maintenant, le label reposait sur un cahier des charges comportant six catégories d'exigences. En fonction des réponses, les certifications sont délivrées par des organismes indépendants agréés par le Comité français d'accréditation.

Le nouveau référentiel du label ISR est soumis à la consultation publique durant six semaines, permettant aux parties prenantes, sociétés de gestion, investisseurs, conseillers financiers, ONG et lobbies de donner leurs opinions. La proposition de référentiel définitif sera soumise au ministre de l'Économie et des Finances, Bruno Le Maire.

Dans le cadre de la nouvelle procédure, les candidats à la labellisation devraient

soumettre un plan d'action concret concernant la réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre. Le comité du label propose d'exclure les producteurs de charbon ou d'énergies fossiles non conventionnelles pour plus de 5 % de leur production, ainsi que ceux qui investissent dans tout nouveau projet de ce type. Des indicateurs devraient obligatoirement être mis en place pour mesurer les effets réels des portefeuilles sur les questions sociales, environnementales et de bonne gouvernance.

Dans l'hypothèse d'une publication de la décision du ministre en septembre, le nouveau référentiel entrerait en vigueur en janvier prochain pour les nouvelles labellisations. Les sociétés de gestion auront un an pour mettre les fonds déjà labellisés en conformité avec les nouvelles normes. Valable trois ans, le label est en principe revu tous les ans par les auditeurs de labellisation des fonds (Afnor Certification, EY France et depuis 2020, Deloitte).

La nouvelle version du label devrait être plus exigeante, l'approche reste basée sur des process assez lourds. L'insuffisance d'exclusion sur les énergies fossiles fait l'objet de critiques, tout comme l'absence de gradation des fonds en fonction de leur degré d'exigence. Ce label ISR ne permet toujours pas une harmonisation européenne. Les gérants souhaitent qu'un label européen soit adopté. Actuellement, un fonds distribué dans plusieurs pays doit répondre aux exigences d'exclusion des différents labels, ce qui restreint le choix d'investissement et génère des surcoûts.



HORIZON LOINTAIN

QUAND LES MACHINES PRENDRONT-ELLES LE POUVOIR ?

Grâce à l'applications d'intelligence artificielle intégrée dans le système de conférence vidéo, Teams de Microsoft, les utilisateurs peuvent obtenir à la fin de leur réunion en ligne un compte rendu automatique contenant les questions abordées, les réponses apportées et les éventuels points à traiter ultérieurement. Microsoft entend équiper tous ses logiciels comme Word, Excel, Powerpoint, de modules d'intelligence artificielle. Alphabet, la société mère de Google, a également indiqué faire de même pour ses produits comme Gmail ou Sheets. Le 21 mars dernier, Google a lancé son propre chatbot, appelé Bard, pour rivaliser avec ChatGPT.

La révolution de l'intelligence artificielle s'est diffusée à l'ensemble de la sphère du digital qui depuis plusieurs années était à la peine en matière d'innovation. Microsoft avec le logiciel de sa filiale Openai, ChatGPT, a créé un électrochoc. Amazon Web Services (aws), la branche de cloud computing du groupe de commerce électronique, a annoncé un approfondissement de son partenariat avec Hugging Face, une startup d'intelligence artificielle. Apple testerait de nouvelles applications d'intelligence artificielle sur ses produits, y compris son assistant virtuel, Siri. Mark Zuckerberg, le PDG de Meta qui ne jurait que par le métavers a annoncé vouloir équiper tous ses produits dont Facebook et Instagram d'intelligence artificielle.

La diffusion des logiciels d'intelligence artificielle est si rapide qu'elle effraie par ses conséquences. Elle menacerait des professions entières. Elle pourrait conduire les étudiants à ne plus réviser leurs examens et à les utiliser pour passer des épreuves. L'Italie a décidé de bloquer l'accès à ChatGPT à compter du 31 mars 2023. L'Allemagne et plusieurs pays européens ont décidé d'ouvrir des enquêtes sur les robots conversationnels sur le thème de la protection des données. Elon Musk, le PDG de Tesla, et une centaine d'experts ont appelé à une pause dans le déploiement de l'intelligence artificielle.

Depuis des années, les équipes de recherche des géants du digital travaillent sur l'intelligence artificielle. De nombreux logiciels utilisent déjà des briques d'intelligence artificielle afin de cibler les messages publicitaires, gérer des voitures autonomes, répondre à des requêtes de recherche sur Internet. ChatGPT par sa puissance de calcul a créé une rupture ou une prise de conscience du changement de dimension que permettent les nouvelles technologies. La capacité des nouveaux robots à produire du contenu rationnel a marqué les esprits. Les entreprises du digital n'entendent pas perdre la bataille de l'intelligence artificielle. Elles ont conscience que leur survie passe par l'innovation permanente. Leurs dirigeants ont en mémoire le destin funeste de Kodak et de Blackberry qui ont refusé de prendre en compte



certaines ruptures technologiques. En 2022, malgré la chute des cours boursiers des valeurs technologiques, les GAFAM ont investi 223 milliards de dollars dans la recherche et le développement (R&D), contre 109 milliards de dollars en 2019 auxquels s'ajoutent 161 milliards de dollars de dépenses en capital, un montant qui a doublé en trois ans. Au total, elles ont consacré 26 % de leur chiffre d'affaires à la recherche et à l'investissement en 2022, contre 16 % en 2015.

Le PDG de Facebook, Mark Zuckerberg, a récemment déclaré que l'intelligence artificielle était la désormais sa priorité en matière d'investissement. Dans son rapport relatif aux résultats du groupe au premier trimestre 2023, Alphabet a prévu de mentionner explicitement les montants investis dans l'intelligence artificielle. Selon les données de PitchBook, une société d'études économiques, un cinquième des acquisitions et des investissements combinés des entreprises depuis 2019 impliquait des entreprises d'intelligence artificielle, soit plus que les sommes consacrées aux cryptoactifs, à la blockchain, au métavers ou à la réalité virtuelle. Au cours des quatre dernières années, les grandes entreprises des technologies ont pris des participations dans quelque 200 entreprises travaillant sur l'intelligence artificielle. Selon les chiffres de PredictLeads, un autre cabinet d'études, environ un dixième des offres d'emploi des GAFAM exigent des compétences en intelligence artificielle. Microsoft et Alphabet sont en pointe en matière d'investissements et d'emplois en lien avec l'intelligence

artificielle, Meta, Amazon ou Apple étant un peu retrait. Un tiers des partenariats et acquisitions de Microsoft concerne l'intelligence artificielle, soit le double d'Amazon ou d'Alphabet et six fois plus que Meta.

En acquérant, pour 11 milliards de dollars, des parts d'OpenAI qui a développé ChatGPT, Microsoft a fait un pari gagnant lui permettant de repositionner son moteur de recherche Bing dont les parts de marché étaient faibles par rapport à celui de Google. Microsoft a également investi dans D-Matrix, une entreprise travaillant sur des technologies d'intelligence artificielle pour les centres de données et Noble.ai qui utilisent des algorithmes pour rationaliser les travaux de laboratoire et d'autres projets de R&D. Microsoft a, par ailleurs, fait l'acquisition de Nuance, qui développe la reconnaissance vocale pour la santé. De son côté, Alphabet renforce sa filiale dédiée à l'intelligence artificielle, DeepMind, localisée à Londres et acquise en 2014. DeepMind a été à l'origine de d'AlphaFold, un système pour prédire la forme des protéines, permettant d'accélérer la découverte de médicaments.

Apple qui était en retard par rapport à ses concurrents entend les rattraper en multipliant les rachats de startups. Près de la moitié de ses objectifs de rachats sont liés à l'intelligence artificielle. Elle a ainsi acheté AI.Music, qui compose de nouveaux morceaux en fonction des morceaux trouvés sur Internet. Les acquisitions d'Apple sont moins flamboyantes que celles d'Alphabet voire celles de Microsoft mais sont en



règle générale plus faciles à intégrer dans les produits maisons.

Au niveau des publications scientifiques, l'intelligence artificielle occupe de plus en plus de place. Entre 2020 et 2022, Alphabet a publié environ 9 000 articles sur le sujet. Microsoft en a accumulé environ 8 000 et Meta 4 000. En 2022, la proportion d'emplois en lien avec l'intelligence artificielle est de 27 % pour Alphabet et de 18 % pour Meta. Cette dernière pour attirer les jeunes talents communique assidûment sur l'intelligence artificielle et joue la carte de « l'opendata ». Sa bibliothèque de logiciels d'intelligence artificielle, appelée « PyTorch », est accessible à toutes et à tous comme le langage maison appelé « Lama ». Compte tenu de son poids relatif plus faible que Microsoft, Apple ou Amazon, Meta est l'entreprise qui réalise l'effort le plus important en matière d'intelligence artificielle. L'objectif de Meta est de générer du contenu sur ses réseaux à moindres coûts et ainsi concurrencer Apple ou Alphabet.

Les GAFAM utilisent la force de l'intelligence artificielle pour leur propre compte. Le service financier de Microsoft utilise cette dernière pour

automatiser 70 à 80 % de ses quelques 90 millions d'approbations de factures annuelles. Un chatbot lié à un logiciel d'intelligence artificielle signale les factures douteuses qu'il convient de contrôler. La production de lignes informatiques est de plus en plus automatisée permettant de générer d'importants gains de productivité.

La révolution provoquée par la ChatGPT est rapide. Quatre mois après avoir été révélée au grand public, cette application a créé une onde de choc qui ne semble pas s'arrêter. Microsoft et Google ont revu leur moteur de recherche. Leurs programmes de productivité comme les traitements de texte sont assistés par l'intelligence artificielle. Alphabet et Meta proposent un outil qui génère des campagnes publicitaires en fonction des objectifs des annonceurs. L'intelligence artificielle peut désormais proposer des campagnes commerciales ciblées sur des catégories socioprofessionnelles en fournissant les éléments de langage pour les commerciaux. Les systèmes d'incitation des achats risquent de devenir de plus en plus intrusifs et personnalisés ce qui pose des problèmes de respect de la vie privée et de libre consentement.



LA CHINE EST-CE DÉJÀ FINIE ?

La Chine entend occuper la première place de tous les grands podiums économiques d'ici 2049 et ainsi supplanter les États-Unis. Si la Chine a connu une croissance sans précédent de 1990 à 2019 lui permettant de s'imposer comme une grande puissance commerciale, elle est depuis confrontée à une série de difficultés qui pourraient compromettre la réalisation de ses ambitions.

Le calcul de la croissance potentielle de la Chine, à partir des gains de productivité et de la croissance de la population active, conduit à conclure à un inévitable ralentissement de la croissance chinoise à long terme.

À court terme, la Chine connaît une situation de sous-emploi, en particulier avec le chômage élevé des jeunes. Des mesures de stimulation de la croissance (baisse des taux d'intérêt, déficits publics, etc.) peuvent donc être efficaces. À long terme, si on exclut le recours à l'immigration, la seule solution pour conserver une croissance forte est de faire progresser plus vite la productivité du travail. En théorie, le déficit de productivité de la Chine vis-à-vis des pays de l'OCDE peut être comblé en lien avec l'effort de modernisation de l'économie (robotisation, hausse des dépenses de Recherche-Développement) et avec les progrès du niveau d'éducation moyen de la population. Mais le recul des gains de productivité en Chine depuis plusieurs années tient peut-être à la politique économique menée (les entreprises publiques ont été privilégiées au

détriment des entreprises privées) ou au contrôle politique étroit de la société qui freine l'initiative individuelle.

La croissance qui était de 10 % l'an avant 2010 est désormais inférieure à 6 %. Elle devrait continuer à diminuer. En additionnant gains de productivité et évolution de la population active, la croissance potentielle ne peut, en effet, que s'éroder. La tendance des gains de productivité est de l'ordre de 2 % par an en 2022 contre plus de 5 % dans les années 2000/2010. Ce déclin de la productivité pourrait se poursuivre. La population active de la Chine devrait reculer de plus de 1 % entre 2022 et 2030. Elle se contracte depuis 2014. En 2022, la Chine a perdu 850 000 habitants. Avec un taux de fécondité de 1,15, la contraction de la population devrait s'accroître dans les prochaines années. S'élevant, en 2022, à 1,4 milliard de personnes, elle reviendrait à 1 milliard en 2070.

Avec ces hypothèses, la croissance potentielle de la Chine serait de 1 % par an entre 2025 et 2030, contre 8,5 % par an entre 2002 et 2007, et 5 % par an entre 2010 et 2019. Une telle chute freinerait l'ascension de la Chine. Elle pourrait avoir comme conséquence un durcissement du régime en place.

Comment surmonter la panne de croissance ? Comme les pays de l'OCDE, la Chine est dans l'obligation d'améliorer sa croissance potentielle en jouant sur les leviers disponibles, à savoir l'augmentation du nombre d'actifs et l'amélioration de la productivité.



LA DIFFICILE AMÉLIORATION DU TAUX D'EMPLOI

Les pouvoirs publics chinois sont contraints de trouver des solutions pour accroître le taux d'emploi. Ils peuvent améliorer l'employabilité des jeunes et des seniors. Le taux de chômage des 15/25 ans atteint, en effet, 18 % en Chine contre moins de 5 % pour l'ensemble de la population. L'autre voie est de retarder l'âge légal de départ à la retraite qui est de 60 ans pour les hommes et de 55 ans pour les femmes. Cet âge est assez théorique car la faiblesse du montant des pensions contraint les Chinois à continuer de travailler au-delà de l'âge légal à défaut d'avoir constitué une épargne suffisante. Pour le moment, le gouvernement chinois n'a pas prévu de reporter l'âge légal, tout comme il ne souhaite pas jouer sur le volant de l'immigration. Il a essayé, en revanche, de favoriser la natalité mais sans réels résultats pour le moment.

LA PANNE DE PRODUCTIVITÉ

La Chine a encore des marges de manœuvre importantes en matière de productivité du travail qui demeure nettement inférieure à celle de la zone euro ou des États-Unis. Le niveau de productivité par tête est de 20 000 dollars en 2022, contre 80 000 en zone euro et 135 000 aux États-Unis. Mais, depuis 2008, les gains de productivité diminuent continûment en Chine malgré un effort accru en matière de Recherche-Développement et de robotisation de l'industrie. De 2002 à 2022, les dépenses de R&D en Chine sont passées de 1 à 2,4 % du PIB. Elles sont désormais au

même niveau que celles de la zone euro et un point au-dessous de celles des États-Unis. En matière de robots manufacturiers par emploi, la Chine fait jeu égal avec les États-Unis (3 pour 100), soit plus qu'en zone euro (2,4 pour 100).

La baisse de la productivité en Chine peut s'expliquer par une diminution de l'investissement et aussi par le poids pris, ces dernières années, par les secteurs de l'immobilier et des services domestiques. Ces deux secteurs dégagent peu de gains de productivité. La reprise en main de l'économie par le parti communiste nuit par ailleurs à la croissance. Les entreprises publiques sont avantagées au niveau des financements au détriment de celles à capitaux privées. Le contrôle politique des individus réduit l'innovation et sa diffusion.

LE DOPAGE DE LA CROISSANCE

À court terme, le gouvernement chinois peut accroître de manière artificielle la croissance en abaissant les taux d'intérêt et en augmentant les déficits publics. Ces derniers dépassent désormais 4 points de PIB, contre 2 points avant la crise sanitaire. À long terme, sans recours à l'immigration et sans report de l'âge légal de la retraite, l'économie chinoise court le risque de s'étioler d'autant plus que la tentation au repli est à nouveau à l'œuvre au sein des sphères dirigeantes. La volonté de moins dépendre des Occidentaux pourrait se traduire par une moindre croissance du commerce extérieur qui a, ces quarante dernières années, assuré le développement rapide du pays.



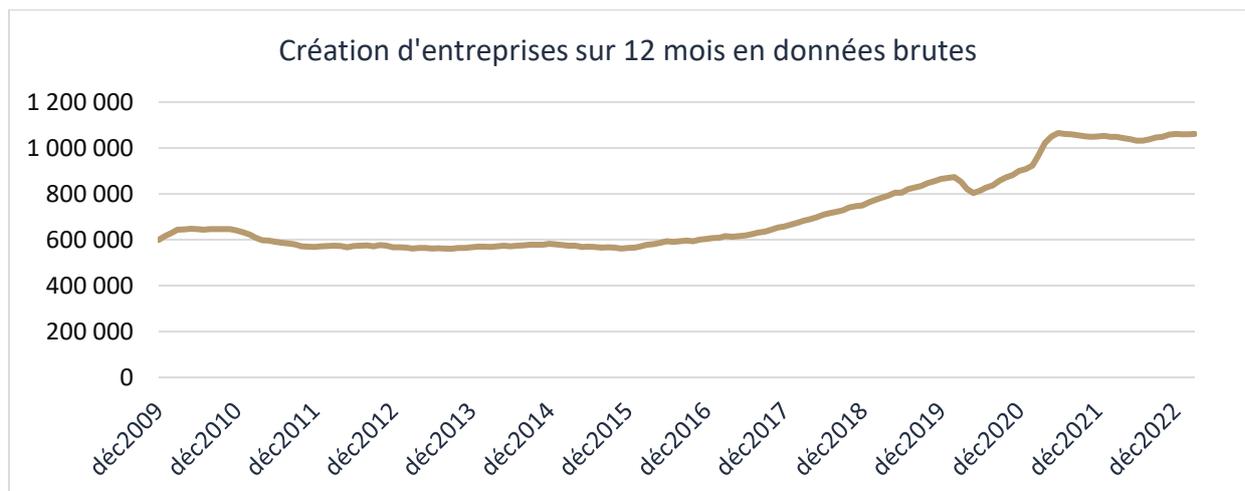
POINTS DE REPÈRE

LES CRÉATIONS D'ENTREPRISE EN FRANCE, TOUJOURS SUR LA CRÊTE DU MILLION

En données brutes, le nombre total d'entreprises créées au cours des douze derniers mois (d'avril 2022 à mars 2023) augmente : +1,2 % en glissement annuel. Il demeure au-dessus d'un million (1,07 million). Les créations d'entreprises sous le régime de micro-entrepreneur (+2,5 %) et celles de sociétés (+1,8 %) augmentent. À l'inverse, les créations

d'entreprises individuelles classiques diminuent fortement (-6,9 %).

Sur cette période, la baisse est particulièrement marquée dans le secteur des transports et entreposage (-27,5 % en glissement annuel), secteur dans lequel les créations avaient beaucoup augmenté pendant la crise sanitaire.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

En données brutes, le nombre cumulé d'entreprises créées au premier trimestre 2023 baisse légèrement par rapport à celui du premier trimestre 2022 (-0,4 %). Cette baisse est due au recul des créations d'entreprises individuelles classiques (-9,1 %) et à celui des sociétés (-3,3 %). En revanche, les créations d'entreprises individuelles sous le régime de micro-entrepreneur augmentent (+2,5 %).

Sur cette période, le secteur de l'enseignement, santé, action sociale est celui qui contribue le plus à la baisse (-4 000 créations par rapport au premier trimestre 2022, soit une contribution de -1,4 point). Au sein de ce secteur, la baisse est notamment due au recul des créations dans les « activités de santé humaine non classées ailleurs » (-2 700 créations au cours du premier trimestre 2023).



En mars 2023, le nombre total de créations d'entreprises, tous types d'entreprises confondus, augmente de nouveau sur un mois (+1,2 % après +2,0 % en février, en données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables). Cette hausse est due au rebond des créations d'entreprises classiques (+3,3 % après -0,1 %). Les immatriculations de micro-entrepreneurs sont stables après une hausse de 3,3 % en février. En données brutes, le nombre total d'entreprises créées sur les douze derniers mois (avril

2022 à mars 2023) augmente de 1,2 % par rapport à celui des mêmes mois un an plus tôt (avril 2021 à mars 2022). Les créations augmentent nettement dans le soutien aux entreprises (+2,6 % après +2,4 %), dans l'industrie (+8,5 % après +18,5 %), et dans l'enseignement, santé, action sociale (+2,9 % après -3,9 %). En revanche, elles baissent de nouveau dans les transports et entreposage (-6,2 % après -2,8 %). Les créations se replient dans l'information et communication (-4,2 % après +3,8 %).

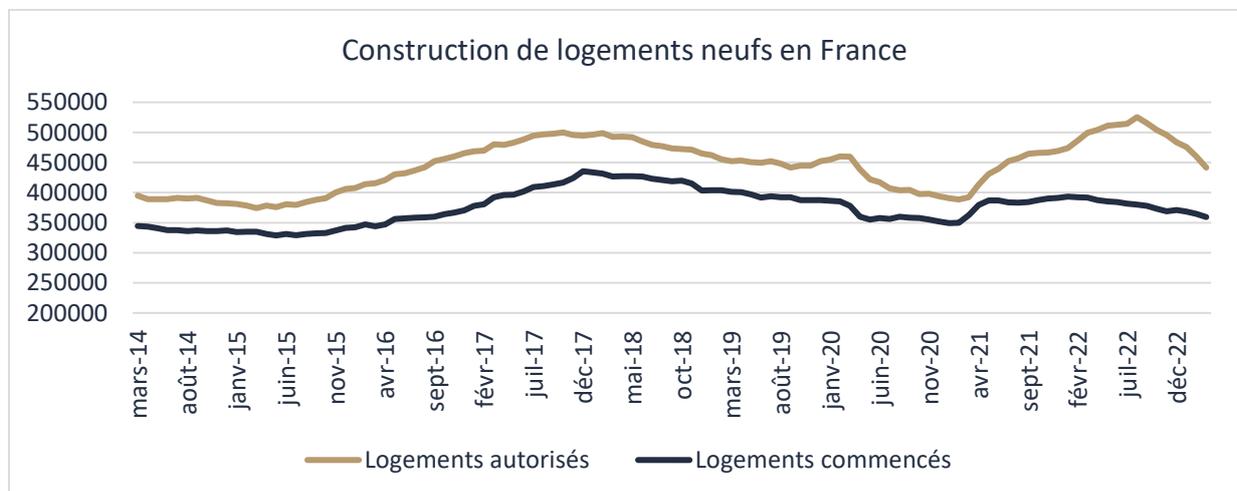
TROU D'AIR DANS LA CONSTRUCTION

En mars, les autorisations de logements se sont élevées à 31 700, en recul de 7 % par rapport à février. Elles restent en-dessous de leur niveau moyen des douze mois précédant le premier confinement (-18 %), en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO).

D'avril 2022 à mars 2023, le nombre de logements autorisés à la construction s'établit à 441 400 logements, soit

57 700 de moins qu'au cours des douze mois précédents (-11,5 %) et 4,1 % de moins qu'au cours des douze mois précédant la crise sanitaire (mars 2019 à février 2020).

En mars, le nombre de logements commencés s'établirait à 28 200, c'est-à-dire un niveau proche de celui estimé pour les six derniers mois, mais inférieur de 11 % à la moyenne des douze mois précédant la crise sanitaire.



Cercle de l'Épargne – données SDES, Sit@del2, estimations à fin mars 2023



LES STATISTIQUES ÉCONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2022	2 637	3 854	1 908	1 306	13 284
PIB par tête en 2021 En euros	38 494	45 919	32 091	27 313	38 449
Croissance du PIB 2022	+2,6 %	+1,9 %	+3,9 %	+5,5 %	+3,2 %
premier trimestre 2023	+0,2 %	+0,0 %	+0,5 %	+0,5 %	+0,1 %
Inflation En % - avril 2023	6,9	7,6	8,8	3,8	7,0-
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 (2022)* en %	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
Dépenses publiques En % du PIB 2022	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
Solde public En % du PIB 2022	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
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 % 2022	2,6	6,7	2,6	1,5	23,3
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut 2022	16,3	19,6	8,8	5,8	13,3

*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 – AVRIL 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	28 avril 2023	7 491,50
	Évolution en avril 2023	+5,69 %
	Évolution sur 12 mois	+15,11 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	28 avril 2023	15 922,38
	Évolution en avril 2023	+5,06 %
	Évolution sur 12 mois	+13,79 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	28 avril 2023	7 876,28
	Évolution en avril 2023	+0,93 %
	Évolution sur 12 mois	+5,35 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	28 avril 2023	4 359,31
	Évolution en avril 2023	+4,39 %
	Évolution sur 12 mois	+15,20 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	28 avril 2023	34 098,36
	Évolution en avril 2023	+5,05 %
	Évolution sur 12 mois	+0,34 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	28 avril 2023	12 226,58
	Évolution en avril 2023	+4,06 %
	Évolution sur 12 mois	-5,28 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	28 avril 2023	4 169,58
	Évolution en avril 2023	+4,74 %
	Évolution sur 12 mois	-2,99 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	28 avril 2023	28 856,44
	Évolution en avril 2023	+4,86 %
	Évolution sur 12 mois	+7,48 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	28 avril 2023	3 323,27
	Évolution en avril 2023	+2,40 %
	Évolution sur 12 mois	+11,69 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	28 avril 2023	1.1032
	Évolution en avril 2023	+1,79 %
	Évolution sur 12 mois	+5,12 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	28 avril 2023	1 993,00
	Évolution en avril 2023	+0,94 %
	Évolution sur 12 mois	+5,06 %
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	28 avril 2023	79,57
	Évolution en avril 2023	+0,71 %
	Évolution sur 12 mois	-26,12 %



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Cette lettre mensuelle est réalisée pour Thomas Vendôme Investment (TVI) par la société Lorello Eco Data (© Philippe Crevel – Sarah Le Gouez – 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