

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« Ne pas jeter l'aéronautique, avec l'eau du bain »	2
HORIZON FRANCE	4
<i>Économie française, au-delà des faiblesses, des atouts à valoriser</i>	4
<i>L'industrie française peut-elle rebondir ?</i>	6
HORIZON EXTÉRIEUR	8
<i>Quand le Royaume-Uni rêve également d'être une start up nation</i>	8
<i>Pourquoi le dollar reste-t-il le dollar ?</i>	10
<i>Endettement, une sortie honorable est-elle encore possible ?</i>	11
HORIZON FINANCE	13
<i>La bataille de l'épargne est engagée</i>	13
<i>Les monnaies digitales sont-elles incontournables ?</i>	15
<i>Immobilier et si la crise n'avait pas lieu ?</i>	16
HORIZON LOINTAIN	20
<i>Pour décarboner, il faudra travailler plus !</i>	20
<i>Le Luxe, un savoir-faire de haute couture</i>	22
POINTS DE REPÈRE	24
<i>Immobilier en France, une très légère baisse au premier trimestre</i>	24
<i>Réduction des émissions des gaz à effet de serre : ce n'est pas gagné !</i>	25
<i>Les statistiques économiques</i>	27
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	28



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« NE PAS JETER L'AÉRONAUTIQUE, AVEC L'EAU DU BAIN »



L'industrie française représente moins de 10 % de la valeur ajoutée, contre 14 % il y a une vingtaine d'années. Elle emploie 9 % des salariés contre 40 % au début des années 1970. Cette désindustrialisation s'est accompagnée, depuis 2004, d'une détérioration du solde commercial de la France. Il a été négatif, en 2022, de près de 164 milliards d'euros. Moins d'industrie signifie également moins d'emplois à forte valeur ajoutée et à rémunération correcte. À son corps défendant, le pays s'est spécialisé dans les services notamment domestiques offrant des emplois avec de faibles salaires. Sans industrie, la croissance d'un pays ne peut être que réduite, en raison des faibles gains de productivité générés. La France, depuis plusieurs années est dans cette situation. L'attrition de son industrie a de multiples origines : le niveau excessif des prélèvements obligatoires, la réduction du temps de travail, un déficit d'ingénieurs et de techniciens, une réglementation tatillonne, l'absence de fonds de pension, un mauvais positionnement de gamme en lien avec une insuffisance de recherche et d'investissement.

Face à cette situation connue de toutes et de tous, un consensus existe en faveur d'une réindustrialisation. La crise covid et la guerre en Ukraine ont

souligné la dépendance de l'économie française à l'égard de la Chine et plus globalement de l'ensemble des pays émergents pour un nombre importants de biens : des masques aux microprocesseurs en passant par les batteries ou des médicaments. Les pouvoirs publics tentent de favoriser l'implantation de nouvelles usines sur le territoire français notamment dans le cadre de la transition énergétique. Pour autant, certains entendent remettre en cause un des rares fleurons du pays qui a surmonté les écueils, par nombreux ces dernières années, l'aéronautique. Ce secteur qui rassemble près de 4 500 sociétés emploie plus de 263 000 salariés et réalise un chiffre d'affaires supérieur à 100 milliards d'euros. La France est le deuxième pays exportateur d'avions après les États-Unis et détient plus d'un cinquième des parts de marché mondial. L'aéronautique est le premier poste d'exportations industrielle du pays en représentant plus de 3 % du PIB. Pour autant, des voix se font entendre pour freiner le développement de l'aérien au nom de la préservation de la planète. À cette fin, certains réclament l'augmentation des taxes quand d'autres entendent même réduire le nombre de voyages par ce moyen de transports. L'aviation commerciale, comme toutes les activités humaines, génère des émissions de gaz à effet de serre. Ces dernières représenteraient 2,6 % des émissions globales et auraient contribué à 5 % du réchauffement climatique



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

anthropique entre 2000 et 2018 en intégrant tous les effets (production des avions et transports). Accusée de connaître une croissance assez rapide, autour de 5 % hors période covid, l'aviation a, cependant, en comparaison aux autres modes de transport, une empreinte relativement faible en particulier en termes d'infrastructures. Au lieu de taxer ou d'interdire, les pouvoirs publics devraient encourager cette filière indispensable à notre économie. Faute de quoi demain des concurrents chinois, brésiliens, indiens dameront le pion à Airbus. Depuis 1990, les constructeurs aéronautiques ont déjà réussi à réduire de moitié la consommation par passager. Ils sont engagés dans d'ambitieux programmes de recherche afin de contribuer à décarboner leur activité. Le recours aux carburants alternatifs (SAF) (biocarburants produits à partir de

biomasse, e-carburants notamment à partir de CO₂) constituent des solutions à développer. À plus long terme, des moteurs électriques ou à l'hydrogène sont envisageables.

L'industrie française ne peut pas se permettre un nouveau Waterloo en sacrifiant l'aéronautique, secteur qui tire l'économie vers le haut. Les zéloteurs de la décroissance ne doivent pas oublier que la lutte contre le réchauffement climatique exige des investissements importants et donc de la croissance. Il serait suicidaire de participer à l'euthanasie de l'aviation qui, au-delà de la source de liberté qu'elle représente, constitue un des atouts majeurs de la France.

Jean-Pierre Thomas

Président de Thomas Vendôme Investment



HORIZON FRANCE

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

Pourquoi le taux de chômage est-il plus faible en Allemagne qu'en France ?

Depuis quinze ans, le taux de chômage est structurellement plus faible en Allemagne qu'en France. Au mois d'avril 2023, le taux de chômage était de 2,9 % en Allemagne et de 7 % en France, soit un écart de quatre points. Dans un passé récent, il a été encore plus important. Quelles sont les raisons de cet écart qui explique une grande partie des déficits publics français ? A-t-il vocation à se réduire dans les prochaines années ?

À l'exception de la période de 2003/2007, le taux de chômage observé est traditionnellement plus élevé en France qu'en Allemagne. L'écart maximum est atteint en 2015, près de 6 points (5,7). Après la crise financière de 2008, le taux de chômage, en France, a longtemps avoisiné les 10 % ne baissant réellement qu'après 2017 quand l'Allemagne a renoué avec le plein emploi dès 2017.

Une démographie plus favorable en Allemagne qu'en France en termes de chômage

L'Allemagne est entrée avant la France dans un processus de vieillissement démographique. La population active française a fortement augmenté jusque dans les années 2000 (plus de 120 000

par an). En Allemagne, pour faire face au recul de la population active, le recours de l'immigration est devenu indispensable dans les années 2010. En France, la population active devrait se stabiliser voire décliner si le taux d'activité ne s'améliore pas.

Un recours moindre à l'apprentissage en France

Une des spécificités du marché de l'emploi allemand reposait sur l'importance de l'apprentissage. En 2003, 1,7 million d'apprentis étaient dénombrés en Allemagne, contre 300 000 en France. Depuis 2018, le nombre d'apprentis a fortement augmenté en France pour atteindre un million en 2022. Un mouvement inverse a été constaté en Allemagne, le nombre d'apprentis s'élevant à 1,2 million en 2022.

Le temps partiel fortement développé en Allemagne

Le moindre chômage en Allemagne s'explique également par une proportion plus importante d'emplois à temps partiel qu'en France, respectivement 28 % et 16 % de l'emploi total en 2022. En 1998, le poids de l'emploi partiel était équivalent en France et en Allemagne. Il représentait alors 17 % du total des emplois.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Un système de formation performant en Allemagne

La France souffre d'un problème d'adéquation en offre et demande de travail. La baisse du niveau de l'enseignement et le faible niveau de formation des actifs sont un handicap pour la France. Depuis 2003, l'Allemagne a réussi à relever le niveau de l'enseignement dans le secondaire. Elle peut s'appuyer sur un puissant système de formation professionnelle.

Une attractivité française en cours d'amélioration

Dans les années 2000, le poids des prélèvements pesant sur les revenus du capital ainsi que ceux sur la production ont dissuadé des entreprises étrangères de s'implanter en France. L'imposition des revenus du capital s'élevait à 45 % en France entre 2012 et 2018 quand elle ne dépassait 26 % en Allemagne. Les prélèvements ont, par ailleurs, encouragé les entreprises françaises à délocaliser d'autant plus qu'à la différence de l'Allemagne, leur positionnement était « gamme moyenne ».

Concurrencées directement par les pays émergents ou les pays d'Europe du sud ou de l'est, les entreprises industrielles françaises ont été contraintes de fermer de nombreuses usines. La

désindustrialisation a été forte en France. En vingt ans, le poids de l'industrie est passé de 14 % à 9 % de la valeur ajoutée quand il est resté relativement constant en Allemagne, autour de 20 %. L'incapacité à se positionner sur le haut de gamme, en particulier, dans l'automobile est due à un sous-investissement et à une qualification insuffisante du personnel.

Les réformes fiscales engagées 2018 (introduction du prélèvement forfaitaire unique) ont réduit le montant des prélèvements sur les revenus du capital. Il y a une corrélation entre la baisse fiscale ainsi réalisée et la reprise de l'investissement. D'autres facteurs ont contribué à cette dernière comme les faibles taux d'intérêt entre 2016 et 2021.

Depuis 2018, hors période covid, l'emploi progresse plus vite en France qu'en Allemagne. L'emploi a progressé ces deux dernières années de 8 % en France, contre 2 % en Allemagne. Désormais sur ces vingt-cinq dernières années, l'emploi s'est accru de 30 % en France, contre 20 % en Allemagne. Pour autant, le chômage reste plus élevé en France qu'en Allemagne avec un taux d'activité moindre. Les problèmes de formation et la faiblesse de l'emploi partiel expliquent en grande partie, le surcroît de chômage en France.



L'INDUSTRIE FRANÇAISE PEUT-ELLE REBONDIR ?

L'industrie française serait-elle enfin engagée sur la voie du rebond après des décennies de déclin ? Plusieurs signaux peuvent le faire croire : progression de l'emploi industriel, investissements directs étrangers en hausse, cofinancements entre l'État et les entreprises de projets industriels de grande taille (batteries électriques, semi-conducteurs...). L'orientation d'une part croissante des investissements vers la robotisation, pourrait, cependant, conduire à une faible progression de l'emploi, voire à son recul. Le poids de l'industrie dans le PIB devrait ainsi augmenter, mais pas le poids de l'industrie dans l'emploi total.

De 2002 à 2016, l'industrie française a perdu 25 % de ses emplois. Depuis une légère remontée est constatée. En 2022, l'emploi industriel représente 9 % de l'ensemble des emplois, contre 40 % en 1972. En un demi-siècle, ce recul ne s'explique pas, par la seule désindustrialisation. Certains emplois classés, en 1970, comme industriels relèvent désormais des services du fait d'opérations d'externalisation (entretiens, gardiennage, services informatiques, voire recherche et gestion des ressources humaines).

La mondialisation n'est pas la cause principale de la désindustrialisation de la France. L'Allemagne et l'Italie n'ont pas connu la même hémorragie. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont, en revanche, connu des évolutions similaires. Des entreprises françaises ont eu recours à des délocalisations, en particulier celles du secteur automobile,

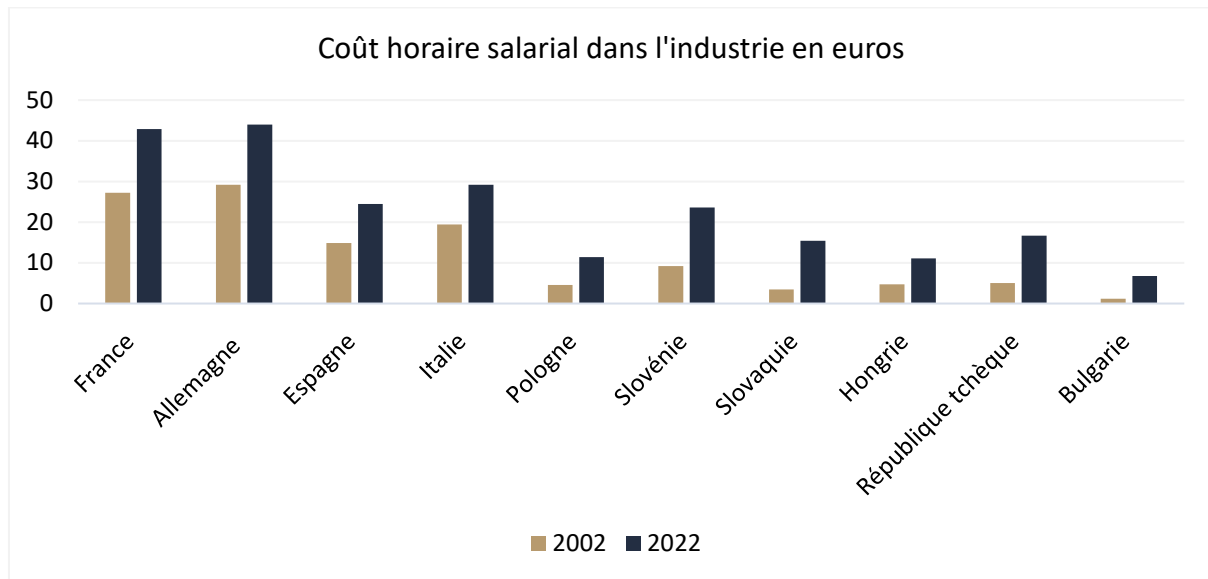
mais cela n'explique qu'une partie du déclin de l'industrie qui a été plutôt provoqué par une perte de compétitivité constatée depuis le début des années 2000. La faiblesse des fonds propres, les impôts de production élevés et un mauvais positionnement de gamme ont entraîné la fermeture de nombreux établissements.

Avant même la crise sanitaire, une légère hausse de l'emploi industriel et de l'investissement direct étranger était enregistrée. En 2022, 150 nouveaux sites industriels ont été dénombrés pour seulement 70 fermetures de sites. Des projets de grandes usines sont en cours de réalisation pour fabriquer des batteries, des semi-conducteurs, de l'acier décarboné, des panneaux photovoltaïques, etc. Des projets industriels en vue de développer la production de robots, d'hydrogène vert, des meubles, des aliments pour animaux, des médicaments ou des vaccins sont également en train de germer. Pour le moment, tous ces projets ne se traduisent pas par une hausse du poids de l'industrie au sein du PIB. Celui-ci était de 9,6 % du PIB en 2022, contre 10,2 % en 2019 ou 11 % en 2002. La création d'une usine met entre trois et cinq ans, sous réserve d'obtenir toutes les autorisations nécessaires dans les temps. Ce ne sera qu'en 2030 que les résultats de la politique engagée ces dernières années pourront être réellement mesurés. L'effet sur l'emploi ne devrait pas être marquant car pour être compétitives, les nouvelles usines industrielles se doivent d'être robotisées. Le coût horaire de la



main-d'œuvre dans l'industrie demeure, en effet, élevé en France. En 2022, il était de 42,9 euros. Seule l'Allemagne a un coût supérieur (44 euros). Cependant la proportion de robots industriels par

emploi est, en Allemagne, bien supérieure à celle de la France. Cette dernière, en la matière, affiche un important retard.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

La réindustrialisation de la France devrait amener un rattrapage en matière de robotisation. En 2022, le nombre de robots pour 100 emplois industriels était, de 3,8 au Japon, de 3,4 en Allemagne, de 2,8 aux États-Unis ou en Suède et de 1,9 en France. Ce rattrapage devrait contribuer à une augmentation de la productivité ce qui sera positif pour la croissance. L'emploi industriel devrait rester autour de 10 %

de l'emploi total dans les prochaines années. Le mouvement de réindustrialisation devrait permettre d'atténuer le solde commercial fortement dégradé de la France, plus de 160 milliards d'euros en 2022. Ce processus prendra du temps, la réindustrialisation du pays nécessitant un effort important en matière de capitaux et de formation.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

HORIZON EXTÉRIEUR

QUAND LE ROYAUME-UNI RÊVE ÉGALEMENT D'ÊTRE UNE START UP NATION

Près de deux ans et demi après l'entrée en vigueur officiel du Brexit, le Royaume-Uni tente de tourner la page. Le Premier Ministre Rishi Sunak entend placer son pays parmi ceux en pointe en matière de haute technologie. Il a ainsi déclaré récemment que « *le pays sera une superpuissance scientifique et technologique* » et a insisté afin qu'il devienne une référence en matière de super-calcul et d'intelligence artificielle. Après Israël et en concurrence avec la France, le Royaume-Uni se voit un destin de start up nation. Il dispose de quelques atouts à faire valoir mais doit également faire face à quelques sérieux handicaps.

À l'opposé de certains pays de l'Union européenne, le Premier Ministre britannique souhaite le développement des applications d'intelligence artificielle afin de doper la productivité. Le pari de l'intelligence artificielle que défend Rishi Sunak vise à reproduire les effets du Big Bang dans les années 1980 qui avait fait de Londres le centre financier de l'Europe.

Quels sont les atouts du Royaume-Uni par rapport aux autres pays européens ? Ce pays abrite plusieurs sociétés d'intelligence artificielle importantes, principalement à Londres, comme Google DeepMind. Il possède d'excellentes universités et accueille des chercheurs étrangers hautement qualifiés dont les entreprises ont besoin. L'accès de données y est plus facile

qu'au sein de l'Union européenne. Aucun autre pays ne dispose d'un éventail de données sanitaires aussi important. Les dossiers de santé, gérés par une seule entité, le National Health Service (NHS), sont particulièrement complets.

L'essor des entreprises d'intelligence artificielle au Royaume-Uni n'est pas gagné d'avance car le pays doit surmonter quelques faiblesses. Avec le Brexit, le marché intérieur est devenu étroit. La concurrence américaine est forte. La grande majorité des entreprises implantées au Royaume-Uni le sont également outre-Atlantique où elles bénéficient d'un écosystème favorable. Ces entreprises américaines privilégient de plus en plus l'Union européenne dont le marché intérieur est bien plus vaste. Même si Oracle dispose d'un centre de traitement des données graphiques nécessaires pour former les applications d'intelligence artificielle générative, aucun des géants du cloud-computing n'a encore choisi le Royaume-Uni comme base de développement. Le pays manque, par ailleurs, d'ingénieurs et d'informaticiens pour créer un réel réseau d'entreprises spécialisées dans l'intelligence artificielle. Il doit encore clarifier sa législation qui se situe au milieu du gué entre celle, complexe, de l'Union européenne et celle, beaucoup plus libérale, des États-Unis. L'objectif serait d'instituer un ensemble de règles pragmatiques assurant la sécurité et la



libre utilisation des données. Rishi Sunak a annoncé, au début du mois de juin, lors d'une réunion à la Maison Blanche avec le président Joe Biden qu'il organiserait un sommet mondial sur la réglementation de l'intelligence artificielle durant le prochain automne. Il entend, d'ici là, abandonner tout lien avec la réglementation de l'Union européenne. Le gouvernement britannique doit néanmoins tenir compte des réticences de la population et des Organisations Non Gouvernementales concernant l'exploitation des données personnelles, en particulier dans le domaine de la santé. Les entreprises britanniques, comme celles installées sur le continent européen, souffrent d'un accès compliqué aux microprocesseurs de haute technologie. La création de centres de production prend du temps. Le développement des centres de recherche en charge de l'intelligence artificielle pourrait pâtir de ces goulets d'étranglement.

Comme au sein de l'Union européenne, le gouvernement britannique multiplie les subventions pour favoriser l'implantation et de centres de production spécialisés dans les microprocesseurs ou l'intelligence artificielle. Jeremy Hunt, le chancelier, s'est engagé à financer à hauteur de 1,1 milliard d'euros un supercalculateur à Édimbourg. Ce montant est malgré tout faible au regard des sommes investies par les GAFAM. Amazon dépense chaque année 25 milliards de dollars pour la gestion de ces données. Les contribuables britanniques ne peuvent pas suivre le rythme du secteur

privé. Le gouvernement britannique devrait centrer ses aides sur les infrastructures, sur la formation d'ingénieurs et sur la recherche fondamentale. Il devrait s'assurer d'un approvisionnement fiable en énergie propre et abordable car l'intelligence artificielle en consomme des quantités importantes. Si le Royaume-Uni n'a pas d'approvisionnement en électricité bon marché, il aura du mal à persuader quiconque d'y installer de grands centres d'unités de traitement graphique. La file d'attente pour obtenir une connexion au réseau britannique freine les investisseurs potentiels.

Pour décarboner son économie, le gouvernement britannique souhaite encourager la captation du CO₂ et son enfouissement. Les projets visent à stocker dans les gisements de pétrole et de gaz jusqu'à 78 milliards de tonnes de CO₂. 20 milliards de livres d'investissements, en partie publique, auraient été prévus pour financer des investissements de stockage.

Le gouvernement britannique souhaite transformer son pays en start up nation à l'image d'Israël. Ce choix est également celui de la France voire de l'Allemagne. Les concurrents sur ce terrain sont donc nombreux. Pour attirer les investisseurs, le Premier Ministre anglais, dans le prolongement des promesses de Boris Johnson, propose de transformer le Royaume-Uni en zone franche bénéficiant d'une législation libérale. Cette politique risque de rencontrer l'hostilité de l'Union européenne qui ne veut pas d'un cheval de Troie à ses frontières.



POURQUOI LE DOLLAR RESTE-T-IL LE DOLLAR ?

Le dollar est une énigme. Les États-Unis sont confrontés à une croissance de plus en plus évanescence et à une crise bancaire régionale. Durant des semaines, faute d'accord entre Démocrates et Républicains, le pays était menacé d'un nouveau shutdown. Or le dollar, au lieu de se déprécier par rapport aux autres devises, s'est au contraire apprécié.

En ce printemps 2023, tous les ingrédients étaient réunis pour que le dollar s'affaiblisse. La croissance se situe désormais entre 1 et 2 % pour 2023. Pour 2024, les instituts de conjoncture ne sont guère optimistes même si les incertitudes demeurent importantes. Les indicateurs économiques avancés (PMI) laissent suggérer qu'une récession n'est, à court terme, pas impossible.

Depuis des semaines, un risque de défaut sur la dette publique en raison du non-relèvement de la dette publique (31 400 milliards de dollars) a causé une hausse nette du CDS (credit default swap) sur la dette souveraine des États-Unis (assurance contre le risque de défaut). Celui-ci est passé 0,010 % à 0,200 % de fin 2022 au mois de mai 2023. Ce risque a été levé au dernier moment. La réduction de dépenses prévue dans le cadre de l'accord devrait peser un peu plus sur la croissance. Ni la dette publique qui représente plus de 100 % du PIB, ni l'imposant déficit public, pas d'avantage l'absence de consensus au sein du Congrès entre Démocrates et Républicains au sujet des finances publiques, n'influe sur la valeur du dollar. Le système bancaire a montré d'inquiétants signes de faiblesse face à la

hausse des taux d'intérêt. La crise des banques régionales qui a touché Silicon Valley Bank, Signature Bank, Silvergate Bank, First Republic Bank, etc., a obligé les autorités et les autres banques de la place à intervenir rapidement pour éviter la réédition d'une crise financière. Cette crise qui reste cantonnée pourrait néanmoins concerner près de 200 banques régionales aux États-Unis. Les spreads de crédit de l'ensemble des banques américaines ont progressé mais sans avoir d'effets sur le dollar.

La forte baisse de la confiance des ménages américains et la chute de l'épargne n'ont pas eu de conséquence sur le billet vert. Il en est de même pour le déficit de la balance qui a atteint un niveau record, soit plus de 570 milliards de dollars. Un tel déficit, dans tout autre pays, devrait provoquer une dépréciation de la monnaie mais le dollar semble échapper à la règle commune.

La volonté de plusieurs pays émergents - dont la Chine - d'être moins dépendants du dollar devrait par ailleurs réduire le poids de ce dernier et donc contribuer à sa dépréciation. Malgré ces facteurs qui devraient affaiblir le dollar, celui-ci s'apprécie depuis plus d'un an. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar qui était de 1,2 avant la crise sanitaire est passé à la parité au troisième trimestre 2022. Il est repassé à 1,10 au début du printemps mais tend à diminuer depuis le début du mois de mai. Le dollar joue à plein son rôle de valeur refuge depuis 2020. Ce rôle est accru depuis la guerre en Ukraine, la zone euro étant plus exposée à ce conflit que les États-Unis.



Ces derniers attirent des capitaux en provenance de toutes les zones économiques et cela d'autant plus facilement que leur politique monétaire restrictive conduit à une hausse des taux d'intérêt. La FED a durci sa politique monétaire bien plus vite et bien plus fortement que la BCE et les autres grandes banques centrales au sein de l'OCDE.

La baisse de l'inflation, plus rapide aux États-Unis qu'en zone euro, est un facteur qui incite les investisseurs à opter pour les premiers. Ils estiment, par ailleurs, que la croissance américaine dans les

prochaines années sera supérieure à celle de la zone euro et du Japon. Les États-Unis ont comme atouts d'avoir une productivité élevée et une croissance de leur population active, ce qui n'est pas le cas au sein de nombreux pays de l'OCDE. Le dollar bénéficie de la puissance économique et militaire des États-Unis ainsi que de la profondeur de leur vaste marché financier. Si de nombreux établissements financiers ont proposé à leurs clients des couvertures pour couvrir le risque de dépréciation du dollar, ils se sont pour le moment trompés. À leur décharge, tous les facteurs convergent en faveur de cette dépréciation.

ENDETTEMENT, UNE SORTIE HONORABLE EST-ELLE ENCORE POSSIBLE ?

La dette publique a atteint, en période de paix, des niveaux records au sein des pays de l'OCDE, suggérant que nous sommes entrés de facto en économie de guerre. L'histoire nous apprend que tout processus d'endettement a une fin. Comme pour les cours de bourse, la dette ne peut pas monter indéfiniment au ciel.

Depuis le milieu des années 1990, la dette publique s'est fortement accrue dans les pays de l'OCDE à l'exception de l'Allemagne et la Suède. De 1995 à 2022, le poids de la dette est passé de 90 à 250 % du PIB au Japon, de 60 à 112 % du PIB aux États-Unis, de 50 à 103 % du PIB au Royaume-Uni. Sur la même période, la dette publique est passée de 120 à 150 % du PIB en Italie, de 60 à 120 % en Espagne, de 60 à 112 % en France. Seules la Suède et l'Allemagne ont connu des trajectoires différentes. Pour la Suède, le poids de la dette est passée de 70 à 55 % du PIB. En Allemagne, la hausse a été modérée de 58

à 65 % du PIB. Avec la crise sanitaire, l'endettement a progressé de 10 à 20 points de PIB au sein des pays de l'OCDE.

Ces vingt dernières années, la faiblesse des taux d'intérêt a facilité la forte augmentation de l'endettement, au point que des économistes avaient théorisé son caractère vertueux (théorie monétaire moderne). Les États avaient tout avantage à accroître leurs dettes car celles-ci ne généraient pas, alors, d'inflation et pesaient peu sur le budget de l'État. C'était oublier que les taux d'intérêt étaient maintenus bas artificiellement et que ces derniers provoquaient des déséquilibres sur certains marchés (actions, immobiliers). La résurgence de l'inflation, provoquée non seulement par la désorganisation de l'offre après la crise sanitaire et par la guerre en Ukraine, mais aussi par la forte progression de la masse monétaire, a sonné la fin de l'argent facile.



Face à cette augmentation de l'endettement, les gouvernements ont réagi différemment en lien avec les traditions nationales et les spécificités économiques et financières de leur pays.

Aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, en France, en Espagne et en Italie, la tentation est de gagner du temps en reportant à plus tard l'ajustement. Dans ces pays, les déficits publics s'élèvent, en moyenne, à 5 % du PIB. L'augmentation des taux d'intérêt aboutit à accroître le service de la dette (paiement des intérêts), ce qui limite d'autant les marges budgétaires. Il y a un risque d'emballement de la dette publique et de paralysie de l'action publique. Les investisseurs exigeront des taux d'intérêt toujours plus élevés, ce qui pourrait à terme mettre en cause la solvabilité des États.

Pour surmonter ce problème, les États pourraient souhaiter l'application d'une politique monétaire accommodante comme ce fut le cas entre 2010 et 2021. L'objectif serait de maintenir des taux d'intérêt réels négatifs afin de faciliter le remboursement de la dette passée. Cela passe par le retour des programmes de rachats d'obligations publique et donc de la monétisation de la dette publique. Cette politique conduit à imposer une répression financière aux épargnants, c'est-à-dire à leur imposer de faibles taux de rémunération de leur épargne. Elle accentuerait l'appréciation de certains actifs comme les actions et l'immobilier. Elle pourrait, en outre, mettre en danger la monnaie des pays concernés. Le surendettement pourrait provoquer une perte de confiance des devises impliquées

et favoriser le recours à des cryptomonnaies. Une politique monétaire accommodante pourrait s'accompagner d'une inflation plus élevée qui éroderait le poids de la dette passée. Une hausse des prix plus soutenue aurait comme inconvénient de créer un climat stagflationniste, caractérisé par une stagnation économique accompagnée d'une inflation élevée.

La réduction des déficits publics avec le retour d'un excédent budgétaire primaire est la solution la plus vertueuse. Seuls le Canada et la Suède la pratiquent actuellement. Cette politique a pour conséquence, à court terme, de réduire la croissance mais elle est la plus efficace à long terme. Elle est difficile à mettre en œuvre dans une période où la demande en dépenses publiques est forte, or, les besoins en matière de retraite, de santé, d'éducation, de défense sont élevés. La transition énergétique est également une source de dépenses importantes.

Pour échapper à une spirale d'endettement, les pays de l'OCDE auraient tout intérêt à créer les conditions favorables au retour d'une croissance plus forte. En augmentant le volume des recettes publiques, le surcroît de richesses faciliterait le remboursement de la dette accumulée ces dernières années. La croissance est actuellement entravée par une diminution des gains de productivité au sein de l'OCDE. Le redressement de ces derniers suppose une augmentation de l'investissement des entreprises et des administrations publiques ainsi que celle des dépenses de formation.



HORIZON FINANCE

LA BATAILLE DE L'ÉPARGNE EST ENGAGÉE

Les besoins en épargne sont en forte augmentation avec la transition énergétique et le vieillissement démographique. Les administrations publiques, les entreprises et les ménages devront réaliser d'importants investissements dans les prochaines années. Par ailleurs, les États seront contraints de soutenir les ménages les plus modestes qui sont fortement exposés à l'augmentation des prix de l'énergie.

La transition énergétique devrait nécessiter un surcroît d'investissement de 3 à 4 points de PIB pendant plus de 20 ans. Ce surcroît couvre les investissements pour la production et le stockage d'énergies renouvelables, pour la décarbonation de l'industrie, des transports, de l'agriculture ainsi que ceux en faveur de la rénovation thermique des logements et bâtiments.

Ces investissements sont des investissements à long terme, puisqu'il faut financer de la production et du stockage d'énergies renouvelables, des réseaux électriques, des réseaux d'hydrogène, des équipements industriels, de l'isolation de bâtiments, etc. Ces investissements ont, pour un certain nombre d'entre eux, une rentabilité financière faible. Ils n'aboutissent pas à accroître la production mais à modifier les processus de production. C'est le cas de la décarbonation de l'industrie (qui n'accroît pas la production industrielle),

de la rénovation thermique des bâtiments et des logements. En l'état actuel des techniques, les énergies renouvelables ont une efficacité moindre que les énergies carbonées. Certains investissements sont, par ailleurs, risqués car ils reposent sur des nouvelles technologies pas toujours éprouvées (filière hydrogène, batteries électriques de nouvelle génération).

Le vieillissement de la population nécessite également la réalisation d'investissements importants (établissements de santé, EHPAD et adaptation des logements des seniors) d'ici 2050.

Pour financer les investissements nécessaires, une épargne domestique abondante est indispensable à moins de recourir à des emprunts auprès du reste du monde. Jusqu'à dans les années 2010, la zone euro dégageait une épargne importante qui s'employait en partie à l'étranger. Le taux d'épargne de l'ensemble des États membres s'élevait à 24 % quand l'investissement était de 22 % du PIB. En raison des déficits publics et de celui de la balance commerciale, le taux d'épargne pour la France était inférieur au taux d'investissement de 0,5 point de PIB (23 % du PIB pour l'investissement et 22,5 % pour l'épargne). Depuis 2019, pour la zone euro, l'excédent d'épargne nationale a disparu ; pour la France, le solde est désormais négatif de 1,5 point entre épargne nationale et investissement.

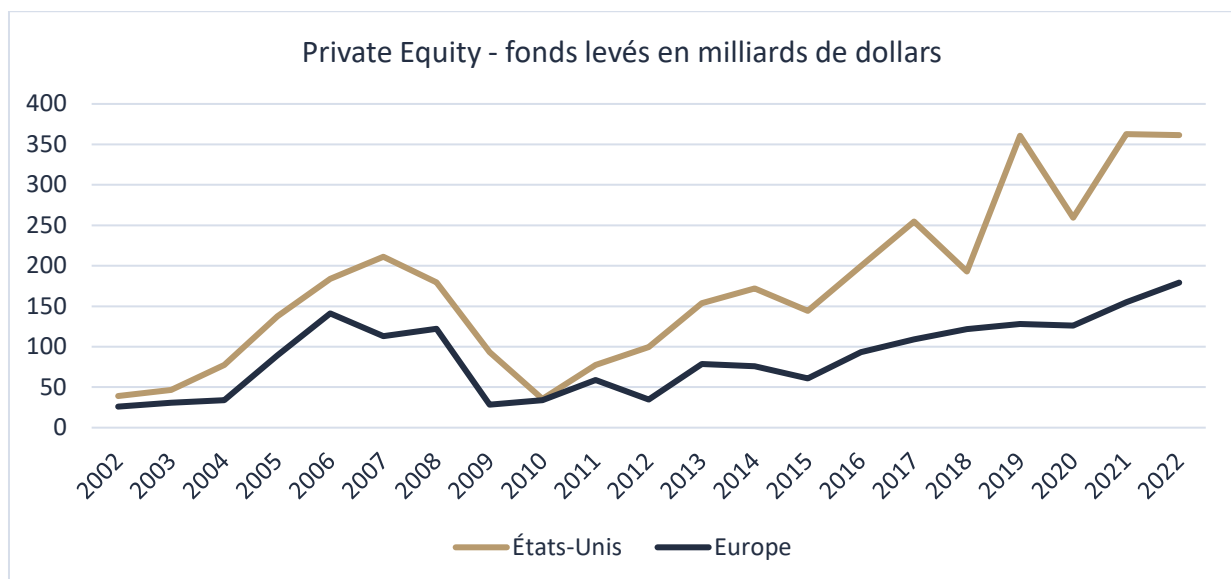


L'épargne nécessaire est de long terme et potentiellement à risques or en Europe, les agents économiques privilégient l'épargne liquide sans risque. L'encours d'actifs liquides et monétaires représente en France plus de 380 % du PIB et plus de 280 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro, quand la capitalisation boursière se situe autour de 100 % du PIB.

Ni la France, ni la zone euro ne peuvent réellement compter sur des fonds de pension qui investissent traditionnellement sur le long terme. Le poids des fonds de pension est en moyenne de 18 % du PIB au sein de la zone euro et de 2,7 % du PIB en France quand il dépasse 100 % du PIB aux

États-Unis ou au Royaume-Uni. La zone euro dispose d'un important segment d'assurance vie mais dont une grande partie est constituée d'actifs liquides. Les fonds euros permettent des sorties à tout moment sans risque de capital. Dans les faits, l'assurance vie demeure un placement long, plus de 12 ans en moyenne, mais la réglementation impose un emploi des ressources strictes freinant leur engagement sur des investissements de long terme et risqués.

Dans la zone euro, les émissions d'actions cotées sont faibles et le private equity demeure relativement faible par rapport aux États-Unis.



Cercle de l'Épargne – données Natixis

La nécessité de favoriser l'investissement et la réorientation de l'épargne vers des placements longs peuvent entrer en contradiction avec les politiques publiques mises en œuvre par les gouvernements. Les incitations en faveur de la consommation diminuent

l'effort d'épargne. Le relèvement des taux de rémunération de l'épargne liquide ne pousse pas les ménages à opter pour des placements de long terme à risques.

Faute de pouvoir compter sur l'épargne nationale, les pouvoirs publics



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

pourraient privilégier la voie de l'endettement à l'étranger mais les marges en la matière ne sont pas infinies car tous les États ont les mêmes besoins en même temps. L'augmentation des taux d'intérêt limitera les possibilités

dans ce domaine. Le relèvement des impôts est l'autre possibilité pour faire face aux besoins générés par la transition énergétique et le vieillissement démographique.

LES MONNAIES DIGITALES SONT-ELLES INCONTURNABLES ?

L'essor des cryptoactifs dans les années 2010 et la tentative de Mark Zuckerberg, le PDG de Facebook, de créer un nouveau système monétaire international avec son « libra » ont incité les banques centrales à réagir en développant des projets de monnaies numériques de banques centrales. Pour leurs détracteurs, elles ne sont qu'une mode, qu'un moyen pour lutter contre les cryptoactifs ; pour leurs partisans, elles sont une réponse nécessaire à un monde qui se numérise. Des responsables de banques centrales estiment qu'elles seront indispensables pour ancrer la valeur de l'argent dans un système financier sans numéraire. Si ces monnaies de banques centrales voyaient réellement le jour, les gouvernements seraient conduits à reconstruire leurs systèmes bancaires et de paiement. La Banque d'Angleterre a réalisé sur ce sujet une consultation publique qui a pris fin le 30 juin. Les premiers résultats de cette étude soulignent l'évolution des comportements de paiement de la population. Face à la suppression progressive de la monnaie fiduciaire et à la réduction des contacts avec leurs banques, les Britanniques apparaissent assez ouverts à changer de système. La multiplication des monnaies parallèles nécessite que les autorités monétaires

disposent d'outils adaptés pour ancrer la valeur et la robustesse de tous les fonds qui circulent dans les différents pays. Ce jugement est partagé par la Banque Centrale Européenne qui doit veiller à ce que « *la monnaie qu'elle émet conserve son rôle d'ancrage monétaire* », selon Fabio Panetta membre du conseil des gouverneurs. La FED aux États-Unis ne partage pas cet avis. « *La monnaie physique peut effectivement disparaître, et tout fonctionne toujours* », a expliqué Chris Waller de la FED. Selon David Andolfatto de l'Université de Miami, l'absence d'argent physique n'entraînerait « *aucune conséquence* ».

Le système bancaire actuel repose sur la confiance qu'inspirent les banques centrales qui sont les prêteurs en dernière instance. Les déposants de la grande majorité des pays de l'OCDE ont la garantie d'avoir accès à leurs liquidités sans risque. Par ailleurs, en cas de faillite de leur banque, la Banque centrale s'engage à les rembourser du moins jusqu'à une certaine limite. En l'état actuel, les monnaies digitales de banques centrales reposant sur la blockchain ne disposent pas d'un avantage comparatif tel pouvant justifier un changement de système en leur faveur. Il faudrait que les doutes à l'encontre des banques traditionnelles



se multiplient pour entraîner un mouvement de fonds vers les monnaies numériques. La blockchain n'inspire pas pour le moment une réelle confiance pour une grande partie de l'opinion publique. Celle-ci, dans un grand nombre de pays, reste attachée à la manipulation de billets et de pièces, symboles de l'existence concrète des monnaies. Si l'argent physique a moins d'utilité que dans le passé, il conserve son statut de « cours légal » ce qui signifie, dans la plupart des contextes, que les créanciers doivent l'accepter comme moyen de remboursement des dettes. La règle protège la fonction de l'argent liquide en tant que réserve de valeur alors même qu'il devient moins utile pour les paiements.

Les monnaies digitales de banques centrales pourraient, en outre, être concurrencées par des monnaies digitales privées. Le risque de fragmentation du système monétaire

serait même accru en raison de la banalisation des monnaies digitales. Les banques centrales auraient tout intérêt à réguler les cryptomonnaies et à développer les stablecoins pour stabiliser le système des paiements.

La monnaie reste un symbole fort des États, au côté du monopole du pouvoir coercitif. Elle est l'instrument pour payer les impôts. La suppression de tout lien entre monnaie et État contribuerait à déliter les liens entre ce dernier et les citoyens. La fixation des taux d'intérêt par les banques centrales est aujourd'hui un puissant outil économique. Comment les banques centrales pourraient peser sur l'inflation si elles perdaient le pouvoir des règles monétaires ? Dans le passé, cependant, nul n'imaginait qu'un système monétaire puisse fonctionner sans étalons tels que l'or ou l'argent.

IMMOBILIER ET SI LA CRISE N'AVAIT PAS LIEU ?

En France, jour après jour, les spécialistes de l'immobilier craignent un krach sur fond de hausse de taux d'intérêt et de ralentissement économique, oubliant que ces quinze dernières années le prix des logements a été multiplié par deux. Sur douze mois, ces derniers restent toujours en augmentation, seuls ceux de Paris sont en baisse. La crise tant attendue se fait attendre. Dans d'autres pays, comme aux États-Unis ou en Australie, la contraction du prix des logements a commencé dès le début de l'année 2022 mais semble déjà arriver à son terme.

En Australie, les prix de l'immobilier ont augmenté au cours des trois premiers mois de l'année 2023. Aux États-Unis, le marché immobilier repart à nouveau à la hausse après plusieurs trimestres de recul. Le cours des actions des constructeurs de maisons a fait deux fois mieux que les autres valeurs. Chez les partenaires européens de la France, le marché immobilier semble stable. Les analystes de JPMorgan ou de Goldman Sachs estiment que l'apogée de la crise immobilière est derrière du moins pour les pays anglo-saxons.



Au sein des pays de l'OCDE, de 2017 à 2022, les prix de l'immobilier se sont accrus de plus de 40 %. La crise du Covid a entraîné une accélération de la hausse des prix. Depuis la crise financière, l'immobilier a connu une augmentation de plus de 65 %. Depuis le début de l'année 2022, les taux directeurs des banques centrales ont augmenté de plus de trois points de pourcentage à l'échelle mondiale, renchérissant le coût des emprunts immobiliers. L'augmentation des taux d'intérêt et le durcissement de l'accès aux prêts immobiliers ont entraîné une contraction des prix des logements, toujours pour les pays de l'OCDE, de 3 %. En termes réels, en prenant en compte l'inflation, la baisse se situe entre 8 et 10 %. Cette correction reste dans la moyenne constatée depuis la fin du XIX^e siècle mais elle est inférieure à celles intervenant après une phase de hausses fortes.

Une crise immobilière classique se traduit généralement, pour les pays ayant connu une forte augmentation des prix de nature spéculative, par des chutes abyssales. Entre 1990 et 1994, les prix ont reculé à Paris de plus de 40 %. Après la crise financière, les prix de l'immobilier irlandais se sont réduits de 50 %. Les prix des maisons américaines avaient perdu de leur côté de plus de 20 %. En Espagne, la chute avait atteint 27 % en 2008.

Depuis deux ans, la hausse des taux n'est pas la seule responsable de la baisse des prix de l'immobilier. Si à San Francisco, les prix des maisons ont perdu 10 % de leur valeur, cela est avant

tout la conséquence du départ de certaines entreprises des secteurs de la haute technologie et de la finance pour la Floride et le Texas. Malgré tout, le prix de l'immobilier à San Francisco demeure élevé. Une maison y coûte en moyenne plus de 1,1 million de dollars, soit environ dix fois le revenu médian de la ville. Depuis quelques mois, les prix se sont d'ailleurs stabilisés. A contrario, en Floride, les prix continuent à progresser. En Floride, Mick Jagger a mis en vente une maison à 3,5 millions de dollars, maison achetée en 2020 à 1,9 million de dollars.

En Australie, après une forte hausse en 2020 et en 2021, les prix des logements ont connu une diminution de 7 % en 2022. Mais, depuis le début de l'année 2023, le marché se redresse. Les maisons dans les quartiers bourgeois du port de Sydney se vendent rapidement avec des prix toujours en hausse. Les seniors recherchent des logements bien équipés et près de la mer.

À la différence de la crise des subprimes en 2008/2009, les banques restent assez confiantes sur la résilience du marché immobilier. Que ce soit aux États-Unis, en Australie, en Nouvelle-Zélande ou au Canada, le niveau de l'encours des crédits immobiliers n'est pas jugé problématique. Les défauts de paiements demeurent rares. Au Canada, la proportion des prêts hypothécaires susceptibles de ne pas être remboursés est proche d'un creux historique.

Contrairement au sentiment largement partagé sur les réseaux sociaux, le pouvoir d'achat a relativement bien résisté depuis le début de la vague



inflationniste. En France, la baisse est inférieure à 1 %. Cette résistance du pouvoir d'achat évite l'engagement d'une spirale de baisses de prix sur le marché immobilier. En outre, ce marché est porté essentiellement par les ménages les plus aisés. Aux États-Unis, les conditions d'accès aux crédits ont été durcies après la crise des subprimes, réduisant les risques de défauts. Les ménages sont moins exposés que dans le passé aux variations de taux. Au sein de l'Union européenne, de 2011 à 2021, la part des prêts immobiliers à taux variable est passée de près de 40 % à moins de 15 %. Même si les taux ont augmenté, le ratio moyen des paiements des intérêts par rapport au revenu est inférieur en 2023 à son niveau de 2019. La pandémie a, par ailleurs, amené les ménages à se constituer une réserve d'épargne. Pour l'ensemble des pays de l'OCDE, cette cagnotte « covid » se chiffre à plus de 1 000 milliards de dollars. Si aux États-Unis, elle a été en grande partie consommée, dans les autres en revanche, elle reste intacte, permettant de financer le surcoût généré par la hausse des taux d'intérêt.

Une étude de Goldman Sachs souligne une corrélation positive entre les pays ayant un stock d'épargne important et la résilience des prix de l'immobilier. Les Canadiens ont ainsi accumulé une épargne importante pendant la pandémie et les prix des maisons se maintiennent à un niveau élevé, la baisse ayant été de courte durée. En Suède, les ménages ont moins épargné que la moyenne ; en contrepartie, le marché de l'immobilier souffre davantage.

Au sein des États membres de l'OCDE, le marché immobilier est soutenu par une forte demande de la part des ménages qui aspirent à des logements plus grands, plus modernes et dotés par exemple d'une terrasse. La crise sanitaire a provoqué une réévaluation des besoins. De nombreux ménages souhaitent privilégier un appartement voire une maison à proximité de la nature sachant que l'essor du télétravail permet d'en profiter plus longtemps. Selon la Banque d'Angleterre, ces nouveaux besoins expliqueraient la moitié de la hausse des prix constatée entre 2020 et 2022 au Royaume-Uni. La progression du célibat et des familles monoparentales conduit également à une demande de logements plus importante que dans le passé. La pierre demeure en outre une valeur refuge. En période troublée comme actuellement, les ménages privilégient ce placement au détriment des placements financiers de long terme.

Le secteur de la construction craint une forte chute de l'activité. Si une baisse est constatée au sein de plusieurs pays de l'OCDE, elle demeure limitée et témoigne plutôt d'un retour au niveau d'avant la crise sanitaire. Les travaux de réhabilitation en lien avec la transition énergétique augmentent, en revanche, fortement. Lors des précédentes crises immobilières, la chute de la construction était plus nette. Aux États-Unis, les créations d'emploi dans le secteur du bâtiment sont en hausse de 2,5 % pour le premier trimestre 2023. En Nouvelle-Zélande, le nombre de postes vacants dans ce secteur reste à un niveau élevé. En Corée du Sud, une baisse de 2,5 % des emplois a été enregistrée sur douze



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

mois entre le premier trimestre 2022 et le premier trimestre 2023 mais le nombre total d'emplois reste supérieur à celui d'avant 2020. La résistance du secteur de la construction s'explique par le maintien d'une forte demande. Les migrations internes et externes jouent un rôle important en la matière. En France, la population continue à se concentrer au sein des grandes agglomérations et à proximité du littoral. En Australie, plus de 100 000 immigrés s'installent chaque année dans le pays. Au Canada, le nombre des arrivées sur le territoire dépasse 200 000. À Londres, malgré le Brexit, le prix des locations a augmenté, en 2022, de 16 % du fait de l'afflux des demandes.

La crise immobilière semble se faire attendre. La hausse des taux d'intérêt n'est pas assez marquée pour provoquer un krach. Les taux réels demeurent négatifs. Si les salaires poursuivent leur mouvement de hausse, le pouvoir d'achat des acheteurs de biens immobiliers pourrait ne pas être aussi atteint que certains le prétendent. Le marché immobilier au sein de l'OCDE est avant tout marqué par une pénurie de logements. Les législations adoptées dans le cadre de la lutte contre le réchauffement climatique accentuent cette situation. Si dans les prochains mois, les prix de l'immobilier repartaient à la hausse, leur déconnexion avec les revenus serait de plus en plus importante, ce qui pourrait, assez rapidement, déboucher sur des tensions sociales et une véritable crise.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

HORIZON LOINTAIN

POUR DÉCARBONER, IL FAUDRA TRAVAILLER PLUS !

Dans les prochaines années, les besoins d'investissement seront importants au sein de la zone euro. Les différents États membres devront investir dans la transition énergétique, favoriser les relocalisations industrielles, accroître leurs dépenses en matière d'éducation, de santé, de recherche, et augmenter leur effort de défense. Ces dépenses supposent un relèvement du taux d'épargne. Ce relèvement repose sur une augmentation de l'activité générant un surplus de revenus.

Depuis la crise financière, les États de la zone euro ont réduit leurs investissements publics qui sont passés de 3,6 % en 2008 à 2,6 % du PIB en 2017. Depuis la crise sanitaire, un léger rebond est constaté. En 2022, ils se sont élevés à 3 % du PIB. Pour décarboner les économies, les dépenses publiques d'investissement devraient être portées à plus de 4 points de PIB. Par ailleurs, les dépenses publiques devraient être réorientées en faveur de l'éducation, de la santé, de la dépendance, de la retraite et de la défense. Les États de la zone euro ont, en effet, déjà considérablement augmenté, en termes réels, leurs dépenses. De 2002 à 2022, elle se sont accrues de plus de 35 %. En France, les dépenses publiques atteignent plus de 58 % du PIB.

En parallèle de l'effort public, les entreprises devront également accroître leurs dépenses d'investissement afin de réduire les émissions de gaz à effet de

serre. Au sein de la zone euro, l'investissement des entreprises en 2022 représentait 12,8 % du PIB, soit un taux inférieur à son niveau d'avant 2008. Les entreprises européennes doivent également investir pour rattraper leur retard en matière de digitalisation et de robotisation.

Pour financer ce supplément d'investissement public et privé et de dépenses publiques, une augmentation du taux d'épargne est nécessaire. Le recours à l'endettement extérieur sera, en effet, plus difficile car tous les pays sont dans la même situation. De 2008 à 2021, au sein de la zone euro, le taux d'épargne national était supérieur au taux d'investissement. Les excédents d'épargne finançaient les pays hors zone euro. Depuis 2022, avec la réduction de l'excédent commercial, en lien avec l'augmentation des prix de l'énergie, des matières premières et des produits agricoles ainsi qu'avec la reprise de l'investissement, les deux taux sont à égalité.

Pour financer les investissements et les dépenses publics, la première solution consiste à recourir aux prélèvements obligatoires. Cependant, les États de la zone euro se caractérisent déjà par des taux de prélèvements élevés : 40 % du PIB en moyenne et même 45 % pour la France. Une augmentation de la pression fiscale pourrait peser sur l'activité et générer des tensions sociales. La deuxième solution



conduirait à augmenter le taux d'endettement, ce qui suppose un accroissement de l'épargne disponible. Pour financer leurs besoins en équipement, les entreprises pourront soit recourir à l'autofinancement, soit faire appel à l'épargne par augmentation de leurs fonds propres ou par l'endettement. L'augmentation de l'épargne passe soit par une diminution de la consommation, soit par une progression de l'activité qui dégagera un supplément de revenus.

L'augmentation de la production peut être obtenue de deux manières qui peuvent se combiner : amélioration du taux d'emploi et la hausse de la productivité. Le taux d'emploi des 15/64 ans est, au sein de la zone euro, de 69 % en 2022. Il était de 62 % en 2002. Des pays comme la France ou l'Italie peuvent améliorer leur taux d'emploi, en particulier pour les tranches d'âge 18/24 ans et 55/64 ans. La productivité qui est un des facteurs clefs de la croissance est en panne depuis trois ans. Elle a baissé de 2 % sur cette période au sein de la zone euro. Depuis 2002, elle n'a progressé que de

10 % au sein de la zone euro, soit bien moins qu'aux États-Unis, au Japon ou en Corée du Sud.

Le déficit de productivité de la zone euro s'explique par un effort de recherche & développement plus faible, 2,2 % du PIB en 2022, contre 3,4 % du PIB aux États-Unis et 3,3 % du PIB au Japon. Le stock de robots industriels pour 100 emplois manufacturiers est de 2,4 en zone euro en 2022, contre 3,8 au Japon et 2,8 aux États-Unis. La zone euro se caractérise par ailleurs par une baisse de la durée annuelle du travail par salarié. Celle-ci est passée de 1 650 heures à 1 550 heures de 2002 à 2022. Cette baisse est bien plus forte que celle enregistrée aux États-Unis et au Japon.

Pour faciliter le financement de la transition énergétique et des dépenses afférentes notamment au vieillissement, une augmentation du volume de travail apparaît indispensable. Or, pour le moment, les opinions publiques sont plutôt enclines à souhaiter travailler moins.



LE LUXE, UN SAVOIR-FAIRE DE HAUTE COUTURE

Le luxe porte la bourse de Paris depuis le début de l'année 2023. Ce secteur crée des emplois et contribue à réduire l'imposant déficit commercial du pays. Lors de ces trente dernières années, les marques de luxe ont réussi à combiner exclusivité et vulgarisation. Les magasins des grandes marques sont tout à la fois visités par les célébrités, les milliardaires et les touristes de la planète même si dans les faits les uns et les autres ne se croisent pas. Les marques de luxe ont réussi le pari de maintenir leur élitisme tout en se popularisant.

Le sac Birkin d'Hermès se vend 450 000 dollars. Il n'est pas possible de le commander sur Internet, ni même dans les boutiques classiques de la marque. Les acheteurs doivent attendre plusieurs mois voire années entre le moment de la commande et sa mise à disposition. Dans le même temps, les boutiques recèlent de produits bien plus accessibles qui permettent, comme avec le sac Birkin, de garantir à Hermès de solides marges. Chanel pratique de même en réservant certains parfums ne faisant l'objet d'aucune publicité à quelques privilégiés tout en rendant relativement accessible une large gamme de produits. Avec la crise sanitaire, le secteur du luxe n'a été ébranlé que quelques semaines. Les grandes marques ont rapidement décidé de vendre en ligne quand quelques mois auparavant elles s'y refusaient. Après l'épidémie de covid, grâce à l'épargne constituée durant les confinements, les consommateurs se sont rués sur les produits de luxe provoquant une envolée sans précédent des ventes. Le

Luxe ne connaît pas la crise. L'an dernier, les bénéfices nets de Kering, qui possède des marques de mode telles que Gucci et Balenciaga, ont augmenté de 14 %. Ceux de LVMH, propriétaire notamment de Céline, Tiffany ou Louis Vuitton, ont progressé de près de 25 %. LVMH est devenu la première capitalisation européenne avec plus de 500 Milliards d'euros. Hermès et Richemont, propriétaire entre autres de Cartier, ont chacun vu les leurs augmenter de plus d'un tiers. Ensemble, les quatre groupes ont engrangé plus de 33 milliards d'euros de bénéfices, sur des revenus combinés d'environ 130 milliards d'euros.

L'inflation et les pertes de pouvoir d'achat des ménages peuvent-elles remettre en cause le modèle de croissance du luxe ? Au mois de mai, les craintes d'un tassement des ventes a provoqué un recul de 7 % de la valorisation des entreprises de ce secteur. Celles-ci ne sont pas toutes confrontées de la même façon à la problématique de la hausse des coûts et à la diminution du pouvoir d'achat des ménages. Les marques qui sont à la frontière avec le segment inférieur (ventes haut de gamme mais pas de luxe) sont les plus exposées aux variations de prix. Ralph Lauren ou Armani doivent faire face à de fortes baisses de la demande. Les consommateurs arbitrent avec des marques moins coûteuses et ayant des qualités de production assez proche (Kenzo, Boss ou Paul Smith). En revanche, pour les sociétés présentes dans le très haut de gamme, les ventes



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

ont continué à progresser grâce aux personnes à très hauts revenus. Seulement 5 % des acheteurs assurent plus 40 % des ventes mondiales de luxe.

Ces vingt dernières années, les marques de luxe ont investi le marché chinois en forte croissance. Ce mouvement s'est interrompu avec le covid. Avec la fin de la politique du zéro covid, les marques de luxe ont espéré un rebond qui tarde à survenir. Le tassement de la croissance, les déclarations anti-occidentales des autorités chinoises pèsent sur les résultats de ces marques. Estée Lauder, un producteur de cosmétiques a réduit ses perspectives pour la région. Burberry, un fabricant britannique de manteaux a réalisé, en 2022, moins d'un tiers de ses ventes en Chine, contre 40 % avant la pandémie.

Les maisons de luxe cherchent de nouveaux relais de croissance, en particulier en Inde qui enregistre une

forte progression du nombre de personnes riches. La forte croissance en Afrique subsaharienne a provoqué l'apparition d'une clientèle aisée qui souhaite accéder, sur place, aux produits de luxe. Chanel est devenue la première marque de luxe européenne à organiser un défilé de mode africain à Dakar, au Sénégal. Le secteur du luxe se mondialise et essaie de contourner les problèmes géopolitiques.

L'essor du secteur du luxe constitue une aubaine pour la France qui dispose, avec l'Italie, du plus grand portefeuille de marques dans ce domaine. Plus d'un million d'emplois directs et indirects dépendent de ce secteur. Plusieurs milliers d'emplois devraient y être créés en 2023. Les exportations des produits de luxe représentent plus de 50 milliards d'euros et contribuent à atténuer l'important déficit commercial, plus de 160 milliards d'euros en 2022.



POINTS DE REPÈRE

IMMOBILIER EN FRANCE, UNE TRÈS LÉGÈRE BAISSÉ AU PREMIER TRIMESTRE

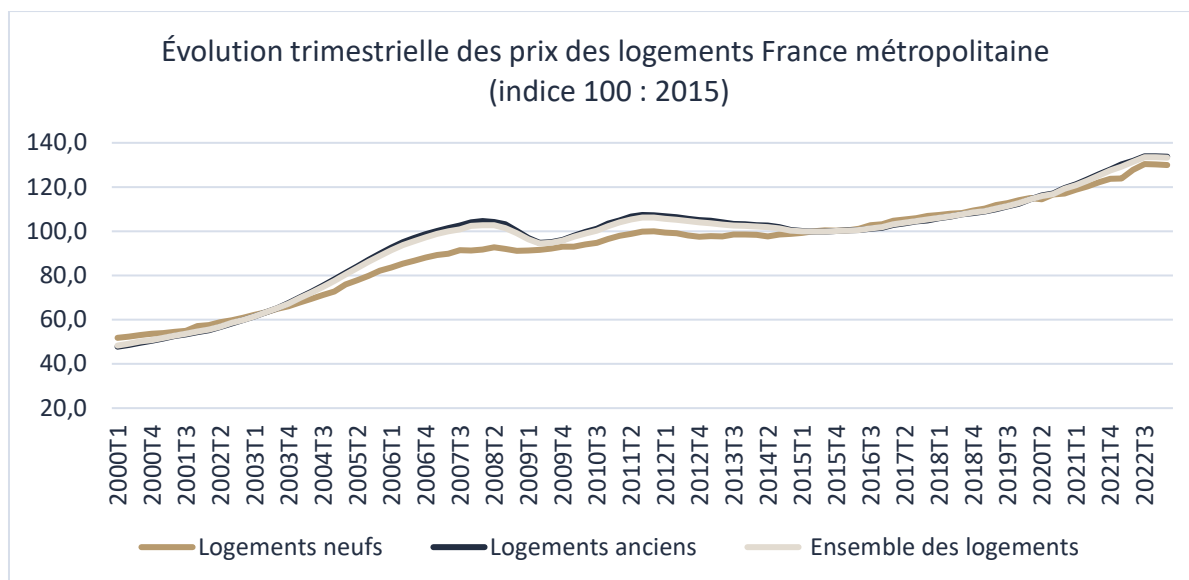
Au premier trimestre, les prix des logements en France métropolitaine ont diminué de 0,2 % par rapport au trimestre précédent en données corrigées des variations saisonnières (CVS), après avoir été globalement stables au quatrième trimestre 2022. Il s'agit de la première baisse depuis le deuxième trimestre 2015.

Les prix diminuent de nouveau de 0,2 % pour les logements neufs ; la baisse étant de même ampleur pour les logements anciens (-0,2 %). Ces logements étaient

restés stables au cours du quatrième trimestre 2022.

Sur un an, les prix des logements ralentissent nettement (+2,9 % au premier trimestre 2023, après +4,9 % au trimestre précédent). Les prix des logements anciens (+2,7 %) s'accroissent plus faiblement que ceux des logements neufs (+4,4 %) pour le troisième trimestre consécutif.

Sur vingt ans, la hausse du prix des logements est de 117 % et sur dix ans de 29 %.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



RÉDUCTION DES ÉMISSIONS DES GAZ À EFFET DE SERRE : CE N'EST PAS GAGNÉ !

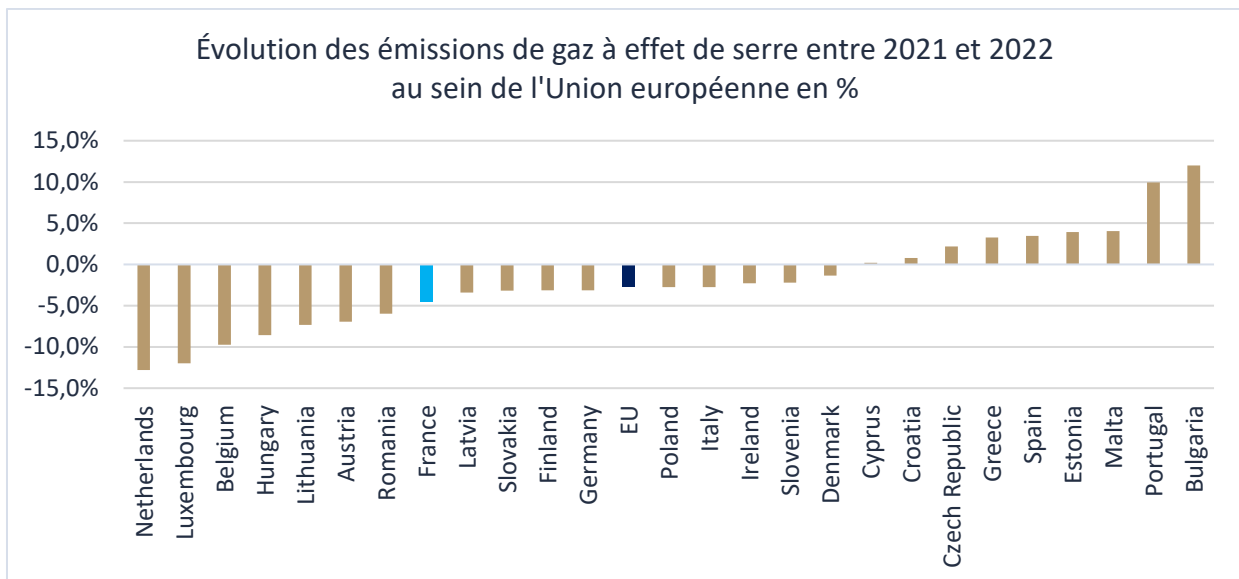
Selon les estimations d'Eurostat, en 2022, les émissions de dioxyde de carbone (CO₂) de l'Union européenne (UE) provenant de la combustion de combustibles fossiles (pétrole et produits pétroliers, gaz naturel, charbon et tourbe) à des fins énergétiques sur le territoire de l'UE, ont atteint près de 2,4 gigatonnes (Gt), ce qui indique une baisse de 2,8 % par rapport à l'année précédente.

Les émissions de CO₂ liées à la consommation d'énergie contribuent largement au réchauffement climatique et représentent environ 75 % de toutes les émissions de gaz à effet de serre d'origine humaine dans l'UE. Le mix énergétique, les normes de logement, la croissance économique, la taille de la population, les transports et les activités industrielles sont quelques-uns des facteurs qui influencent les émissions de CO₂ liées à la consommation d'énergie.

Des émissions de CO₂ sont émises lors de la combustion de combustibles fossiles. Par exemple, l'utilisation de gaz naturel importé pour la production d'électricité entraîne une augmentation

des émissions dans le pays qui a importé le gaz. En revanche, les importations d'électricité n'affectent pas les émissions du pays, car celles-ci sont déclarées dans le pays où l'électricité a été produite. Une analyse plus approfondie conduirait prendre en compte toutes les importations et exportations de différents produits énergétiques primaires et dérivés, les produits de base avec des émissions intégrées (comme le fer et l'acier), ainsi que le tourisme à la pompe (c'est-à-dire le fait d'alimenter un véhicule dans un pays mais consommer ce carburant dans un autre pays), dans le domaine des transports.

En 2022, les émissions de CO₂ liées à l'utilisation énergétique territoriale ont diminué dans 17 pays de l'UE. La plus forte baisse a été enregistrée aux Pays-Bas (-12,8 %), suivis du Luxembourg (-12 %), de la Belgique (-9,7 %) et de la Hongrie (-8,6 %). À l'autre extrémité, la Bulgarie a enregistré la plus forte augmentation des émissions de CO₂ (+12 %), suivie du Portugal (+9,9 %) et de Malte (+4,1 %). Les émissions de la France ont baissé de 4,5 % sur l'intervalle.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Les émissions de l'Allemagne représentent à elles seules un quart des émissions totales de CO₂ de l'UE provenant de la combustion de combustibles fossiles à des fins énergétiques. L'Italie et la Pologne (chacune 12,4 %) et la France (10,7 %) viennent ensuite sur la liste de l'UE des plus gros émetteurs de CO₂ en 2022. Le poids de l'Allemagne s'explique par le recours au charbon pour la production d'électricité, production dont une partie est exportée dans les autres pays de l'Union européenne en 2022, et notamment en France.

En 2022, les données agrégées montrent que les émissions de CO₂ provenant des combustibles fossiles solides (charbon et schiste bitumineux, hors tourbe) ont

légèrement augmenté au niveau de l'Union (+3 points de pourcentage ; pp.), tandis que les émissions du pétrole et des produits pétroliers sont restées à peu près au même niveau comme en 2021 (+1 pp). En revanche, les émissions de CO₂ du gaz naturel ont considérablement diminué (-13 pp), reflétant, entre autres, les efforts investis par les pays de l'UE pour atteindre l'objectif volontaire de réduction de la demande de gaz introduit en août 2022 après le déclenchement de la guerre en Ukraine. La baisse des émissions des gaz à effet de serre est intervenue dans un contexte de ralentissement économique. La réduction de 2022 demeure limitée au vu de l'objectif de décarbonation de l'économie pour 2050.



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 %	-0,3 %	+0,6 %	+0,5 %	-0,1 %
Inflation En % - juin 2023	5,3	6,8	6,7	1,6	5,5
Taux de chômage En % - mai 2023	7,0	2,9	7,6	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 - JUIN 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	30 juin 2023	7 400,06
	Évolution en juin 2023	+1,8 %
	Évolution sur 12 mois	+24,94 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	30 juin 2023	16 147,90
	Évolution en juin 2023	+06 %
	Évolution sur 12 mois	+26,32 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	30 juin 2023	7 531,53
	Évolution en juin 2023	-1, %
	Évolution sur 12 mois	+5,05 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	30 juin 2023	4 401,39
	Évolution en juin 2023	+2,51 %
	Évolution sur 12 mois	+27,33 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	30 juin 2023	34 407,60
	Évolution en juin 2023	+1,9 %
	Évolution sur 12 mois	+10,6 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	30 juin 2023	13 787,92
	Évolution en juin 2023	+4,1 %
	Évolution sur 12 mois	+23,9 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	30 juin 2023	4 450,38
	Évolution en juin 2023	+5,92 %
	Évolution sur 12 mois	+17,68 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	30 juin 2023	33 189,04
	Évolution en juin 2023	+5,94 %
	Évolution sur 12 mois	+25,75 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	30 juin 2023	3 202,06
	Évolution en juin 2023	-0,69 %
	Évolution sur 12 mois	-5,78 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	30 juin 2023	1.0917
	Évolution en juin 2023	+1,66 %
	Évolution sur 12 mois	+4,10 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	30 juin 2023	1 917,96
	Évolution en juin 2023	-2,02 %
	Évolution sur 12 mois	+6,22 %
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	30 juin 2023	72,78
	Évolution en juin 2023	-3,85 %
	Évolution sur 12 mois	-34,82 %



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Cette lettre mensuelle est réalisée pour Thomas Vendôme Investment (TVI) par la société Lorello Eco Data.

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