

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</b> .....	2
<b>« Économie et environnement marchent de pair »</b> .....	2
<b>HORIZON FRANCE</b> .....	4
<i>Economie française, au-delà des faiblesses, des atouts à valoriser</i> .....	4
<i>La croissance, une ardente obligation</i> .....	8
<b>HORIZON EXTÉRIEUR</b> .....	10
<i>L'Allemagne, le pays aux deux visages</i> .....	10
<i>Chine, la dernière marche est la plus haute</i> .....	12
<i>Chine, la dernière marche sera la plus dure</i> .....	<i>Erreur ! Signet non défini.</i>
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	14
<i>Les actionnaires sont-ils trop payés ?</i> .....	14
<i>Les banques sous surveillance</i> .....	16
<i>La monnaie a-t-elle un avenir ?</i> .....	18
<b>HORIZON LOINTAIN</b> .....	21
<i>Faut-il avoir peur de Chatgpt ?</i> .....	21
<i>La Chine est-ce déjà finie ?</i> .....	23
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	25
<i>La France, le mauvais élève de l'Europe pour la dette publique</i> .....	25
<i>L'emploi plus fort que la croissance</i> .....	26
<i>Les statistiques économiques</i> .....	28
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i> .....	29



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

### « ÉCONOMIE ET ENVIRONNEMENT MARCHENT DE PAIR »



Le réchauffement climatique s'impose à nous. Il constitue une menace pour de nombreuses espèces et en premier lieu, l'être humain. La remontée des eaux met en dangers des centaines de millions de personnes et l'augmentation des températures ainsi que le manque d'eau pourraient réduire les rendements de nombreuses productions agricoles.

Face à ce constat globalement admis, les réponses à apporter divergent, l'émotion l'emportant souvent sur la raison. Pour réduire les émissions des gaz à effet de serre, la décroissance est avancée. Il est demandé de revoir de fond en comble nos modes de vie. La liste des biens et prestations à supprimer n'en finit pas de s'allonger pour les tenants de cette doctrine, des voyages en avion aux voitures, en passant par le plastique ou la viande. Une vie de repentance s'ouvre à nous pour expier nos péchés passés. Les thuriféraires de cette thèse veulent avant tout se venger de leur défaite passée dans leur lutte sans fin contre le capitalisme. L'environnement leur offre ainsi l'espoir d'un nouveau grand soir. Ils s'en prennent aux riches ou aux pseudos riches en rêvant de leur confisquer leurs biens. Ils entendent accroître les impôts qui atteignent déjà des niveaux records dans notre pays. Ils pourchassent de leur vindicte les entreprises accusées de

polluer la planète même quand elles sont investies dans la décarbonation des activités. Ils s'opposent à la création de réserves d'eau pour l'agriculture, réserves pourtant indispensables au maintien d'une agriculture et d'une industrie agroalimentaire performantes en France. Toujours dans ce même esprit, ils demandent aux éleveurs de diminuer leur cheptel. Ils peuvent se battre contre l'installation de panneaux solaires accusés d'artificialiser les sols. Par leurs positions idéologiques, ils contribuent à accentuer les fractures des pays occidentaux. Surtout, ils n'apportent aucune réponse concrète au problème posé.

La transition énergétique exigera, au niveau mondial, des milliers de milliards d'euros en investissement. Pour réaliser la transition énergétique en France, la Commission Pisani-Ferry a évalué les besoins à 66 milliards d'euros par an. Pour réussir cette dernière, il faut sortir de l'écologie punitive pour adopter une écologie positive.

Nous avons besoin de croissance et non de décroissance pour diminuer drastiquement les émissions de gaz à effet de serre. Sans croissance, il nous sera impossible de financer notre protection sociale et en premier lieu les dépenses de retraite. Sans croissance, les tensions sociales ne peuvent que s'accroître avec à la clef une augmentation de la pauvreté. La création de richesses et les gains de



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

productivité doivent être mis au service de l'impératif environnemental.

L'épargne qui en France, et c'est une chance, est abondante, doit être orientée vers des investissements compatibles avec le développement durable. Au lieu de jouer sur l'attrition, il faut parier sur le développement de l'activité économique. La France dispose d'atouts, d'avantages comparatifs qui doivent être mieux valorisés. En lieu et place d'entraver l'agriculture, il faut, au contraire, favoriser sa croissance afin de pouvoir nourrir une population mondiale qui continue de s'accroître. Il est environnementalement plus logique de produire des céréales et d'élever des

animaux en France qu'au milieu du désert en Arabie Saoudite. Au lieu de dénigrer la science et le progrès, il serait bien plus efficace de favoriser la recherche et l'innovation afin de trouver des solutions viables pour décarboner nos activités. Économie et environnement doivent marcher de pair. Il ne peut pas y avoir de croissance sans une gestion pérenne des ressources rares mais il ne saurait exister de protection réelle et durable de l'environnement sans une économie prospère.

*Jean-Pierre Thomas*

*Président de Thomas Vendôme Investment*



## HORIZON FRANCE

### ÉCONOMIE FRANÇAISE, AU-DELÀ DES FAIBLESSES, DES ATOUTS À VALORISER

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 taux d'emploi faible, 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 des postes. La baisse de la productivité est plus forte en France que dans les autres pays de l'Union

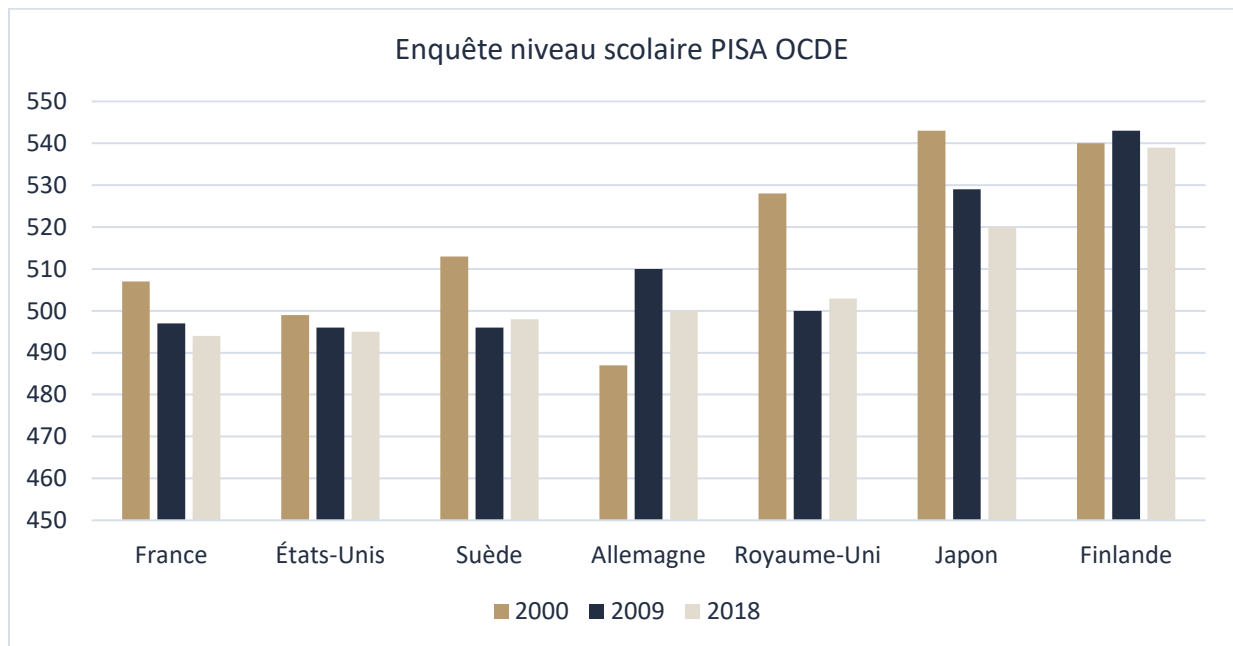


européenne, à l'exception de l'Espagne. La forte désindustrialisation de la France accentue ce phénomène. L'économie de la France repose de plus en plus sur les services dits domestiques.

### 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

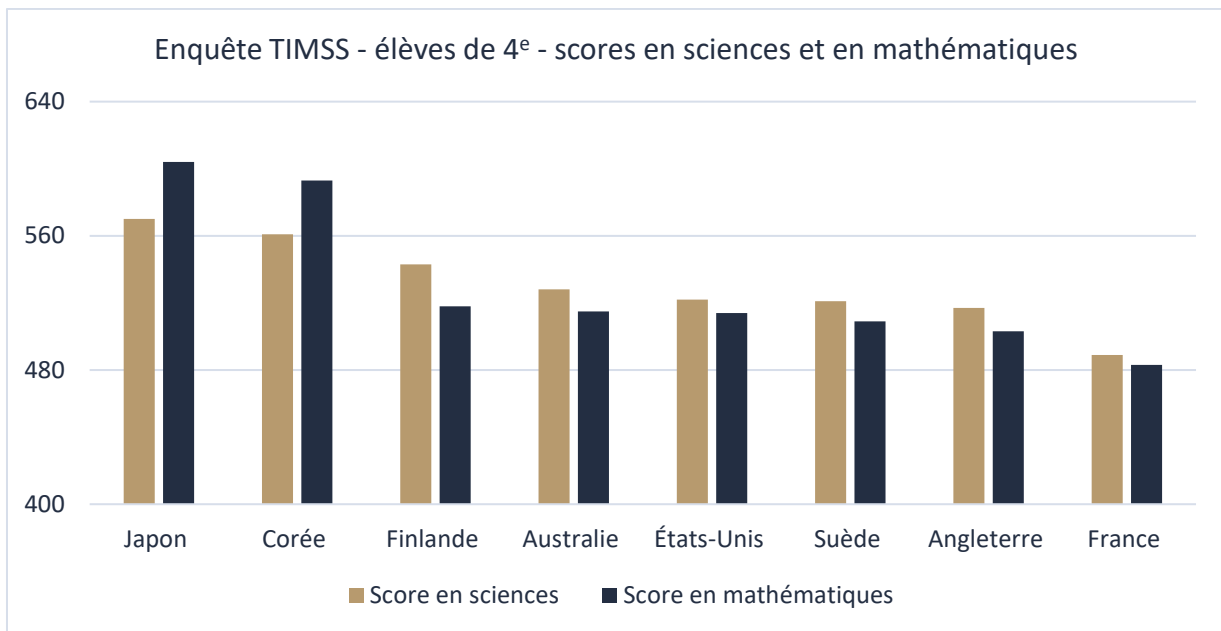
21<sup>e</sup> rang, loin derrière le Japon, la Finlande, les Pays-Bas ou la Suède. L'Allemagne se situe au 14<sup>e</sup> rang. Ces faibles compétences des actifs, sont en partie due au faible niveau des élèves. L'enquête PISA de l'OCDE (sur les compétences scientifiques et littéraires des enfants) 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<sup>e</sup>, 8<sup>e</sup> 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 reculs 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. 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. La France est le 5<sup>e</sup> producteur

d'automobiles d'Europe, loin derrière l'Allemagne, l'Italie ou l'Espagne.

### 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 Recherche-Développement 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 faire oublier les atouts dont dispose l'économie française. Plusieurs inflexions sont en cours permettant 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.



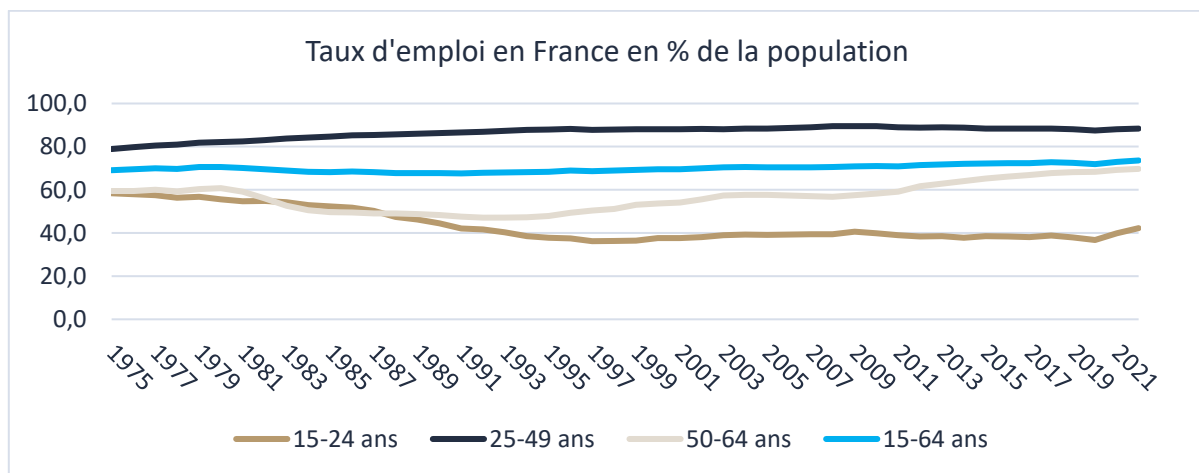


## LA CROISSANCE, UNE ARDENTE OBLIGATION

La France se doit de retrouver un rythme correct de croissance faute de quoi la question de la soutenabilité de la dette publique pourrait se poser assez rapidement. Plusieurs institutions françaises ou internationales doutent de la possibilité de respecter le programme de stabilité 2023/2027. Le gouvernement français a fait l'hypothèse d'une croissance potentielle égale à 1,35 % par an de 2023 à 2027. La croissance effective passerait de 1 % en 2023 à 1,8 % en 2026. Cette croissance est supérieure à la croissance potentielle, ce qui suppose, durant la période, la poursuite du processus de baisse du chômage. Celui-ci est passé de 10 % à moins de 7 % de 2015 à 2023. Plusieurs instituts de conjoncture craignent une légère remontée dans les prochains mois du fait du ralentissement de l'activité constaté depuis le milieu de l'année 2022. La croissance prévue par les gouvernements est nettement supérieure à celle constatée depuis le début des années 2000 (1,1 % en moyenne par an). Entre 2008 et 2023, la croissance moyenne n'a été que de 0,9 %. La

croissance est en nette décélération ; elle était de 1,89 % par an en moyenne entre 2002 et 2007. La crise des subprimes et celle des dettes publiques ont constitué une réelle rupture.

Pour atteindre son objectif de croissance, le gouvernement compte sur une amélioration substantielle du taux d'emploi, cette amélioration étant rendue possible par la mise en place de plusieurs réformes : service public de l'emploi, RSA, retraites, lycées professionnels, apprentissage, etc. Ces réformes sont censées permettre amplifier le mouvement de repli du chômage constaté depuis 2016. La loi sur le travail, la loi Macron, et les mesures en faveur de l'apprentissage ont sans nul doute contribué à une amélioration du taux d'emploi qui est à son plus haut niveau (73 % en 2022 selon l'INSEE). Le nombre d'apprentis est passé en France de 400 000 à plus de 850 000 de 2016 à 2022. La prévision gouvernementale est une croissance de l'emploi en moyenne de 1,1 % par an de 2023 à 2027.



Cercle de l'Épargne – données INSEE





La croissance française est pour le moment pénalisée par une décline de la productivité du travail. Celle-ci est inférieure de 3 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 par rapport à son niveau moyen de 2019. Elle est ainsi revenue à son niveau de 2015. En 13 ans, elle n'a progressé que de 4,5 % soit bien moins qu'aux États-Unis ou qu'en Allemagne. La productivité globale des facteurs est également plus basse de 3 % par rapport au début de 2019.

Pour le moment, cette baisse de la productivité génère des emplois, les dirigeants d'entreprises tendant à la compenser de la sorte. Ils acceptent de rogner sur leurs marges pour maintenir leur production qui est étale depuis un an. Cette situation ne peut qu'amener une stagnation de la croissance.

Les créations d'emploi sont à faible valeur ajoutée. C'est en effet le taux de chômage des actifs les moins qualifiés qui a baissé, passant de 17 % en 2017 à 11 % au début de 2023, tandis que le taux de chômage des actifs les plus qualifiés est passé de 5¾ % en 2015 à 4¼ % en 2023. Si cela constitue une bonne nouvelle pour les personnes à faible qualification, cela témoigne de la spécialisation de l'économie française dans les secteurs de services dits

domestiques à faibles gains de productivité.

Après un regain constaté à la suite des confinements, l'investissement des entreprises enregistre une croissance assez faible ne permettant pas de compenser le retard accumulé durant les années 2008/2016. Or, l'investissement est un moteur clef de la croissance. Le stock de capital hors logement a augmenté de 2 % en 2022, loin des 4 % de 2002. Les dépenses de recherche & développement sont en légère augmentation depuis deux ans mais restent inférieures de près de deux points de PIB à celles des États-Unis et d'un point de celles de l'Allemagne.

La croissance française tend vers 1 %, voire en-dessous du fait de la baisse de la productivité et de la faiblesse de l'investissement. Les pénuries de main-d'œuvre avec les départs massifs à la retraite pourraient en outre peser sur la rentabilité des entreprises voire sur leurs capacités de production. Le relèvement du niveau de formation des actifs et l'obtention de gains de productivité grâce à une reprise de l'investissement permettraient de contrecarrer le mouvement d'affaiblissement de la croissance.



## HORIZON EXTÉRIEUR

### L'ALLEMAGNE, LE PAYS AUX DEUX VISAGES

Lors d'une réunion publique, à l'est du pays, le Chancelier Olaf Scholz, s'est fait apostropher par un de ses concitoyens qui considérait que l'Allemagne est un vassal des États-Unis. En réponse, le Chancelier a indiqué, de manière politique, qu'actuellement le problème vient de l'est et de non de l'ouest. Il a conclu que « *l'Allemagne n'obéissait aux ordres de personne* ». Trente-trois ans après la fin de la guerre froide, le dirigeant du pays le plus puissant d'Europe a encore besoin rappeler que l'Allemagne est indépendante.

Dans les cinq Länder de l'est qui ont rejoint l'Allemagne fédérale en 1990, malgré des centaines de milliards d'euros d'investissement, de nombreux habitants estiment que l'Allemagne est alignée sur les États-Unis et mène un combat qui n'est pas le sien contre la Russie. Les 20 % des Allemands vivant dans ces Länder ne réagissent pas comme les Polonais, les Tchèques ou les Roumains. Si la moitié des Allemands de l'ouest estiment que les États-Unis sont un « partenaire fiable » et que l'Allemagne devrait accroître son aide militaire à l'Ukraine, près des trois quarts des Allemands de l'est pensent le contraire. Une enquête sur les attitudes à l'égard de la Russie en 2020 a montré un écart similaire. Les Allemands de l'est étaient beaucoup plus nombreux à considérer que Vladimir Poutine était un président efficace. Ils étaient aussi moins nombreux à voir en lui un danger pour l'Europe. Ils pensent

majoritairement que la propagande occidentale s'en prend à la Russie pour des intérêts économiques. Les anciens officiers de l'armée et du renseignement d'Allemagne de l'est, formés par les Soviétiques et dont le prestige s'est effondré après l'unification, sont d'importants relais anti-américains et anti-européens. Ils inondent les réseaux de messages accusant l'OTAN d'avoir provoqué la Russie et les compagnies pétrolières américaines de profiter de la guerre aux dépens de l'Allemagne. Ces opposants aux États-Unis nourrissent les rangs du parti d'extrême droite, l'Alternative für Deutschland (AFD). Ce dernier est devenu en 2023 le parti le plus populaire à l'est (hors Berlin). 26 % d'Ossis voteraient pour l'AFD lors d'une élection nationale et 9 % pour le parti d'extrême gauche, Die Linke. À l'ouest, ces deux partis ont deux fois moins de supporters.

Si peu d'Ossis souhaitent revenir aux temps du Pacte de Varsovie, ils sont nombreux à considérer qu'ils sont les délaissés de l'Allemagne. Les Länder de l'est ont nettement plus âgés que le reste du pays. Ils ont connu une émigration forte au point de créer des villes fantômes disposant de peu d'activités économiques. Les Allemands de l'est restent sous-représentés dans tous les postes à forte valeur ajoutée. Une méfiance à leur égard persiste. Il n'y a pas de généraux Ossis dans l'armée allemande. Ils représentent bien moins de 5 % des juges fédéraux ou des PDG



des 100 plus grandes entreprises allemandes. Une étude de 2022 suggère qu'ils occupent une minorité de postes de direction même à l'est.

Ce retard persistant est en partie le résultat de handicaps évidents. L'unification a à peine touché la plupart des Wessis, mais elle a fait basculer l'est, note Katja Hoyer, une universitaire née en Allemagne de l'est, dans une nouvelle histoire de l'État communiste, "Au-delà du mur". Cela ressemblait moins à une fusion qu'à une prise de contrôle brutale, dans laquelle les « nouveaux États » sont tombés sans aucun capital propre, peu d'actifs commercialisables et de mauvaises compétences.

Sans surprise, un quart des Ossis âgés de 18 à 30 ans, souvent les plus qualifiés ou les plus ambitieux, ont déménagé vers l'ouest. Environ 3 millions de personnes en provenance de l'Ouest se sont déplacés dans l'autre sens, mais en grande partie dans les grandes villes, laissant les zones rurales désolées. Les nouveaux arrivants se sont emparés de propriétés de choix, poussant les autochtones vers des franges urbaines moins chères. En mars, un plébiscite local sur des mesures environnementales plus strictes à Berlin, la capitale allemande autrefois divisée, a révélé une nouvelle fracture : les quartiers centraux gentrifiés ont voté

massivement en faveur de ces mesures, tandis que parmi les mornes lotissements de banlieue de Marzahn-Hellersdorf, un bastion de l'AFD, les trois-quarts ont voté contre.

Pourtant, ce qui dérange les orientaux, dit M. Oschmann, c'est moins l'économie que les mentalités. Dans la mesure où ils s'en soucient, les Allemands de l'ouest voient l'est comme "*un lieu de maladie, de déséquilibre, de gémissements bruyants*", dit-il. L'ancienne Allemagne de l'est a peut-être en fait bénéficié de meilleures garderies pour les enfants, de moins de frictions de classe et d'une plus grande égalité pour les femmes, mais dire cela invite à ignorer le côté brutal du régime communiste. La culture populaire a tendance à dépeindre l'Allemagne de l'est comme une chambre des horreurs ou un parc à thème à la mode épouvantable.

Les deux parties de l'Allemagne convergent en fait lentement. L'écart de revenus, en particulier, se réduit, aidé par les gros investissements d'entreprises telles qu'Infineon, Intel et Tesla. Mais comme le révèlent des secousses telles que la guerre en Ukraine, les fissures sous-jacentes de la société allemande pourraient mettre encore une génération à se refermer.



## CHINE, LA DERNIÈRE MARCHÉ EST LA PLUS HAUTE

Au début de l'année, la Chine a mis fin à sa politique du « zéro-covid » permettant un rebond économique mais celui-ci s'est vite estompé. Sa population active diminue et la crise immobilière continue de peser sur la croissance. Le durcissement du régime avec une surveillance accrue de la population et de ses milliardaires conduit à une dégradation du climat des affaires. Le Parti communiste privilégie désormais la sécurité à la prospérité, la grandeur à la croissance, une solide autonomie à l'interdépendance. Il renoue avec la tradition du repli sur soi qui a conduit la Chine, à partir du XV<sup>e</sup> siècle, au déclin. La montée des tensions avec les États-Unis remet en cause un des principaux axes de développement de la Chine ces quarante dernières années, à savoir le commerce avec l'Occident. Les investisseurs internationaux commencent à s'inquiéter l'évolution de la Chine et privilégient d'autres pays d'Asie du Sud-Est comme le Vietnam, les Philippines ou la Thaïlande. La Chine pourrait ne pas être en capacité de dépasser, comme prévu, les États-Unis, et de se hisser à la première place mondiale d'ici 2029.

Deux spécialistes américains en géopolitique, Hal Brands et Michael Beckley, estiment que la Chine serait en train d'atteindre son sommet. La malédiction « Iznogoud » frapperait ce pays après avoir touché dans les années 1990 le Japon. En 2011, Goldman Sachs prévoyait que le PIB de la Chine dépasserait celui des États-Unis en 2026 et le dépasserait de plus de 50 % d'ici le milieu du siècle. À la fin de l'année

dernière, la banque a revu ses calculs : l'économie chinoise ne dépasserait pas celle des États-Unis avant 2035 et, à son apogée, elle ne sera que de 14 % plus riche que ces derniers. Capital Economics, un cabinet d'études économiques, prévoit que l'économie chinoise ne sera jamais numéro un. Elle atteindrait un pic à 90 % de la taille des États-Unis en 2035, avant de perdre du terrain.

La Chine est confrontée à une diminution de sa population active qui mine sa croissance. La population chinoise compte 4,5 fois plus de personnes âgées de 15 à 64 ans que les États-Unis. D'ici le milieu du siècle, il n'en comptera que 3,4 fois plus, selon les prévisions "médianes" de l'ONU. D'ici la fin du siècle, ce ratio tombera à 1,7. Comme en Occident, les autorités chinoises devront inciter les seniors à rester en activité afin de ralentir la décroissance de la population active. Le deuxième problème de la Chine provient du ralentissement des gains de productivité. En 2011, Goldman Sachs pensait que la productivité du travail augmenterait d'environ 4,8 % par an en moyenne au cours des 20 prochaines années. La banque a revu à la baisse ses prévisions en retenant un taux de 3 %. Cette baisse des gains de productivité s'explique par la tertiarisation de l'économie chinoise. Plus la population vieillit, plus les services à la personne se développent or, ceux-ci génèrent de faibles gains de productivité. Ces dernières années, la Chine a surinvesti dans des équipements sans se préoccuper de leur rentabilité, ce qui



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

nuit à la productivité. Le contrôle de plus en plus pointilleux du Parti communiste sur les collectivités locales et les entreprises privées nuit à l'innovation. Les embargos des États-Unis sur les produits de haute technologie ralentissent également la productivité en Chine. Les conséquences des mesures américaines seraient de deux points de PIB d'ici 2030. Si les autres pays de l'OCDE suivaient les États-Unis, la perte pourrait atteindre 8 points de PIB. Cette perte de croissance pourrait être atténuée si la Chine arrivait à imposer sa monnaie comme monnaie de réserve ce qui est loin d'être le cas

actuellement. 60 % des réserves de change sont en dollars contre moins de 5 % pour le RMB.

Si la Chine n'arrive pas sur la première marche d'ici 2049, pour le centenaire de la prise de pouvoir des communistes, elle sera proche des États-Unis en termes de PIB. Elle affirmera son rôle de grande puissance non seulement économique mais aussi militaire. L'Empire du Milieu sera-t-il tenté, pour compenser son éventuel déclin économique, de se lancer dans un aventurisme militaire qui passerait par la prise de Taïwan ?



## HORIZON FINANCE

### LES ACTIONNAIRES SONT-ILS TROP PAYÉS ?

La rémunération des actionnaires qui comprend les dividendes et les rachats d'actions, est souvent jugée excessive. Elle nuit à la progression des salaires ou des investissements. Plusieurs facteurs contribuent à l'amélioration des revenus des actionnaires : la faiblesse de la concurrence, les ruptures technologiques, la déformation du partage de la valeur ajoutée, la baisse de l'investissement, etc.

La rémunération totale des actionnaires atteint 6 % du PIB aux États-Unis en 2023, soit deux points de plus que la moyenne de longue période (2002/2022). Pour la zone euro, la rémunération totale des actionnaires s'élevait à 5 points de PIB, contre 4 points entre 2009 et 2018 et 6 points entre 1995 et 2009. La tendance est donc à la hausse de la rémunération des actionnaires rapportée au PIB aux États-Unis quand elle est stable voire en baisse en Europe.

Le ratio de la rémunération totale des actionnaires par rapport à la capitalisation boursière tend à s'éroder aux États-Unis. Ce ratio était de 10 entre 1995 et 2007 avant de revenir à 6 entre 2010 et 2019. Il a baissé avec la crise sanitaire. Pour la zone euro, de 1995 à 2019, ce ratio a diminué. Il est revenu d'une moyenne de 10 % entre 1997 et 2007 et de 7 % entre 2010 et 2019. Il remonte légèrement depuis deux ans. Aux États-Unis, ce ratio était supérieur au taux d'intérêt à 10 ans des

emprunts publics de deux à quatre points entre 2001 et 2019. En 2023, en revanche, le rendement des obligations fait jeu égal avec celui des actions. Pour la zone euro, le rendement des actions est de deux à cinq points au-dessus de celui des obligations. En 2023, malgré la hausse des taux d'intérêt, l'écart demeure en faveur des premières à hauteur de deux points.

En prenant le cumul des dividendes et des plus-values en cas de rachat comme mode de calcul pour déterminer la rémunération des actionnaires, les écarts sont beaucoup plus fluctuants avec le rendement des obligations. La succession des crises qui affectent les cours boursiers explique ces fluctuations.

Depuis le début de la crise financière, les faibles taux d'intérêt ont incité les investisseurs à privilégier les actions provoquant une hausse de leur cours. Les politiques de rachat d'actions menées par les grandes entreprises, en particulier américaines, ont accentué ce phénomène.

La préférence donnée aux actionnaires se traduit également dans le partage de la valeur ajoutée et des gains de productivité. Aux États-Unis, de 1995 à 2022, la productivité par tête a progressé de 70 % quand les salaires réels n'ont enregistré qu'une augmentation de 20 %. En zone euro, l'écart est bien plus faible, la



productivité augmentant, sur cette même période, de 18 % et les salaires réels de 13 %.

Aux États-Unis, le partage des revenus est plus favorable aux entreprises, ce qui est cohérent avec la hausse de la rémunération des actionnaires rapportée au PIB. Ce phénomène est bien moindre en zone euro. Afin d'améliorer les revenus des actionnaires, les entreprises ont pu être amenées à réduire leurs investissements. Aux États-Unis, le taux d'investissement des entreprises brut et net est en baisse quand il est stable en zone euro sur la période 1995/2022. Les entreprises ont préféré verser des dividendes élevés à leurs actionnaires. Ce choix n'est pas obligatoirement irrationnel. Si les entreprises jugent ne pas avoir de projets rentables à développer, elles laissent le soin à leurs actionnaires d'investir dans d'autres entreprises qui pourraient en avoir.

L'augmentation de la rémunération des actionnaires peut également trouver son origine dans l'insuffisance de la

concurrence. La multiplication des oligopoles ou des situations de monopole de fait génère des rentes débouchant sur une mauvaise allocation des ressources. Aux États-Unis, les taux de marge augmentent constamment. Les indicateurs mesurant la concentration des marchés indiquent une réduction marquée de la concurrence. Le secteur de la haute technologie est marqué par des positions monopolistiques favorisant l'essor de bénéfices élevés. En zone euro, ce phénomène est moins présent. Des secteurs importants comme celui des transports ou de la distribution peuvent connaître une organisation en oligopoles favorisant également l'émergence de positions de rente.

La déformation de la répartition des revenus entre actionnaires et salariés concerne avant tout les États-Unis. Le développement rapide du secteur des technologies de l'information et la forte flexibilité salariale ont contribué à cette évolution. En zone euro, les actionnaires n'ont que marginalement amélioré leur situation.





## LES BANQUES SOUS SURVEILLANCE

Jusqu'en au XIX<sup>e</sup> siècle, les banques réglaient les fins de mois des États impécunieux. Celle des Médicis de Florence a ainsi joué le rôle de prêteur en dernier ressort des Rois et des Empereurs. Aujourd'hui, les banques ont parfois besoin des États pour éviter le dépôt de bilan. Leur fragilité a été souligné avec acuité lors de la crise des subprimes en 2007/2009. La non-intervention de l'État fédéral américain pour sauver Lehman Brothers a failli déboucher sur une implosion généralisée de la sphère financière. Afin d'éviter la réédition d'une telle crise, les États ont renforcé leur pouvoir de contrôle sur les établissements financiers. Aux États-Unis, le régulateur, la Federal Deposit Insurance Corporation, un régulateur américain, a imposé aux banques américaines le sauvetage de la Silicon Valley Bank (svb) et de la Signature Bank pour un coût global dépassant 16 milliards de dollars. Elles seront également appelées à couvrir les pertes de la First Republic. Aux États-Unis, en Grande-Bretagne et en Europe, les responsables politiques s'interrogent sur la nécessité d'augmenter le niveau de protection des dépôts bancaires. Les pouvoirs publics, dans le cadre de la régulation, s'immisce de plus en plus dans la gestion des établissements financiers. Les périodes de crise sont propices à l'interventionnisme étatique. Compte tenu de la fréquence de plus en plus rapide des crises, ce dernier ne peut que s'accroître.

La protection des déposants des banques a commencé après la grande crise de 1929 qui avait provoqué la

faillite de plusieurs d'entre elles. Cette protection n'allait pas de soi. Le Président Franklin Roosevelt qui est souvent crédité de l'avoir inventée s'y était, dans les faits, opposé estimant que son introduction encouragerait une forme de laxisme et une prise de risques inconsidérés de la part des établissements financiers qui en bénéficieraient. Elle fut néanmoins instaurée en 1934 aux États-Unis. Cette garantie s'est diffusée au sein des pays de l'OCDE. Au sein de la zone euro, après la crise des dettes publiques entre 2010 et 2012, la Banque centrale européenne, de concert avec les États membres, a fixé le niveau de la garantie à 100 000 euros par déposant et par banque. De plus en plus, l'idée d'une couverture totale des dépôts se diffuse. Aux États-Unis, le régulateur a décidé que l'ensemble de la place financière se devait de protéger les déposants des banques en difficulté. Il n'a fait que reprendre les déclarations du Président, du secrétaire au Trésor ou le Président de la Réserve fédérale. Face à un problème de solvabilité lié à des retraits massifs de la part des clients, la FED a, dans le cadre de son « programme de financement à terme bancaire », accepté le principe d'une valorisation des titres à long terme au pair même quand sur le marché ils subissent une décote. La volonté des pouvoirs publics de sauver quoi qu'il en coûte les établissements financiers pour éviter tout effet domino a pour corollaire une surveillance accrue de la gestion des actifs et sur le montant des fonds propres. Aux États-Unis, la faillite de Fannie Mae et Freddie Mac lors de la crise financière de 2007/2009 a conduit à une surveillance accrue des



pratiques bancaires et des fonds propres. Après les problèmes rencontrés par plusieurs banques californiennes, le régulateur américain envisage de durcir les règles sur le risque de taux d'intérêt. La réglementation actuelle permet aux banques de compter la valeur nominale des obligations d'État de toute durée comme des liquidités de première qualité (c'est-à-dire des fonds accessibles en cas de crise). En revanche, quand les taux montent, la valeur des obligations baissent. Les États demandent aux banques comme aux assureurs de détenir de forte quantité de ces actifs réputés sûrs ce qui expose évidemment les secondes au risque de taux de manière importante. Aux États-Unis, depuis 1933 et le Plan dit de Chicago, les banques sont censées détenir des quantités importantes de liquidités. Il en est de même en zone euro. Mais, ces réserves peuvent s'avérer insuffisantes en cas de « bank run ». Aux États-Unis, pour s'en prémunir, certains recourent à des fonds du marché monétaire qui ont accès à la facilité de prise en pension de la Réserve fédérale. Les Américains peuvent, ainsi, placer des liquidités dans ces fonds qui, à leur tour, les placent directement auprès de la Fed, contournant alors complètement le système bancaire. En Europe, les épargnants peuvent également placer leurs liquidités dans des OPC monétaires. Ces dernières avaient connu un vif succès dans les années 1980 du fait d'un rendement élevé et d'une fiscalité attractive.

Les fonds du marché monétaire ont reçu quelques 435 milliards de dollars d'entrées depuis la faillite de svb, un flux

de trésorerie qui contribue à déstabiliser les banques. Le système pourrait également devenir plus étroit si la Fed ou d'autres banques centrales importantes lançaient des monnaies numériques de banque centrale, qui fonctionnent comme des alternatives aux comptes bancaires.

Le développement d'un système de financement sans l'intervention des banques commerciales ne serait pas sans générer de nouveaux problèmes. Ces dernières jouent un rôle clef dans la transformation des dépôts en ressources longues. Elles sont parties prenantes dans la mutualisation des risques. Elles garantissent tout à la fois la liquidité, la sécurité et le rendement des placements. Les banques sont à la base de l'investissement qui est le moteur de la destruction créatrice chère à Schumpeter.

Le contrôle étatique de la sphère bancaire augmente en Occident. Il est total au sein de nombreux pays émergents. En Chine et au Vietnam, les volumes de crédit sont décidés par les pouvoirs publics. Les plus grandes banques sont détenues majoritairement par l'État qui est responsable dans les faits de la politique monétaire. Comme aux États-Unis, les autorités chinoises n'hésitent pas à secourir des établissements en difficulté. Le développement du shadow banking en Chine via des structures dépendant des collectivités locales constitue une réelle menace pour l'équilibre du système financier. En voulant sauver ce dernier, les autorités créent de nouveaux dangers.



## LA MONNAIE A-T-ELLE UN AVENIR ?

Du troc aux monnaies digitales, les moyens de paiement ont fortement évolué au fil des siècles, expression et moteurs du progrès des techniques. Certains rêvent de s'affranchir des monnaies officielles au profit des cryptomonnaies, d'autres espèrent mettre un terme au dollar et à la toute-puissance des États-Unis. Dans le domaine sensible des monnaies, les notions de confiance et d'efficacité prédominent.

L'économiste Stuart Mill écrivait, au XIX<sup>e</sup> siècle que « *la monnaie est un instrument qui permet de faire vite et commodément ce que l'on pourrait faire sans lui moins vite et moins commodément* ». Le recours à une monnaie pour faciliter les échanges date de plus de 3 000 ans. Les premières devises sont souvent issues des unités de poids. Les premières pièces de monnaie métallique auraient vu le jour dans le Royaume de Lydie où régna le fameux Crésus. Les Chinois ont émis les premiers billets voici plus de 2 000 ans. Dès 2300 avant Jésus-Christ, des écritures comptables sont réalisées pour gérer dettes et créances en se fondant sur la comparaison de la valeur des biens produits et échangés en prenant comme référence des valeurs étalons admis de tous. En Égypte, avant même la circulation de la monnaie fiduciaire, des unités de compte sont utilisées couramment comme le Sha et ou le Quite par les scribes. Dès l'Antiquité, la notion de confiance est associée à celle de monnaie ou d'unité de compte. Ainsi, « crédit » provient du latin « credere », croire, avoir confiance et « fiduciaire »

du latin « fiducia », la confiance. La monnaie est une unité de compte qui permet de mesurer et de comparer des biens et des services hétérogènes. Elle offre la possibilité d'effectuer des comparaisons dans le temps et en des lieux différents. La monnaie est un facilitateur d'échanges en permettant le règlement facile des achats. Elle remplace le troc qui est une relation bilatérale complexe. La monnaie fluidifie les échanges. Les agents économiques doivent de ce fait avoir confiance en elle. Elle doit être facilement transférable et difficile à contrefaire.

La monnaie joue un rôle d'arbitrage. Elle offre la possibilité de créer une grille générale des valeurs et est donc indispensable au fonctionnement du système de prix. Sans elle, il serait impossible d'avoir une vision complète des prix et des coûts dans une économie mondialisée comptant un nombre très important de biens et de services. Tout calcul économique serait impossible si le troc était resté la règle. Le nombre d'échanges aujourd'hui se compte, en effet, en dizaines de milliards chaque année.

La monnaie est un instrument de réserve. Pour reprendre Keynes, elle sert à faire « *le lien entre le passé et le présent et l'avenir* ». L'actif monétaire permet de reporter un achat ou le règlement de ce dernier et d'épargner en vue d'une consommation. La monnaie dispose d'un pouvoir bien supérieur à celui du troc. Certes, si avec la sophistication croissante de l'économie, le troc est devenu marginal,



son esprit a pesé et pèse encore sur les échanges internationaux à travers notamment le principe de l'équilibre des balances des paiements des États et des systèmes de compensation. Des importateurs d'un État peuvent avoir besoin d'acquérir des devises étrangères pour réaliser leurs achats si les exportateurs n'acceptent pas leur monnaie. Cela suppose qu'ils puissent accéder à ces devises étrangères auprès de leurs établissements financiers qui devront en acquérir sur les marchés ou auprès de la banque centrale du pays importateur. In fine, des ventes d'actifs financiers ou physiques peuvent être nécessaires pour solder un déficit. Si les échanges sont réglés dans la monnaie du pays importateur (exemple les États-Unis) ou si une monnaie joue le rôle d'étalon international (le dollar), il en résulte la constitution de réserves de change qui peuvent être placées ou le cas échéant converties en or si le système monétaire le permet.

Dans les prochaines années, les États ne seront plus disposés à abandonner leur droit de seigneurage au profit de structures privées. La monnaie demeure l'expression de la puissance publique aux côtés de la police ou de l'armée. C'est un outil de contrôle et de coercition sur un territoire donné. La monnaie, comme l'ont prouvé les dernières crises, permet de financer des déficits. La base monétaire est passée de 1 000 à 9 000 milliards de dollars aux États-Unis de 2002 à 2022 et de 800 à 6 000 milliards d'euros en zone euro. Perdre ce pouvoir affaiblirait les États. Les banques centrales feront tout pour limiter la montée en puissance de

monnaies privées. Elles ont ainsi bloqué le projet Libra de Facebook.

Le passage à un système de monnaies digitales de banque centrale avec une gestion sur la blockchain évoqué ces dernières années n'est pas en soi une évidence. Il réduirait les dépôts bancaires et pourraient entraver le crédit. Il supprimerait le rôle d'intermédiation joué par les banques. Pour éviter une contraction du crédit, les banques centrales devraient prêter aux banques l'argent collecté sous la forme de monnaie digitale de banque centrale. Le système pourrait se révéler bien moins fluide qu'aujourd'hui.

L'abandon des monnaies au profit des cryptomonnaies n'est pas non plus réellement d'actualité. Les cryptomonnaies comme le bitcoin ou l'ethereum ne remplissent pas toutes les conditions pour être de véritables monnaies. Leur caractère hautement spéculatif les disqualifie pour être tout à la fois des étalons monétaires ou, des monnaies d'échange et de réserves. Le cours du bitcoin a été divisé par trois en quelques mois en 2022. Son encours est passé de 1 200 à 400 milliards de dollars, bien loin de l'encours des réserves en dollars, 13 000 milliards en 2022. Le cours des cryptomonnaies obéit à des considérations encore plus obscures que celui des monnaies officielles. La création est, en outre, de plus en plus critiquée en raison de son coût énergétique.

Dans les prochaines années, la monnaie devrait donc, comme aujourd'hui, rester avant tout créée par les banques, la quantité disponible étant influencée par



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

les politiques monétaires des banques centrales. Ces dernières seront néanmoins confrontées à un défi : veiller à la crédibilité de la monnaie tout en permettant le financement des investissements nécessaires à la transition énergétique ou au vieillissement. D'un côté, les États ont des besoins financiers importants, de l'autre la lutte contre l'inflation exige une réduction de la base monétaire. Une inflation débridée pourrait amener des doutes sur les monnaies et inciter les agents économiques à s'en détourner.

Depuis 1980, les banques centrales ont réussi à contenir l'inflation en utilisant l'arme des taux. Avec des dettes

publiques qui dépassent 100 % du PIB, cette arme n'est pas sans limite comme le prouvent les difficultés rencontrées par le secteur bancaire aux États-Unis. La sensibilité de l'opinion vis-à-vis des hausses de taux est plus élevée aujourd'hui qu'il y a quarante ans. Les banques centrales doivent tenir compte tout à la fois des réactions de la population ainsi que de la solvabilité des États et des banques. Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales auront besoin de l'appui des États qui devront freiner la demande en jouant sur la fiscalité et les dépenses. Les banques centrales seront dans les faits certainement moins indépendantes que dans le passé.



## HORIZON LOINTAIN

### FAUT-IL AVOIR PEUR DE CHATGPT ?

Avec le vieillissement de la population, les pénuries de main-d'œuvre ont vocation à se multiplier en particulier dans le secteur des services. L'automatisation et la robotisation sont des moyens pour compenser ce manque. Les progrès de l'intelligence artificielle offrent de nouveaux moyens pour substituer la machine aux hommes et aux femmes. Cette évolution génère des craintes au point qu'une tribune de l'ONG, Future of Life Institute, signée par de nombreux responsables de la haute technologie dont Elon Musk, appelle à une « pause » de six mois dans la création des formes les plus avancées d'intelligence artificielle.

Les progrès des robots conversationnels ont surpris par leur ampleur et leur rapidité grâce à leurs capacités auto-apprenantes. ChatGPT d'Openai est ainsi capable de résoudre des énigmes logiques, d'écrire des codes informatiques et d'identifier des films à partir de résumés. Ces modèles sont appelés à transformer la relation des humains avec les ordinateurs. Les partisans de l'intelligence artificielle mettent en avant les gains de temps pour résoudre des problèmes complexes. Ces derniers seraient importants en matière de conception de médicaments ou en matière de météorologie. Pour d'autres, en revanche, le recours croissant aux machines dotées d'intelligence artificielle pourrait aboutir à une perte de contrôle des humains sur des processus de décision. Le scénario des films

« Terminator » pourrait ainsi devenir réalité avec une autonomisation des ordinateurs pouvant amener à des catastrophes.

La force des nouveaux langages d'intelligence artificielle est de pouvoir se nourrir de l'ensemble des données disponibles sans étiquetage préalable. Ils absorbent les fichiers en distinguant leur nature. Ils bénéficient également de l'accélération des processus de traitement des données. Le succès médiatique de ChatGPT a été rapide. Révélée au grand public au mois de novembre 2022, cette application a été utilisée en moins d'une semaine par un million de personnes. En deux mois, ce nombre a dépassé 100 millions. De nombreux élèves l'ont utilisé pour leurs devoirs. Des élus aux États-Unis ont avoué l'utiliser pour faire leurs discours. L'efficacité de ChatGPT est telle que Microsoft a décidé de l'intégrer dans son moteur de recherche Bing.

Chaque révolution industrielle génère des peurs et des fantasmes. Des machines à tisser au XVIII<sup>e</sup> siècle à ChatGPT au XXI<sup>e</sup> siècle en passant par les robots et les ordinateurs à la fin du XX<sup>e</sup>, les précédents sont nombreux. Jusqu'à présent, la nouvelle technologie a créé de nouveaux emplois pour remplacer ceux qu'elle a détruits. Le développement du machinisme a créé de nombreux emplois. Ceux qui ont été détruits dans les champs ou dans les usines ont été remplacés assez



aisément. Certains craignent une dislocation des marchés du travail avec la suppression rapide de millions d'emplois dans les services. Ces robots affaibliraient encore plus les classes moyennes en s'attaquant aux fonctions remplies par de nombreux employés et cadres moyens voire supérieurs. Ils peuvent ainsi réaliser des synthèses de documents et écrire des codes informatiques. Dans une enquête menée en 2022 auprès de chercheurs en intelligence artificielle, 48 % d'entre eux pensaient qu'il y avait au moins 10 % de chances que l'intelligence artificielle ait un impact « extrêmement mauvais » et 25 % ont déclaré que le risque était de 0 %. Le chercheur médian a évalué le risque à 5 %. Les experts qui ont demandé une pause sont, pour un certain nombre d'entre eux, comme Elon Musk, des acteurs de l'intelligence artificielle. Cette pause pourrait leur offrir des rentes de situation en bloquant l'accès à de nouveaux entrants. Elle pourrait également obliger les différents acteurs à montrer leur jeu ce qui, évidemment, limiterait la concurrence dans un secteur qui nécessite des investissements coûteux.

L'intelligence artificielle nécessite une régulation afin de protéger la propriété intellectuelle et les droits des consommateurs. La réalisation de chansons digitales en recourant à des données sonores existantes pose évidemment des questions sur les droits d'auteurs et sur le processus de création. Il en est de même pour la photographie ou la littérature.

Face aux défis de l'intelligence artificielle, les États apportent, pour le moment, des réponses différentes. Le Royaume-Uni a adopté une position souple en refusant la mise en place de nouvelles règles et de tout organisme de régulation. Il se limite à l'application des réglementations existantes. L'objectif est de faire du Royaume-Uni, une superpuissance de l'intelligence artificielle. Les États-Unis sont sur la même longueur d'onde avec néanmoins l'adoption d'un code de bonne conduite. L'Union européenne défend une ligne plus dure. Un projet de directive vise à distinguer les différentes utilisations de l'intelligence artificielle en fonction du degré de risques. Il prévoit des systèmes de surveillance plus ou moins poussés en fonction des risques. Certaines utilisations de l'IA sont totalement interdites, comme la publicité subliminale et la biométrie à distance. Les entreprises qui enfreignent les règles seront condamnées à une amende. En Italie, ChatGPT a été partiellement suspendue et d'autres gouvernements réfléchissent à suivre cette dernière. De son côté, la Chine oblige les entreprises à enregistrer leurs produits d'intelligence artificielle qui sont, en outre, censées valoriser les valeurs fondamentales du communisme. Compte tenu des enjeux, la mise en place de conventions internationales serait nécessaire. Cette solution suppose un minimum d'entente entre la Chine et les États-Unis.





## LA CHINE EST-CE DÉJÀ FINIE ?

Les États-Unis ont échappé au défaut de paiement, la note de la France sur sa dette souveraine a failli être dégradée, après la crise sanitaire et la guerre en Ukraine, l'endettement public ne finit pas de croître. Quand certains minimisent cette envolée, d'autres soulignent que cette affaire se terminera mal.

Les querelles budgétaires sont consubstantielles aux démocraties. À travers l'histoire, elles sont à l'origine de conflits entre la majorité et l'opposition. Durant plusieurs semaines, aux États-Unis, les Démocrates et les Républicains ont joué avec le feu en s'étripant sur le relèvement du plafond de la dette publique. En l'absence de l'accord trouvé le 31 mai, les États-Unis auraient été en situation de défaut de paiement. Janet Yellen, la Secrétaire d'État au Trésor, avait ainsi déclaré que son département pourrait ne plus payer les factures des administrations publiques.

Avec les taux d'intérêt faibles, les opposants à l'endettement étaient rangés, ces dix dernières années, dans la catégorie des « idiots du village » par les tenants de la théorie monétaire moderne qui invitaient les États à s'endetter. Avec l'épidémie de covid, ces derniers ont mis en pratique ce recours à l'endettement, en augmentant de plus de 10 points leurs dettes. L'espoir qu'un monde sans inflation puisse permettre le maintien des taux d'intérêt nuls voire négatifs a disparu avec le retour de cette dernière. Les taux d'intérêt sont désormais orientés à la hausse.

Même s'ils demeurent négatifs en valeur réelle, le service de la dette des États est en augmentation. Le gouvernement japonais dépense plus de 8 % de son budget en intérêts. Aux États-Unis, l'endettement devrait poursuivre sa folle progression. Le simple financement des dépenses de santé et de retraite liées au vieillissement devrait représenter 3 % du PIB d'ici 2030. Selon les évaluations de The Economist, le déficit public américain pourrait atteindre alors 7 % du PIB, un niveau de déficit que les États-Unis n'ont pas connu en dehors des périodes de guerres et de crise sanitaire. Ce déficit tendanciel inquiète de moins en moins. Il y a une fatalité face à la dette publique tant aux États-Unis qu'en Europe. La Chine qui a longtemps critiqué le laxisme budgétaire occidental multiplie, depuis quatre ans, les politiques de soutien économique amenant à une progression rapide de son endettement. Pour les pays émergents, ce surcroît atteindrait 2 % du PIB. La Chine devra gérer d'ici 2035 plus de 420 millions de retraités sur une population totale de 1,3 milliard d'habitants. De nombreux États, devront par ailleurs faire face la forte hausse des dépenses militaires tout comme celles liées à la transition énergétique.

Les États entendent réduire leurs déficits publics avec beaucoup de modération. Censée diminuer les déficits publics, la loi américaine sur la réduction de l'inflation devrait, au contraire, les creuser. En octroyant des subventions sans limite aux entreprises investissant afin d'accélérer la transition



énergétique, cette loi pourrait, selon Goldman Sachs, coûter 1 200 milliards de dollars, contre 391 milliards de dollars initialement prévu.

En zone euro, le gouvernement allemand pense que ses partenaires pourront respecter des critères budgétaires visant à faire redescendre leurs dettes publiques en-dessous de 60 % du PIB. Avec une dette publique de plus de 150 % du PIB, l'Italie n'est pas prête à les appliquer, il en est de même pour la France. Les pouvoirs publics allemands souhaitent rassurer son l'opinion publique mais nul n'imagine, dans les faits, qu'il soit crédule en matière budgétaire à l'encontre de l'Italie, de l'Espagne ou de la France.

La Chine suit le mouvement général en s'endettant. Elle masque une partie des déficits publics dans des véhicules de financement opaques. Les collectivités locales pratiquent « le shadow banking » sans limite. En intégrant toutes les dettes publiques directes et indirectes, le montant total dépasse 120 % du PIB

et pourrait atteindre, selon le FMI, 150 % d'ici 2027. Le gouvernement chinois a besoin d'un fort taux d'épargne des ménages et du maintien d'un fort excédent commercial. Cette situation rend compliqué le rééquilibrage intérieur de la demande.

Si la hausse des taux se poursuit, les États n'auront pas d'autres solutions que d'augmenter les impôts. Aux États-Unis, l'introduction de la TVA pourrait être imaginée. En Chine, le gouvernement pourrait instaurer la taxe foncière promise de longue date. L'instauration d'une taxe carbone pourrait également s'imposer dans de nombreux pays.

L'endettement de tous les États constitue-t-il une bonne nouvelle ? Si l'erreur est commune, elle sera peut-être moins lourde à porter. Dans le passé, le surendettement a toujours été sanctionné mais il n'était pas aussi pratiqué de manière uniforme. La question est de savoir si tous les États courent vers le précipice ou si la vitesse acquise permettra de l'éviter....



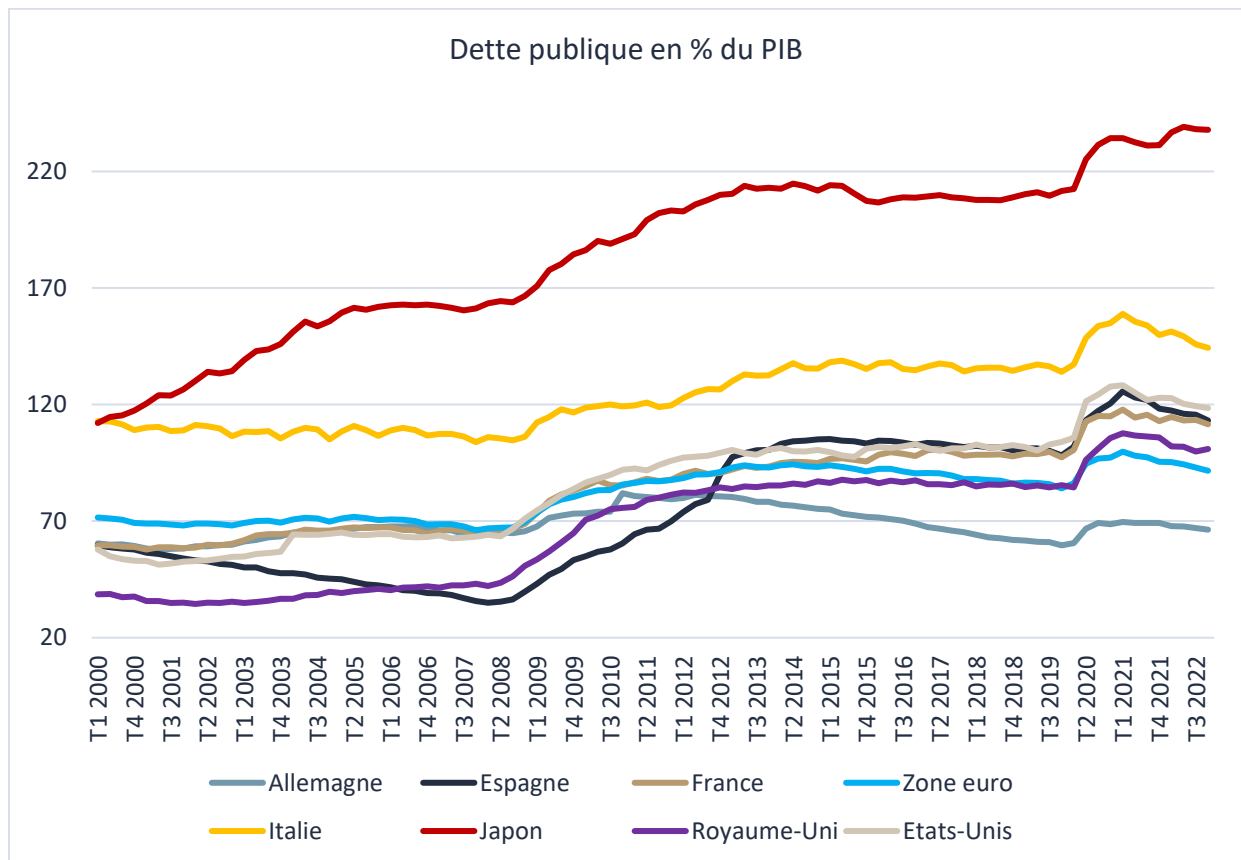
## POINTS DE REPÈRE

### LA FRANCE, LE MAUVAIS ÉLÈVE DE L'EUROPE POUR LA DETTE PUBLIQUE

Dans la zone euro, le taux d'endettement des administrations publiques diminue de 3,9 points en un an et s'établit à 91,6 % du PIB fin 2022.

Le ratio de dette publique baisse nettement en Italie et en Espagne (respectivement -5,5 points et -5,1 points). Cette diminution est moins marquée en Allemagne (-3 points). La France est le pays qui connaît la réduction la plus faible (-1,3 point). Ce recul est dû à la forte hausse du PIB

nominal au dénominateur du ratio du fait de l'inflation. L'endettement au numérateur augmente de +126 milliards d'euros pour la France en 2022, de +68 milliards pour l'Allemagne, +77 milliards pour l'Italie et +75 milliards pour l'Espagne. En dehors de la zone euro, le ratio de dette publique diminue davantage au Royaume-Uni (-4,9 points) qu'aux États-Unis (-4,3 points). Il augmente au Japon (+ 6,6 points) sur un an.



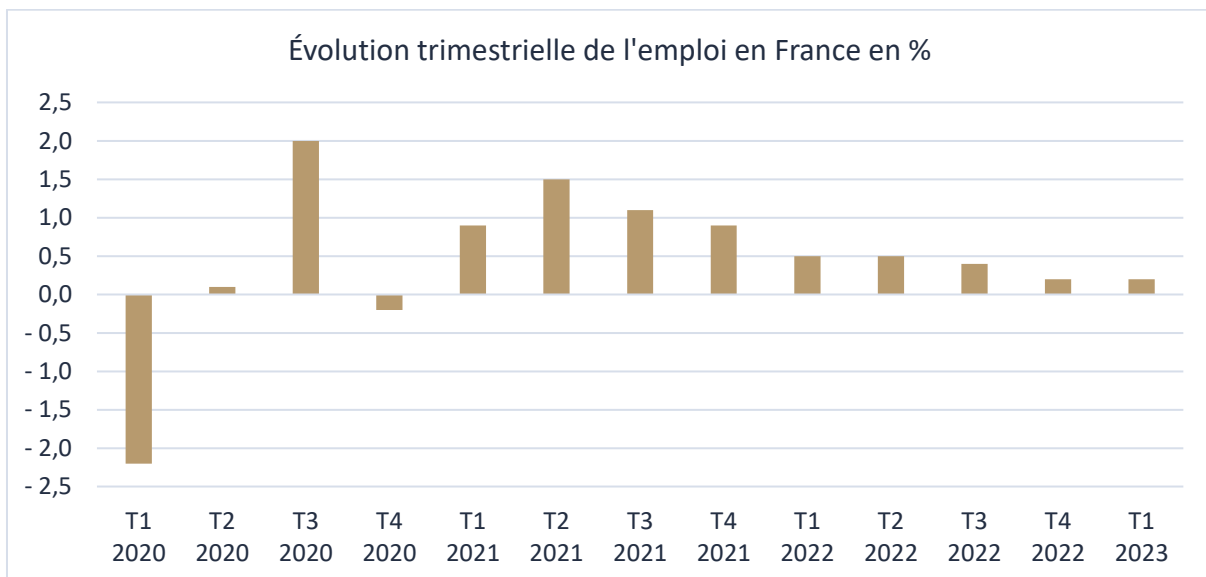
Cercle de l'Épargne – données Banque de France



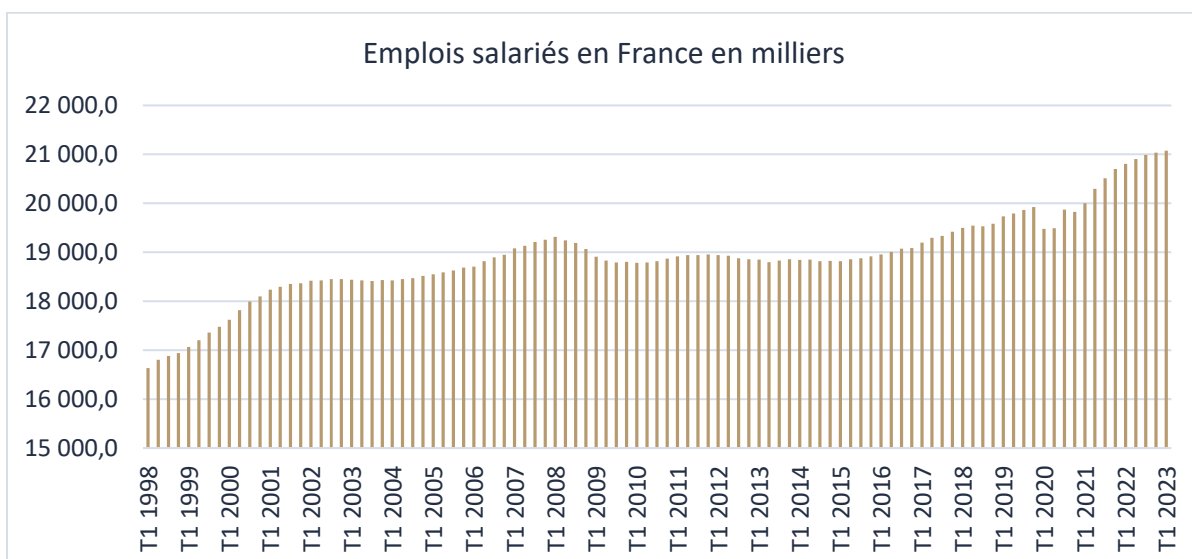
## L'EMPLOI PLUS FORT QUE LA CROISSANCE

Au premier trimestre 2023, l'emploi salarié privé a continué d'augmenter malgré la faible croissance. La progression de l'emploi a été 0,2 %, comme au trimestre précédent. Entre fin décembre 2022 et fin mars 2023, 42 000 créations nettes d'emplois ont été ainsi enregistrées après +44 400

emplois au trimestre précédent. Il s'agit du neuvième trimestre consécutif de hausse de l'emploi salarié privé. En un an, il a augmenté de 1,3 % (soit +271 100 emplois). Par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire, le nombre d'emplois a progressé de 1,2 million.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



Cercle de l'Épargne – données INSEE



## L'emploi intérimaire en fort recul

Au premier trimestre 2023, l'emploi intérimaire se replie nettement. La baisse atteint 2,6 % (soit -21 400 emplois). Ce recul compense intégralement la hausse des deux trimestres précédents. L'emploi intérimaire est inférieur de 2,4 % à son niveau du premier trimestre 2022 mais supérieur de 1,9 % à son niveau d'avant la crise sanitaire. L'évolution de ces derniers mois s'explique autant par le ralentissement de la croissance que par la volonté des employeurs de sécuriser leurs effectifs en convertissant des emplois en intérim en des emplois à durée indéterminée.

## Les services créateurs de nombreux emplois

L'emploi salarié privé industriel (hors intérim) est stable au premier trimestre 2023, après une hausse de +0,2 % au trimestre précédent. Il est supérieur de 1,0 % (soit +31 500 emplois) à son niveau d'un an auparavant. Après avoir rattrapé son niveau d'avant-crise au quatrième trimestre 2021, il le dépasse désormais de 1,5 % (soit 48 100 emplois nets créés depuis fin 2019).

Dans la construction, l'emploi salarié privé (hors intérim) baisse au premier trimestre 2023 de 0,2 % (soit -3 200 emplois). Il s'agit du premier trimestre de baisse dans ce secteur depuis le quatrième trimestre 2016. La diminution du nombre de constructions de logements et la persistance de certaines pénuries de biens

intermédiaires expliquent cette dégradation de la situation de l'emploi dans le bâtiment. L'emploi salarié privé dans la construction dépasse toutefois de 0,2 % son niveau du premier trimestre 2022 (+3 600 emplois) et de 7,6 % son niveau de fin 2019 (+111 600 emplois).

Dans le tertiaire marchand hors intérim, les créations d'emploi salarié privé augmentent au premier trimestre 2023, +0,5 % après +0,1 % (soit +57 400 après +17 700 emplois). Ce résultat dépasse son niveau d'un an auparavant (+1,9 % soit +232 700 emplois) et celui d'avant-crise (+7,2 % par rapport à fin 2019 soit +831 200 emplois).

L'emploi salarié privé (hors intérim) du tertiaire non marchand accélère également au premier trimestre 2023 : +0,4 % (soit +9 900 emplois), après une stabilité au quatrième trimestre 2022 (0,0 %, soit +1 300 emplois). Il dépasse son niveau du premier trimestre 2022 de 0,9 % (soit +24 800 emplois) et celui de fin 2019 de 4,9 % (soit +128 000 emplois).

Les créations d'emploi pourraient se restreindre au cours du deuxième trimestre avec la confirmation de la persistance de la stagnation économique. Le point rassurant est la capacité de l'économie à créer des emplois avec une faible croissance ; le point inquiétant, c'est que ces créations traduisent une baisse de la productivité ce qui entrave le retour de la croissance.



## 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 2022 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 %	-0,2 %	+0,5 %	+0,5 %	+0,1 %
Inflation En % - mai 2023	6,0	6,1	7,6	3,2	6,1
Taux de chômage En % - avril 2023	7,0	2,9	7,8	12,7	6,5
Durée annuelle du Travail (2021)	1458,7	1341,4	1663,4	1641,1	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (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 - fev.2022	-2,0	+4,1	-1,1	+1,3	-0,8
Échanges de biens En % du PIB - fev.2023	-6,2	+2,2	-1,3	-4,7	-2,3
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	17,4	20,0	7,3	9,1	14,2

\*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 – MAI 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	<b>31 mai 2023</b>	<b>7 098,70</b>
	Évolution en mai 2023	-3,63 %
	Évolution sur 12 mois	+10,00 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	<b>31 mai 2023</b>	<b>15 664,89</b>
	Évolution en mai 2023	+0,33 %
	Évolution sur 12 mois	+9,66 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	<b>31 mai 2023</b>	<b>7 448,02</b>
	Évolution en mai 2023	-4,09 %
	Évolution sur 12 mois	-2,01 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	<b>31 mai 2023</b>	<b>4 218,04</b>
	Évolution en mai 2023	-3,24 %
	Évolution sur 12 mois	+12,20 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	<b>31 mai 2023</b>	<b>32 908,27</b>
	Évolution en mai 2023	-3,365 %
	Évolution sur 12 mois	+0,29 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	<b>31 mai 2023</b>	<b>14 254,09</b>
	Évolution en mai 2023	+5,92 %
	Évolution sur 12 mois	+7,84 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	<b>31 mai 2023</b>	<b>4 179,83</b>
	Évolution en mai 2023	+0,29 %
	Évolution sur 12 mois	+1,92 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	<b>31 mai 2023</b>	<b>30 887,88</b>
	Évolution en mai 2023	+5,93 %
	Évolution sur 12 mois	+13,23 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	<b>31 mai 2023</b>	<b>3 204,56</b>
	Évolution en mai 2023	-3,57 %
	Évolution sur 12 mois	+0,57 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	<b>31 mai 2023</b>	<b>1.0657</b>
	Évolution en mai 2023	-3,13 %
	Évolution sur 12 mois	-0,69 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	<b>31 mai 2023</b>	<b>1 968,35</b>
	Évolution en mai 2023	-2,37 %
	Évolution sur 12 mois	+7,15 %
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	<b>31 mai 2023</b>	<b>72,78</b>
	Évolution en mai 2023	-3,85 %
	Évolution sur 12 mois	-40,84 %





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](mailto:tvi@vendome-investment.com)