



N°175
Août 2023

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>« La vie n'est pas toujours une plaisanterie »</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>Ralentissement et résilience de l'économie française au premier semestre 2023</i>	3
<i>Les dirigeants d'entreprise croient au rebond</i>	6
HORIZON EXTÉRIEUR	8
<i>Chine : la dernière marche est haute</i>	8
<i>Allemagne en recherche de nouveaux repères</i>	9
<i>Productivité, les raisons de la baisse de part et d'autre de l'Atlantique</i>	10
HORIZON FINANCE	13
<i>Les banques centrales, leur bilan et les taux d'intérêt</i>	13
<i>La hausse des taux, est-ce grave, docteur ?</i>	14
HORIZON LOINTAIN	16
<i>Inflation, de nouvelles équations pour le monde de la finance ?</i>	16
<i>Souverainisme économique, au-delà des clichés !</i>	18
POINTS DE REPÈRE	23
<i>45,4 % du PIB, le taux de prélèvements obligatoires en France</i>	23
<i>la France et sa dette publique</i>	23
<i>Les statistiques économiques</i>	25
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	26

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« LA VIE N'EST PAS TOUJOURS UNE PLAISANTERIE »



Le 11 juillet dernier, Milan Kundera nous a quittés. Il est certainement un des romanciers du XX^e et du début du XXI^e siècles qui a le mieux compris et traduit l'ironie de l'histoire. Il se méfiait, à juste titre, de la gesticulation du passé et de l'exaltation de l'avenir. Né dans un petit État d'Europe centrale, la Tchécoslovaquie, à l'époque, il aimait à répéter qu'il était avant tout un Européen de culture et qu'il connaissait le prix des États qui sont soumis aux vicissitudes de l'Histoire. L'Europe de Brest à Vladivostok a, à travers les siècles, toujours été constitué d'une multitude de pays qui se sont affrontés. À partir des guerres napoléoniennes, les guerres sont devenues de plus en plus meurtrières et globales, « la montée aux extrêmes » étant de mise dans de nombreux conflits. Malgré les millions de morts, les destructions, la culture européenne a survécu en réussissant à s'affranchir des frontières et des idéologies. Leon Tolstoï, Fiodor Dostoïevski, Igor Stravinsky, Ludwig von Beethoven, Wolfgang Amadeus Mozart, Jean-Jacques Rousseau, Denis Diderot, Victor Hugo et bien d'autres sont les témoins de cette culture européenne qui se renouvelle en permanence et qui réussit à cet isthme de continent euro-asiatique de toujours briller. Milan Kundera, tout comme Cioran, Beckett, Kafka, Cervantès ou

Rabelais, ont su manier l'arme du doute et de la dérision. Au moment où l'Europe est confrontée à une nouvelle division qui la fragilise tant sur le plan moral qu'économique, celle-ci ne doit pas perdre ses valeurs humanistes. La première bataille à gagner, en ces temps incertains, est celle de la connaissance et de sa diffusion. Si la France peine sur le plan de l'industrie, c'est avant tout par manque de spécialistes de ce secteur. La crise des quartiers dits prioritaires de la ville est avant tout celle de la défaillance de l'éducation tant familiale que nationale. Quand l'école ne peut plus faire rêver, il ne faut pas s'attendre à ce que les jeunes aient de l'esprit. L'amélioration de la formation devrait constituer la première des priorités afin d'éviter qu'un nombre important de jeunes soient tentés par des aventures futiles ou illégales. Jusqu'à la fin des années 1970, l'instituteur était vénéré et respecté. Mon père, instituteur, jusqu'à la fin de sa vie fut un artisan de la transmission du savoir et d'une philosophie de la vie. Résistant, ayant connu les camps de concentration, il a cherché à partager son expérience avec le plus grand nombre de personnes. Aujourd'hui, nous sommes tous possédés par l'actualité au risque de succomber à l'oubli. La dévalorisation des métiers de l'enseignement et de la transmission coïncide avec la perte de repères qui menace de nombreux pays dont la France. Nul ne souhaite revenir, au nom d'une nostalgie mal placée, aux temps anciens, mais nous aurions tous à

gagner à redonner toutes ses lettres de noblesse à l'Éducation.

Durant cette pause estivale, prenons le temps de réfléchir sur les moyens d'améliorer individuellement et collectivement notre situation en nous souvenant de la formule de Pascal Bruckner « *trop d'esprits paresseux*

glosent sur la décadence occidentale au lieu de rechercher des remèdes à nos maux ».

Jean-Pierre Thomas

Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

RESILIENCE DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE AU PREMIER SEMESTRE 2023

La récession se refuse à la France. Le PIB a augmenté de 0,5 % au deuxième trimestre après une hausse de 0,2 % du PIB au premier. La France, une fois n'est pas coutume, faut mieux que plusieurs de ces grands partenaires européens dont l'Allemagne qui est en récession depuis la fin de l'année dernière. La croissance française repose sur l'investissement des entreprises et le commerce extérieur.

Selon la Banque de France, les chefs d'entreprise soulignent que l'activité a légèrement progressé en juin dans l'industrie et, plus nettement, dans les services et le bâtiment, avec dans ces deux secteurs une évolution meilleure que prévu le mois précédent. Les difficultés d'approvisionnement se sont stabilisées à un niveau bas (16 % des entreprises les mentionnent en juin, après 15 % en mai). Dans l'industrie, ce taux est de 23 % en juin, comme en mai. Pour le troisième mois consécutif, les industriels estiment que les prix sont en nette baisse pour les matières premières et qu'ils se stabilisent pour les produits finis. Les opinions sur les évolutions des

prix des services et du bâtiment reviennent à leurs niveaux pré-covid. La proportion d'entreprises ayant baissé leurs prix est également en hausse dans le bâtiment. Les difficultés de recrutement évoluent peu et concernent la moitié des entreprises (50 %). La situation semble se normaliser sur le front des prix en lien avec le recul des prix de l'énergie et la baisse de la demande.

Légers progrès pour l'industrie

L'industrie française qui n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant crise semble enregistrer un léger mieux avec une diminution des difficultés d'approvisionnement. Les soldes d'opinion des chefs d'entreprise indiquent une hausse de la production dans l'automobile, l'aéronautique, les produits informatiques, électroniques et optiques, et les autres produits industriels. En revanche, l'activité est en repli dans le bois-papier-imprimerie dont la production baisse continûment depuis fin 2022 et, dans une moindre mesure,

dans les équipements électriques et la chimie.

Le taux d'utilisation des capacités (TUC) se situe à 77 % en juin 2023 dans l'industrie manufacturière, contre 79 % en janvier 2022 avant la guerre en Ukraine. Quelques secteurs affichent des baisses plus marquées : bois-papier-imprimerie (-10 points), habillement-textile-chaussures (-7 points), industrie chimique (-7 points), fabrication de produits en caoutchouc-plastique (-6 points). À l'inverse, la détente sur les approvisionnements a contribué à une remontée du taux d'utilisation dans l'automobile (+10 points depuis janvier 2022, à 75 %). Dans les services marchands, l'activité progresse de façon plus prononcée que prévu le mois dernier par les chefs d'entreprise, avec cependant des évolutions contrastées selon les secteurs. Elle s'améliore dans les services aux particuliers (hébergement, restauration, activités de service à la personne), ainsi que dans l'édition et les activités d'architecture, ingénierie et contrôles techniques. À l'inverse, l'activité se contracte dans les transports et la réparation automobile. Les ménages privilégient les dépenses de loisirs au détriment des biens industriels ou de l'alimentation. L'activité progresse

dans le bâtiment, principalement dans le second œuvre. Les travaux de rénovation demeurent dynamiques quand la construction de logements neufs se tasse.

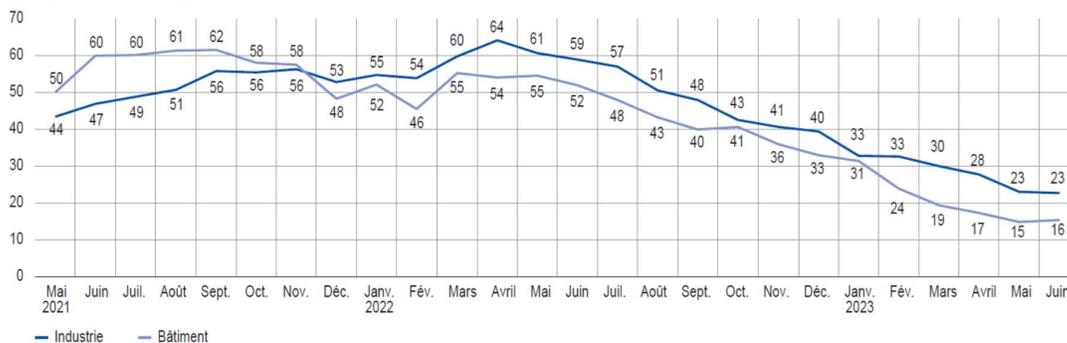
En juillet, selon les anticipations des entreprises, l'activité serait stable dans l'industrie. Elle progresserait dans les services mais reculerait dans le bâtiment. Une hausse de l'activité est attendue dans la pharmacie et l'agro-alimentaire. Elle serait en repli dans les produits en caoutchouc, plastique, et les machines et équipements. Dans les services, l'activité progresserait de nouveau en particulier dans la restauration, l'édition, le conseil de gestion et la location automobile. Elle serait, en revanche, en retrait dans les transports et la réparation automobile.

Une baisse des problèmes d'approvisionnement

En juin, les difficultés d'approvisionnement se stabilisent dans l'industrie. Un peu moins d'un quart des entreprises ont été confrontées à des problèmes d'approvisionnement (23 %) contre 64 % en avril 2022. Dans le bâtiment, en juin, 16 % des entreprises ont rencontré des problèmes d'approvisionnement, après 15 % en mai.

Part des entreprises indiquant des difficultés d'approvisionnement

(en%, données brutes)



Source : Banque de France

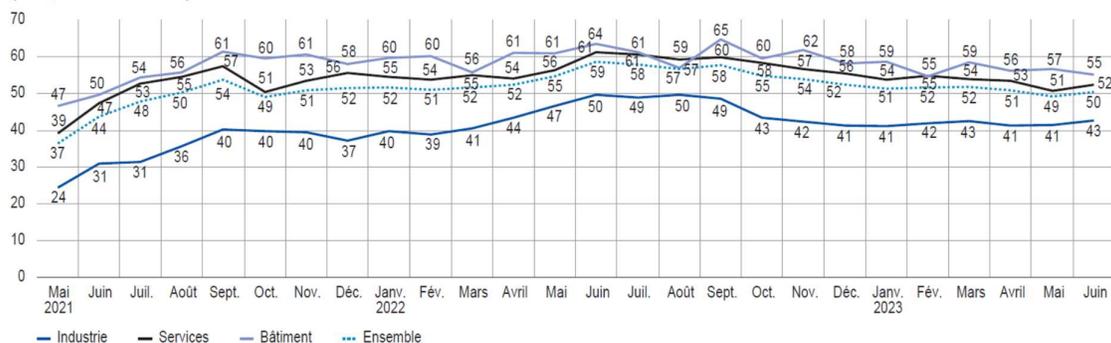
Des pénuries de main-d'œuvre toujours présentes

Malgré le ralentissement de la croissance, les pénuries de main-d'œuvre persistent. Celles-ci évoluent peu et

concernent 50 % des entreprises interrogées dans l'ensemble des secteurs. Les chefs d'entreprise mentionnent la pénurie de chauffeurs routiers comme facteur de perturbation des chaînes d'approvisionnement.

Part des entreprises indiquant des difficultés de recrutement

(en%, données brutes)



Source : Banque de France

Une normalisation sur le front des prix

Le solde d'opinion sur les prix des matières premières indique, selon la Banque de France, une poursuite de la baisse dans l'industrie, pour le troisième mois consécutif. Le ralentissement des prix de produits finis se confirme à nouveau ce mois-ci. Les soldes d'opinion tendent à se stabiliser dans l'industrie et

dans les services, confirmant le retour à un rythme de progression des prix comparable à la période pré-Covid. Dans le bâtiment, les prix ralentissent de nouveau sensiblement. 8 % des chefs d'entreprise de l'industrie déclarent avoir augmenté leurs prix de vente en juin, à comparer aux 10 % déclarés en mai dernier et 36 % en juin 2022 ; dans l'agro-alimentaire, cette proportion

revient à 9 % (après 13 % en mai dernier et 39 % il y a un an).

Un petit mouvement de baisse des prix se fait jour. 6 % des industriels déclarent avoir diminué leurs prix de vente en juin, en lien avec la détente des prix des matières premières, ce qui représente la proportion la plus élevée depuis le début d'année. Cette proportion avoisinait 3 % durant la période pré-Covid (2017/2019), et était tombée à près de 1 % il y a un an. Les baisses de prix de produits finis sont plus répandues dans la chimie, le bois-papier-imprimerie et les produits en caoutchouc. Dans le bâtiment, 12 % des entreprises ont augmenté leurs prix en juin (à comparer à 15 % en mai dernier et à 50 % en juin 2022), quand 4 % des entreprises indiquent appliquer des baisses de prix, à comparer à moins de 1 % en moyenne entre mi-2021 et fin 2022. Dans les services, la proportion d'entreprises indiquant une hausse en juin est stable, à 13 %, contre 25 % il y a un an. Les proportions de chefs

d'entreprise prévoyant de relever leurs prix en juillet sont à nouveau orientées à la baisse dans l'industrie (7 %), les services marchands (9 %) et le bâtiment (9 %).

Une croissance de 0,8 à 1 % pour l'année

Pour 2023, l'objectif du gouvernement d'une croissance d'un point peut être encore atteint. Après un premier semestre de recul, la consommation des ménages devrait progresser d'autant plus que l'inflation est en recul depuis le mois de mai. Le second semestre avec les vacances d'été, la rentrée scolaire et les fêtes de fin d'année est traditionnellement favorable à la consommation. En ayant accru leur effort d'épargne depuis le début de l'année, les ménages disposent de réserves pour effectuer des achats. La bonne tenue de l'investissement est encourageante tout comme l'amélioration de la balance commerciale.

LES DIRIGEANTS D'ENTREPRISE CROIENT AU REBOND

Si les entreprises françaises sont à la peine en matière de productivité, elles peuvent s'enorgueillir d'enregistrer une forte hausse de leur taux d'investissement, ce qui constitue un bon présage pour l'avenir.

Le taux d'investissement des entreprises en France est, en effet, passé de 11 à 14 % du PIB de 2012 à 2022. Ces taux respectifs sont 11 et 12,5 % en Allemagne, 12,5 et 12 % en Espagne et 10 et 12 % en Italie. L'investissement des entreprises françaises est supérieur d'un point de

PIB, en 2022, au niveau moyen de la zone euro. Il est également un point au-dessus de son plus haut historique d'avant crise des subprimes de 2007/2009. La hausse a commencé, en France, en 2018, avant l'épidémie de covid. Elle a repris dès 2021 après les confinements.

Plusieurs facteurs ont contribué à la hausse de l'investissement en France : un effet rattrapage, la baisse des prélèvements, les taux d'intérêt réels négatifs, les aides publiques à l'investissement,

Après la crise financière de 2007/2009, les entreprises ont réduit leurs investissements accumulant un retard important notamment dans les domaines de la robotisation et de la digitalisation. Avec l'augmentation de leur taux de marges, elles ont recommencé à investir, à compter de 2018, notamment pour renouveler leurs équipements devenus obsolètes. Le phénomène de rattrapage ainsi constaté, s'amplifie depuis deux ans.

Les revenus du capital et les bénéficiaires ont profité, depuis quelques années, d'une baisse de leur taux d'imposition. Longtemps, la France se situait parmi les pays de l'OCDE taxant le plus les revenus du capital. Désormais, elle se classe dans la moyenne européenne. Le taux d'imposition sur les profits des sociétés est passé, en France, de 38 à 26 % de 2012 à 2022. Celui des revenus du capital est de 34 % en 2022, contre 45 % en 2012. Cette décade est concomitante avec la reprise de l'investissement.

En France, de longue date, la rentabilité des entreprises était basse puis s'est redressée, ce qui contribue à l'augmentation des investissements d'origine étrangère. Les profits après taxes ainsi que les intérêts et dividendes représentaient, en 2022, 12 % du PIB, contre 9,5 % en 2012. Si ce ratio est en hausse, il demeure

néanmoins nettement inférieur à celui de l'Allemagne (20 %) et à celui de l'Espagne (15 %).

Depuis 2018, les entreprises empruntent à taux réels négatifs, contre plus de 2 % avant 2012. La hausse des taux d'intérêt constatée depuis le milieu de l'année 2022 ne compense pas celle de l'inflation.

Après le « *quoi qu'il en coûte* » qui s'est traduit par d'importants prêts aux entreprises, l'État multiplie les aides en faveur de l'investissement dans la transition énergétique ou en soutien de la relocalisation d'activités déclinantes stratégiques (usines de batteries électriques, de médicaments, de semi-conducteurs, etc.).

Le redressement important de l'investissement des entreprises françaises ne conduit pas, pour le moment, à un redressement de la productivité du travail qui s'est contractée de 5 % depuis 2019. Le déclin de la productivité est un processus complexe associant une série de facteurs (développement de l'apprentissage, difficultés de recrutements, tertiarisation de l'économie, sous-investissement pendant la période 2007/2018). L'augmentation de l'investissement devrait, d'ici quelques années, avoir un effet positif sur la productivité.

HORIZON EXTÉRIEUR

CHINE : LA DERNIERE MARCHE EST HAUTE...

Les dirigeants chinois rêvent que leur pays surclasse les États-Unis d'ici 2049, année du centenaire de la République Populaire. La réalisation de cette ambition a longtemps été portée par une croissance potentielle, élevée, somme de la croissance de la population active et de la productivité du travail, après lissage des variations conjoncturelles. Le vieillissement démographique et le recul des gains de productivité pourraient freiner leurs ambitions.

La Chine est confrontée, depuis quelques années, à un recul rapide de la population en âge de travailler. Cette dernière diminue de 1 % par an quand elle continue à augmenter, aux États-Unis, de 0,4 % par an. Cette contraction de la population active, en Chine, est liée à la forte baisse du taux de fécondité. Le nombre d'enfants par femmes est passé de 1,6 à 1,2 de 1995 à 2022. L'abandon de la règle de l'enfant unique n'a eu qu'un effet temporaire entre 2013 et 2019, le taux est remonté provisoirement à 1,9 avant de chuter à nouveau. Le taux de natalité est passé de 17 ‰ en 1995 à 7 ‰ en 2021.

La productivité par tête est passée de 10 % en 2007 à 5 % entre les années 2010 et 2019. En 2022, la hausse a été de 2 % (lissée sur 4 ans). Aux États-Unis, la productivité lissée sur 4 ans se situe autour de 2 % depuis la crise de 2007/2009. Le recul des gains de productivité en Chine s'explique par le vieillissement de la population et par

l'affaiblissement de l'investissement des entreprises. La croissance de l'investissement qui était de 10 % entre 1995 et 2010 est désormais de 4 %.

La croissance potentielle de la Chine décline rapidement. Lissée sur 4 ans, elle est passée de 14 % en 1995 à 10 % en 2009 puis à 6 % en 2017. En 2022, elle ne s'élevait qu'à 5 %. L'érosion de la croissance potentielle américaine est plus faible. Elle est passée de 4 à 2 % du début du siècle à 2022. D'ici 2030, les taux de croissance potentielle des deux pays devraient converger. Entre 2025 et 2030, la population en âge de travailler reculera en moyenne de 0,9 % par an en Chine et augmentera en moyenne de 0,3 % par an aux États-Unis. Les gains de productivité en Chine seront insuffisants pour faire la différence avec les États-Unis.

Pour contrecarrer la baisse de sa croissance potentielle, la Chine sera tentée de la doper en ayant recours à des plans de soutien. La banque centrale chinoise a ainsi décidé d'abaisser ses taux directeurs. Le gouvernement entend également prendre des mesures pour améliorer l'employabilité des jeunes dont le taux de chômage reste élevé. Ce dernier a atteint 21 % lors du premier semestre 2023.

Entre les États-Unis et la Chine, les jeux ne sont pas encore faits pour le leadership mondial. L'attractivité des premiers demeure élevée, leur permettant d'attirer de nombreux actifs

de toute la planète quand l'Empire du Milieu reste assez réfractaire à l'immigration. Si la productivité, aux États-Unis, est en net recul depuis la crise sanitaire, les capacités de recherche de ce pays sont importantes. La baisse de

l'investissement des entreprises, en Chine, constitue, par ailleurs, un handicap important face au dynamisme des entreprises américaines.

ALLEMAGNE EN RECHERCHE DE NOUVEAUX REPERES

Dans les années 2000 et 2010, l'Allemagne a connu un cycle économique favorable caractérisé par le développement de ses exportations, notamment en direction de l'Asie, par un faible taux de chômage et par une réduction de son endettement public. Après la crise sanitaire, la guerre en Ukraine et la montée du protectionnisme, le modèle de croissance allemand est mis à dure épreuve.

Le PIB de l'Allemagne a commencé à reculer à partir du quatrième trimestre 2022. Moins touchée durant la crise sanitaire que les autres pays européens, l'Allemagne l'est, en revanche, davantage par la guerre en Ukraine qui a remis en cause son approvisionnement pétrolier et gazier. Depuis quarante ans, l'Allemagne a assis sa croissance sur une énergie chère et abondante permettant de compenser des coûts salariaux élevés. Sa croissance reposait également sur les exportations à destination des autres pays européens mais surtout sur celles à destination des pays émergents. La demande interne n'était pas un facteur de croissance. Celle-ci est aujourd'hui peu porteuse en raison d'un fort taux d'épargne des ménages qui dépassait, au début de l'année 2023, 20 % du revenu disponible brut, soit deux points au-

dessus de son niveau d'avant la crise sanitaire. En la matière, l'Allemagne et la France sont dans la même situation et demeurent parmi les pays de l'Union européenne ayant les plus forts taux d'épargne. Le taux d'épargne en Espagne est de 8 % et en Italie de 10 % du revenu disponible brut. Cette propension à l'épargne induit un recul de la consommation d'autant plus que le pouvoir d'achat est en baisse en raison de l'inflation. Depuis le début de l'année 2023, en Allemagne comme en France, la consommation recule à la différence de ce qui est constaté en Italie ou en Espagne.

Les exportations ont été longtemps le moteur de la croissance allemande. Or, celles-ci sont en baisse depuis 2021. L'industrie allemande a été pénalisée par les problèmes d'approvisionnement après la crise sanitaire réduisant sa production. Elle subit de plein fouet l'évolution du commerce international. La guerre en Ukraine a limité ses échanges commerciaux avec la Russie. La Chine, son premier client, achète moins de biens industriels que dans le passé du fait d'une croissance en baisse et d'une réorientation de la demande intérieure en faveur des produits locaux. La montée du protectionnisme constitue une menace pour les exportateurs allemands. La construction automobile, un des

principaux secteurs d'exportation du pays, est confrontée à une profonde mutation. Le passage aux motorisations électriques modifie la chaîne de valeurs des véhicules, les batteries étant l'élément principal en lieu et place des moteurs. En la matière, l'Allemagne est dépendante, en grande partie, de la Chine.

Avec une demande intérieure atone et des exportations en recul, la production de biens d'équipement et de matériel de transport est en baisse depuis la crise de la Covid. Au premier trimestre 2023, elle était 8 % en-deçà de son niveau de 2019. Plusieurs entreprises allemandes ont été contraintes d'arrêter, en 2022, leurs chaînes de production en raison du prix élevé du gaz et du pétrole. Avec la décrue des prix de l'énergie depuis le début de l'année 2023, la situation s'améliore sur ce terrain.

Dans ce contexte peu porteur, l'investissement des entreprises

allemandes progresse moins vite que celui des entreprises françaises ou italiennes. Le taux d'investissement des entreprises, en 2022, s'élevait, en Allemagne, à 13 % du PIB, contre 14 % en France et une moyenne de 13,5 % en zone euro. L'investissement des ménages en logement est également en panne avec un recul de près de 4 % au cours du premier trimestre 2023. La hausse des taux d'intérêt freine les achats de logement.

La récession en Allemagne pourrait perdurer. L'ensemble des moteurs de croissance sont à l'arrêt. Le pays a besoin d'une énergie abordable et d'une reprise en Chine. La réorientation de son industrie automobile vers l'électrique prendra quelques années et suppose un important effort d'investissement. Les pouvoirs publics ont décidé d'accroître leurs efforts en la matière tout comme leurs dépenses de défense ce qui devrait soutenir l'activité dans ce secteur.

PRODUCTIVITE, LES RAISONS DE LA BAISSÉ DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

La productivité du travail recule aux États-Unis depuis le début de 2021 (-5 %) et elle stagne dans la zone euro depuis 2018. Au sein de cette dernière, elle baisse dans plusieurs États membres dont l'Espagne et la France. De 2010 à 2021, elle avait augmenté de 20 % aux États-Unis et de 5 % en zone euro.

Un recul ou une stagnation de la productivité conduisent à une croissance potentielle très faible et contribuent à renforcer les mouvements inflationnistes.

Sans productivité, les entreprises n'ont pas d'autres solutions que de relever leurs prix afin de compenser l'augmentation des coûts salariaux et celle des biens intermédiaires ou de l'énergie. Aux États-Unis, le coût salarial unitaire a progressé de plus de 6 % en 2022 ; en zone euro, la hausse a été de 4 %.

La chute de la productivité surprend. Cette dernière devrait être en progression compte tenu de la hausse des budgets de recherche et de

l'investissement. Les dépenses de recherche et développement sont passés aux États-Unis de 2002 à 2022 de 2,5 à 3,5 % du PIB et en zone euro de 1,8 à 2,2 % du PIB. Les entreprises se robotisent de plus en plus. Le stock de robots pour 100 emplois manufacturiers est passé, de 2002 à 2022, de 0,9 à 2,8 aux États-Unis et de 0,6 à 2,4 au sein de la zone euro. Les entreprises se numérisent de plus en plus. Les investissements NTIC sont, de 2002 à 2022, passés de 2 à 5,5 % du PIB aux États-Unis et de 2 à 3,2 % du PIB en zone euro. Même si un débat existe sur le sujet, le niveau moyen de formation des actifs augmente, ce qui est logiquement favorable à la productivité. La durée des études s'est ainsi allongée dans la zone euro. Elle est passée pour les jeunes âgée de 15 à 29 ans entre 2013 et 2021 de 7,4 à 7,7 ans pour la zone euro. Il est à noter que cette durée à baisser aux États-Unis. Elle n'était plus que de 5,9 ans en 2021, contre 6,5 ans en 2013. En France, plus

Une inadéquation entre offre et demande de travail

Les pénuries de main-d'œuvre peuvent également contribuer au déclin de la productivité. Les secteurs de la restauration, de l'hébergement ou du bâtiment sont particulièrement concernés par ce phénomène. Les entreprises sont contraintes d'embaucher des personnes qui ne remplissent pas toujours les conditions demandées et qui sont moins productives que la moyenne des actifs pour faire face au manque de personnel. Le taux de chômage des diplômés de l'enseignement supérieur est proche de son niveau incompressible au

de quatre enfants sur cinq obtiennent le baccalauréat contre moins de 50 % il y a quarante ans. La France comptait 3 millions d'étudiants en 2021, contre 1 million en 1980 (données INSEE).

Tous ces facteurs positifs n'empêchent pas la productivité de décliner. Quelles en sont les raisons possibles ?

Un manque d'investissement

L'insuffisance de l'investissement des entreprises est souvent pointé du doigt. Ce dernier a reculé à partir de la crise des subprimes de 2008-2009, provoquant un ralentissement important de la croissance du stock de capital des entreprises. L'investissement des entreprises s'élève à 13 % du PIB en zone euro et à 13,8 % aux États-Unis. Il demeure inférieur à sa moyenne de longue période avant la crise de 2008/2009. La progression du stock de capital est nulle en Europe comme aux États-Unis.

sein de l'OCDE. Le gisement de personnel se situe essentiellement parmi ceux n'ayant pas suivi d'études secondaires et supérieures. Le taux de chômage est, pour ces derniers, de 5 % aux États-Unis et de 10 % au sein de la zone euro.

La baisse du temps de travail

La baisse de la durée du travail par salarié est une autre explication de la baisse de la productivité par tête du travail. Cette baisse de la durée du travail a atteint entre 2002 et 2022, 5 % au sein de la zone euro et 3 % aux États-Unis. La baisse est, depuis 2019, importante en Europe. Le développement de l'apprentissage joue également contre la productivité, les salariés concernés étant en partie en

formation. L'essor de l'apprentissage (près d'un million en 2022, contre 300 000 en 2017) et de la formation par alternance expliquerait une partie de la baisse de la productivité constatée en France.

Un rapport au travail modifié

La crise covid a accentué certaines tendances au niveau du marché de l'emploi. Le travail en horaire décalé et pénible trouve moins preneur, obligeant parfois les employeurs à doubler les postes et/ou à augmenter les salaires. Les salariés privilégient un peu plus qu'auparavant leur vie personnelle et sont moins adeptes des heures supplémentaires. Compte tenu du caractère dynamique du marché du travail, le nombre de changement de postes est en croissance ce qui induit des temps de formation accrus et une perte de productivité.

Le vieillissement de la population active

La question sur les effets de la montée en âge de la population active se pose. La proportion des salariés de 50 à 64 ans par rapport à ceux de 20 à 49 ans est passée de 32 à 44 % de 2002 à 2022 aux États-Unis et de 27 à 52 % en zone euro. Certaines études soulignent que l'élévation de l'âge moyen des actifs conduit à une baisse de la productivité pour l'ensemble des actifs en raison d'une moindre diffusion du progrès technique et d'un moindre sentiment d'émulation. D'autres études ne permettent pas de prouver pas que la productivité des salariés âgés soit plus faible.

Une économie de plus en plus tertiaire

L'évolution de la structure de l'économie pourrait expliquer la baisse de la productivité. Celle-ci se tertiarise à travers notamment le développement des services domestiques (aides à la personnes, hébergement, restauration, logistique). Ces services ont par nature une faible productivité. Les nouvelles technologies participent au développement d'emplois générant des coûts et peu de productivité (sécurité informatique, conformité, etc.). L'emploi dans les services aux entreprises et les services aux ménages a augmenté en vingt ans de 50 % en zone euro et de 38 % aux États-Unis. Enfin, le poids croissant des services publics et des prestations sociales pourrait jouer contre la productivité. Avec la crise covid, les dépenses publiques se sont fortement accrues. Elles s'élèvent ainsi à près de 59 % du PIB en France (2022). La chute de la productivité, constatée en zone euro comme aux États-Unis, obéit à des considérations conjoncturelles : maintien de l'emploi malgré la baisse de la production par crainte des pénuries de main-d'œuvre, croissance de l'apprentissage, etc... Elle est également la conséquence d'une déformation de la structure des économies occidentales et d'une augmentation de la réglementation (conformité, sécurité). En imposant une substitution rapide du mix énergétique, la transition énergétique peut également contribuer à cette baisse de la productivité. Les investissements réalisés par les entreprises (robot, digital), les relocalisations et l'amélioration du niveau de formation devraient logiquement provoquer un rebond de la productivité sous réserve que l'efficacité soit au rendez-vous des investissements réalisés.

HORIZON FINANCE

LES BANQUES CENTRALES, LEUR BILAN ET LES TAUX D'INTERET

Depuis la crise financière des années 2007/2009, les banques centrales occidentales ont accru l'offre de monnaie, de manière sans précédent, afin de lutter contre la déflation. La création monétaire a contribué à une forte baisse des taux d'intérêt. Depuis 2022, elles entendent réduire la taille de leur bilan afin d'atténuer les tensions inflationnistes et revenir à une pratique un peu plus classique de la monnaie.

Les taux d'intérêt à long terme dépendent des taux directeurs des banques centrales, des anticipations d'inflation et de la base monétaire (le total du bilan de la banque centrale). De 1999 à 2009, la base monétaire est passée de 1 000 à 4 500 milliards de dollars aux États-Unis et de 800 à 3 000 milliards d'euros en zone euro. Avec la crise sanitaire, la base monétaire a fortement progressé atteignant respectivement 9 000 milliards de dollars et 6 500 milliards d'euros. Au Royaume-Uni, la base monétaire est passée de 100 à 1 200 milliards de livres entre 1999 et 2022.

Selon des études économétriques (Natixis-Patrick Artus), une hausse de 1 000 milliards de dollars aux États-Unis, de 1 000 milliards d'euros dans la zone euro ou de 100 milliards de livres sterling (au Royaume-Uni de la base monétaire provoque une baisse du taux d'intérêt à 10 ans de :

- 20 points de base aux États-Unis ;

- 26 points de base dans la zone euro ;
- 29 points de base au Royaume-Uni.

Compte tenu des évolutions constatées depuis 2008 de la taille du bilan des banques centrales, les taux d'intérêt à long terme de ont été diminué de :

- 146 points de base aux États-Unis ;
- 130 points de base dans la zone euro ;
- 266 points de base au Royaume-Uni.

La hausse du bilan des banques centrales durant la crise sanitaire a permis de réduire le taux d'intérêt à 10 ans de :

- 92 points de base aux États-Unis ;
- 73 points de base dans la zone euro ;
- 115 points de base au Royaume-Uni.

Si la base monétaire avait augmenté comme dans les années 1990, le taux d'intérêt à 10 ans sur les swaps serait aujourd'hui de :

- 5,3 % et non 3,8 % aux États-Unis ;
- 4,3 % et non 3,0 % dans la zone euro ;
- 7,3 % et non 4,6 % au Royaume-Uni.

La réduction du bilan des banques centrales contribuera à l'augmentation des taux d'intérêt à long terme. La hausse pourrait être plus importante en Europe qu'aux États-Unis. D'autres facteurs pourraient également contribuer au maintien de taux d'intérêt plus élevés que

dans le passé : besoins de financement publics en hausse, raréfaction de l'épargne avec le vieillissement de la population, diminution des excédents

commerciaux de l'Union européenne, persistance d'une inflation plus forte que prévu.

LA HAUSSE DES TAUX, EST-CE GRAVE, DOCTEUR ?

De 2015 à 2022, la Banque Centrale Européenne a pratiqué une politique monétaire accommodante. Le passage en territoire négatif des taux d'intérêt a constitué une nouveauté pour de nombreux acteurs économiques. De nombreux articles ont alors été publiés pour mettre en garde sur les dangers de cette politique qui incite à l'endettement et qui alimente la hausse des valeurs « actions » et « immobilières ». L'abandon de cette politique sur fond de résurgence de l'inflation est une source d'inquiétudes. La hausse des taux ruinerait le marché immobilier et provoquerait une baisse de l'investissement. L'économie fonctionne-t-elle mieux avec des taux faibles ou avec des taux en phase avec le rythme de croissance ?

Le taux d'intérêt est le prix de l'argent. Il est le prix de la renonciation à la liquidité. Pour celui qui prête, un taux d'intérêt négatif signifie à l'extrême que le futur pour l'épargnant a moins de valeur que le présent. Certes, un taux négatif est une incitation à l'endettement, à l'investissement avec comme défaut que le système du prix ne joue pas son rôle d'arbitrage. L'argent n'étant pas cher, le risque est grand qu'il soit gaspillé, que l'allocation des ressources ne soit pas optimale.

Le taux d'intérêt est le prix d'équilibre entre offre et demande de monnaie, entre épargne et investissement.

Fondamentalement, l'économie fonctionne mieux avec des taux d'intérêt réels à long terme supérieurs au taux de croissance réelle et avec des courbes des taux d'intérêt ayant une pente ascendante.

Dans les prochaines années, les taux d'intérêt réels à long terme devraient retrouver un niveau au moins égal à la croissance réelle, en raison du besoin important d'investissement. La transition énergétique impose la réalisation d'importants investissements de la part des entreprises au sein de la zone euro. Les pouvoirs publics sont par ailleurs confrontés à une hausse des dépenses de santé, de retraite, de dépendance ou de sécurité ce qui devrait conduire à la poursuite des déficits publics. L'inflation devrait rester plus élevée que dans le passé en raison des effets de la transition énergétique, des relocalisations, le vieillissement démographique et des marchés du travail tendus. Les relocalisations amènent des augmentations de prix pour les biens industriels. La décarbonation de l'économie est également inflationniste. Les énergies renouvelables par leur caractère aléatoire supposent des sources de production de secours ou un stockage (batteries, fabrication d'hydrogène, etc.). Le vieillissement démographique signifie moins d'actifs et plus de retraités ce qui alimente aussi l'inflation.

Dans ce contexte, les taux d'intérêt nominaux à long terme seront supérieurs aux taux d'intérêt nominaux à court terme et les taux d'intérêt réels seront plus élevés que dans le passé. La hausse des taux en cours est jugée brutale et déstabilise certains agents économiques. Elle devrait permettre une meilleure allocation des ressources en contribuant à un allongement de la maturité de l'épargne. L'allongement de la maturité de l'épargne permettra de financer des investissements à long terme (transition énergétique, réindustrialisation). Cette hausse conduira à privilégier l'épargne à long terme et à éviter la multiplication des investissements inefficaces. Elle

limitera l'effet de levier et les bulles sur les prix des actifs. Aux États-Unis, depuis 2009, les indices actions ont été multipliés par trois tout comme le prix des logements. En zone euro, la valeur des logements a doublé de 2009 à 2022 quand l'indice Eurostoxx a gagné plus de 50 %.

Le retour de taux d'intérêt réels positifs, ce qui n'est toujours pas le cas au mois de juin 2023, constituera un gage de bonne gestion en permettant une meilleure rémunération du risque. Il serait également synonyme d'une maîtrise réelle de l'endettement. Celui-ci a, en effet prospéré grâce à la disparition de la contrainte du paiement des intérêts.

HORIZON LOINTAIN

INFLATION, DE NOUVELLES EQUATIONS POUR LE MONDE DE LA FINANCE ?

Après une récession hors norme provoquée par la crise covid-19, l'économie mondiale a connu un rebond important et éphémère, la guerre en Ukraine l'ayant fait basculer en quelques semaines dans une phase de décélération. Mais contrairement aux craintes exprimées au printemps 2022, la récession se fait attendre. L'inflation après avoir dépassé 8 % se réduit tant aux États-Unis qu'en zone euro. Seul le Royaume-Uni semble être confronté à une spirale inflationniste. Les marchés « actions » saluent la résilience des économies occidentales et sont en forte hausse. L'indice S&P 500 des entreprises américaines a augmenté de plus de 14 % durant le premier semestre, le CAC 40 de plus de 12 %.

Ces signes positifs ne doivent pas faire oublier que plusieurs menaces demeurent. L'inflation ne serait que facialement apprivoisée. Sa baisse est avant tout liée à un effet base. Les prix de ce printemps sont comparés à ceux de l'année dernière qui avait fortement augmenté en raison du déclenchement de la guerre en Ukraine. Le ralentissement de l'économie a permis, par ailleurs, une décade des prix des matières premières et de l'énergie. L'inflation sous-jacente demeure néanmoins importante, autour de 7 % au sein de l'OCDE. Les entreprises continuent à répercuter sur leurs prix les hausses de leurs coûts. Les revendications salariales se multiplient faisant craindre un second semestre

plus inflationniste que prévu. Les États ont maintenu des déficits budgétaires élevés en compensant une partie des effets de la vague inflationniste de ces derniers mois.

Les banques centrales sont confrontées à des choix cornéliens. Doivent-elles poursuivre la hausse de leurs taux directeurs ? Peuvent-elles considérer que le travail de réduction est accompli ? Au regard de la bonne tenue des marchés de l'emploi aux États-Unis et en zone euro ainsi que du niveau de l'inflation sous-jacente, le temps ne serait pas à une stabilisation de la politique monétaire. D'un autre côté, le recul de l'inflation et le ralentissement de la croissance peuvent justifier celle-ci. Les banques centrales même si elles sont indépendantes doivent tenir compte de l'état des opinions publiques. Elles doivent surtout, et cela entre dans leurs missions, veiller à la stabilité des systèmes financiers. Une hausse importante des taux d'intérêt peut mettre en difficulté les établissements financiers. Elle peut également provoquer une nouvelle crise des dettes souveraines que nul ne souhaite.

Les investisseurs estiment que les banques centrales seront capables de ramener le taux d'inflation à 2 % d'ici 2025. Or rien ne garantit que cet objectif sera atteint. De nombreux facteurs inflationnistes de nature structurelle sont à l'œuvre : le vieillissement démographique, la

transition énergétique, les relocalisations, etc.

Les facteurs structurels d'inflation

Le vieillissement démographique se traduit par une diminution du nombre d'actifs et une augmentation du nombre de retraités. Il est une source de pénurie de main-d'œuvre ce qui doit amener des hausses de salaires. Par ailleurs, les retraités sont des consommateurs de services à la personne qui bénéficient de peu de gains de productivité. Cette déformation de la demande est également inflationniste.

La transition énergétique nécessite la substitution rapide d'énergies carbonées par des énergies renouvelables. En l'état actuel des techniques, ces dernières ont une efficacité moindre que celles qu'elles remplacent. Elles supposent la réalisation d'équipements de production d'énergie électrique de compléments en cas d'absence de soleil ou de vent. Elles obligent à la réalisation d'infrastructures de stockage (batteries, production d'hydrogène vert) pour la même raison. Les énergies renouvelables devraient, du moins dans un premier temps, coûter plus chères que les énergies carbonées. Les relocalisation et l'instauration de droits de douane (taxe carbone aux frontières par exemple) provoqueront également une hausse des prix.

Le pragmatisme monétaire comme solution

Si les banquiers centraux soulignent leur détermination à revenir à l'objectif des

2 % d'inflation, ils pourraient néanmoins avoir une démarche plus pragmatique. Ils pourraient accepter une inflation de 3 à 4 % permettant un effacement relatif de la dette publique. Les investisseurs n'intègrent pas pour le moment un changement éventuel d'objectif de la part des banques centrales. Le taux des bons du Trésor indexés sur l'inflation, par exemple, est conforme aux attentes d'inflation moyenne de 2,1 % au cours des cinq prochaines années et de 2,3 % au cours des cinq années suivantes.

Une inflation de 3 à 4 % pourrait-elle remettre en cause la crédibilité des banques centrales ? Depuis le début des années 1980, ces dernières ont construit leur légitimité sur la capacité à maîtriser l'inflation. En lâchant du lest, elles accepteraient de facto plus de volatilité sur les marchés et plus d'imprévisibilité au niveau de la croissance.

L'inflation, plus d'inconvénients que d'avantages ?

Une augmentation de l'inflation est susceptible de nuire aux entreprises, rendant plus difficile la gestion de leurs coûts et la fixation des prix. Elle est une source de tensions sociales en aiguissant les revendications de hausses des salaires. Les banques centrales seraient amenées à ajuster en permanence leurs taux directeurs afin d'empêcher tout emballement des prix. Une inflation plus élevée pourrait entraîner de fortes fluctuations au niveau des rendements réels des différentes classes d'actifs, incitant les investisseurs à exiger une décote en compensation de

l'incertitude. Il en résulterait une pression à la baisse sur les marchés. Une inflation plus forte donne l'avantage aux emprunteurs. La hausse continue des prix diminue la valeur réelle de la dette. Si ce scénario se vérifie, les investisseurs exigeront une meilleure rémunération des produits de taux. Ils pourraient d'autant plus l'obtenir que l'épargne devrait être moins abondante dans les prochaines années en raison des besoins des acteurs privés et publics en matière d'investissements (transition énergétique, vieillissement, robotisation, défense, etc.). Les investisseurs pourraient également

demander des couvertures contre l'inflation ce qui amènera à leur renchérissement avec le risque d'une bulle spéculative.

L'abandon de l'objectif des 2 % pour les banques centrales ne serait pas sans conséquence. Il modifierait les anticipations financières. Il pourrait influencer sur le comportement des investisseurs. L'immobilier pourrait être pénalisé tout comme les actions. Le marché obligataire serait en revanche favorisé tout comme celui des couvertures des risques.

SOUVERAINISME ECONOMIQUE, AU-DELA DES CLICHES !

Depuis les années 1970, dans les pays occidentaux, le poids de l'industrie a décliné au point qu'en États-Unis ou au Royaume-Uni, moins de 10 % de la population active y travaille. Depuis trois ans, le discours a changé, les pouvoirs publics souhaitent l'installation au sein de leur pays du plus grand nombre d'usines possible. Ces dernières sont désormais synonymes d'emplois stables bien rémunérés, d'indépendance nationale et de lutte contre le réchauffement climatique (usines de batteries). Elles ont retrouvé tout leur lustre après avoir été considérée comme des lieux d'exploitation, de pollution, des verrues urbanistiques, etc.

De la remise en cause de la mondialisation au protectionnisme

Le souverainisme économique est un concept à la mode. Autrefois cantonné aux équipements militaires, à l'énergie,

aux produits agricoles et aux matières premières, il concerne désormais un nombre croissant de productions. Les perturbations de l'approvisionnement pendant et après la pandémie de covid-19 ont souligné les dépendances des pays occidentaux à l'encontre de certains États. Les pénuries de matériels de santé, de microprocesseurs, de gaz, etc. ont été appréciées comme autant de faiblesses. Depuis, la guerre en Ukraine et les tensions avec la Chine donnent lieu à une remise en cause des processus d'éclatement des chaînes de valeurs. L'Empire du Milieu se montre en effet de moins en moins coopératif. Le 3 juillet dernier, le gouvernement chinois a annoncé son intention de restreindre l'exportation de deux métaux, le gallium et le germanium, nécessaires aux technologies optiques et semi-conductrices. Cette décision est une réponse à la limitation par les États-Unis de l'exportation de biens, tels que les microprocesseurs de haute

technologie et des machines qui les produisent. Le retour du souverainisme économique intervient après plusieurs décennies de mondialisation, celle-ci étant accusée à tort ou à raison comme responsable du déclin de l'industrie en Occident. Il marque une remise au goût du jour du protectionnisme. La lutte contre le réchauffement climatique sert également de trame de fond à cette volonté de contrôler plus fortement certains secteurs d'activité.

Le retour en grâce de l'industrie

Aux États-Unis, Joe Biden a lancé avec l'Inflation Recovery Act, un plan portant sur 1 000 milliards de dollars, soit 5 % du PIB, afin de faciliter la création d'usines pouvant contribuer à la lutte contre le réchauffement climatique. La recherche d'une réponse, il a engagé environ 1 milliard de dollars. L'Union Européenne a lancé également un plan doté de 750 milliards d'euros et a modifié les règles en matière d'aides d'État, afin que les gouvernements nationaux puissent subventionner l'installation d'usines sur leur territoire. Ces initiatives reprennent la philosophie des plans mis en œuvre par les pays émergents et notamment la Chine. Le plan « Made in China » vise à transformer et doter le pays d'une industrie de pointe dans tous les grands secteurs. La stratégie indienne « Make in India » espère porter le poids de l'industrie au sein de la valeur ajoutée du pays à plus de 25 % d'ici 2025. Plusieurs pays se sont engagés dans des processus d'industrialisation rapide. Dotés d'abondantes ressources naturelles, l'Indonésie et le Zimbabwe ont pris des mesures pour limiter voire

interdire l'exportation de ces dernières afin de les valoriser sur place en créant, avec l'appui de capitaux étrangers, des usines. La Chine entend faire de même avec les terres rares, indispensables pour la fabrication notamment des batteries.

Le renouveau de l'industrie est né d'une désillusion de la mondialisation des années 1990/2000. La polarisation des emplois, se traduisant par le délitement des classes moyennes, a généré un climat de défiance au sein de nombreux pays. Les emplois industriels stables, relativement bien payés ont remplacé par des emplois dans les services domestiques bien souvent précaires. Si des emplois à forte qualification et rémunération ont été créés en lien avec la digitalisation de l'économie, ils ne l'ont pas été en grand nombre. Dans ce contexte, les classes moyennes sont traversées par la crainte du déclassement. La tertiarisation des économies occidentales s'est accompagnée d'un affaiblissement de la croissance sur fond de diminution des gains de productivité. L'industrie est considérée comme le principal vecteur de l'innovation et donc de productivité. Elle devient indissociable de la décarbonation des activités économiques. La notion de circuit court s'impose, par ailleurs, avec la nécessité de limiter le recours aux transports au long cours pour les produits industriels.

La réindustrialisation, défis et mirages

La réindustrialisation souhaitée par tous les gouvernements et par les populations ne sera pas aisée à réaliser et ses effets sur les économies ne seront

pas automatiquement à la hauteur des espoirs des uns et des autres. Les usines automatisées et robotisées ne constituent plus un vecteur important de création d'emplois. L'usine de véhicules électriques de Ford à Cologne emploie peu de salariés. Les travaux de peinture et d'assemblage se déroulent sous la surveillance de quelques ouvriers. Les robots d'assemblage sont désormais dotés de logiciels de contrôle et de dépannage. La production de batteries est également totalement automatisée. À la différence des voitures à moteur thermique, celles dotées d'une motorisation électrique comportent un nombre réduit de pièces facilitant l'automatisation poussée de leur fabrication. Les emplois dans les nouvelles usines exigeront, en revanche, des compétences élevées essentiellement en lien avec la programmation des machines. Au niveau de l'emploi, la priorité de l'industrie est d'attirer de jeunes talents afin de répondre au manque de techniciens et d'ingénieurs. Les jeunes diplômés, après avoir privilégié la finance, recherchent des emplois dans les start-ups ou dans des activités en lien avec l'environnement. Si pendant des années, les salaires dans l'industrie étaient plus élevés que la moyenne de ceux proposés tous secteurs confondus, ce n'est plus le cas. Aux États-Unis, ils sont désormais inférieurs de 5 % à ceux des travailleurs similaires du secteur des services.

La relocalisation des activités industrielles ne se décrète pas d'un coup de baguette magique. La complexité des chaînes de valeurs freine la modification des processus de production. La Chine

dispose de centres industriels intégrés sur lesquels se trouvent de nombreux sous-traitants ayant l'habitude de travailler ensemble. Apple qui a souhaité être moins dépendante de la Chine en s'installant en Inde l'a appris à ses dépens ; il n'est pas aisé de créer rapidement un nouveau centre de production performant. Dans son usine indienne, elle se contente de réaliser de l'assemblage de pièces en provenance d'autres pays, notamment de Chine.

La guerre des subventions, un jeu à somme nulle voire perdant/perdant ?

La propension des États à multiplier subventions et mesures protectionnistes pourrait se révéler contreproductive. Dans le passé, ces pratiques ont pu, à court terme, favoriser l'industrie dans les pays qui y ont eu recours mais sur le long terme, elles ont été des sources de gaspillage et d'appauvrissement. En limitant la concurrence, elles génèrent une mauvaise utilisation des ressources publiques et des surcoûts se traduisant par des hausses de prix. Le lien entre croissance et mesures de protection de l'industrie n'est pas vérifié.

Les aides à l'industrie seraient justifiées par l'ardente obligation d'accélérer la transition énergétique. Sans ces aides, les entreprises n'auraient pas les capacités financières pour réaliser les investissements nécessaires – investissements évalués selon l'Agence internationale de l'énergie à 4 000 milliards de dollars par an (soit 4 % du PIB mondial actuel) d'ici 2030. La multiplication des aides n'est pas sans risque. Les pouvoirs publics peuvent

opter pour de mauvais choix technologiques et financiers comme cela a été constaté dans le passé (plans Calcul en France par exemple). Les aides publiques peuvent conduire à la réalisation d'investissements inutiles et à une surproduction. Aux États-Unis, la production de panneaux solaires dépasserait la demande probable jusqu'en 2030, ce qui pourrait être également le cas pour les batteries quand toutes les usines en cours de construction seront livrées. La course aux subventions est un jeu à somme nulle. Après octroi de subventions par les Hollandais, ProLogium, une entreprise taïwanaise a choisi, de construire son usine d'édulcorants en France au détriment des Pays-Bas. Le combat devient ainsi intra-européen et remet en cause les grands principes du marché unique. Les petits États membres sont défavorisés par rapport aux grands, faute de pouvoir s'aligner sur le montant des subventions consenties. Au vu du montant croissant de des dernières, les États sont de moins en moins garantis de les récupérer sous forme d'impôts et prélèvements sociaux. Des rapports suggèrent que l'Allemagne a augmenté son offre à Intel de 7 milliards d'euros à 10 milliards d'euros afin de s'assurer que le fabricant de microprocesseurs construise une nouvelle usine à Magdebourg. Le constructeur américain avait décidé la création d'une implantation en Europe et bénéficie ainsi d'un effet de rente. Les contribuables allemands financent ainsi une implantation qui financièrement n'avait pas besoin de subventions.

Services et industrie : une réelle complémentarité

Opposer industrie et service est artificiel. Les frontières entre les deux secteurs sont poreuses. Les activités industrielles et de services s'entremêlent comme le prouve Apple. La productivité n'est pas l'apanage exclusif de l'industrie. Les services financiers, informatiques et juridiques peuvent stimuler la productivité dans l'ensemble de l'économie et être des sources de croissance. Selon le FMI, l'écart entre la croissance de la productivité du secteur manufacturier et celle des services s'est rétréci, ces vingt dernières années, dans de nombreux pays. En Chine et en Inde, la productivité des services augmente plus vite que dans l'industrie. Les gains de productivité sont générés de moins en moins par l'industrie seule ; ils proviennent de plus en plus de l'association de l'industrie et des services. Le déclin de l'industrie, aux États-Unis, a facilité l'essor des nouvelles techniques de l'information et de la communication qui ont attiré les jeunes diplômés. Ce secteur a généré des gains de productivité qui se sont diffusés dans les autres secteurs. La mondialisation n'a pas empêché l'Allemagne de conserver une industrie puissante. Taïwan a de son côté mis un terme, dans les années 2 000, à sa législation antidélocalisation considérant qu'elle était contreproductive. Le protectionnisme diminue la productivité en ralentissant les innovations et leur diffusion.

* *
*

Dans une économie mondialisée comportant de nombreux États ayant atteint un niveau de développement élevé, les restrictions d'approvisionnement sont moins perturbatrices qu'elles pouvaient l'être au XIX^e siècle lors du blocus continental napoléonien, des deux derniers conflits mondiaux ou encore durant la guerre du Kippour en 1973. Quand la Russie a engagé sa guerre contre l'Ukraine au printemps 2022, l'Europe continentale recevait 40 % du gaz russe. Les approvisionnements se sont réduits rapidement dès l'été et les prix ont quadruplé. Les gouvernements ont craint une pénurie de gaz et d'électricité durant l'hiver, pénurie qui n'a pas eu lieu. Les Européens ont réussi à s'approvisionner aux États-Unis, au Qatar, en Algérie ou en Norvège. Ils ont diminué de 20 % leur consommation de gaz. La hausse des prix a contribué à ralentir la croissance mais aucun krach

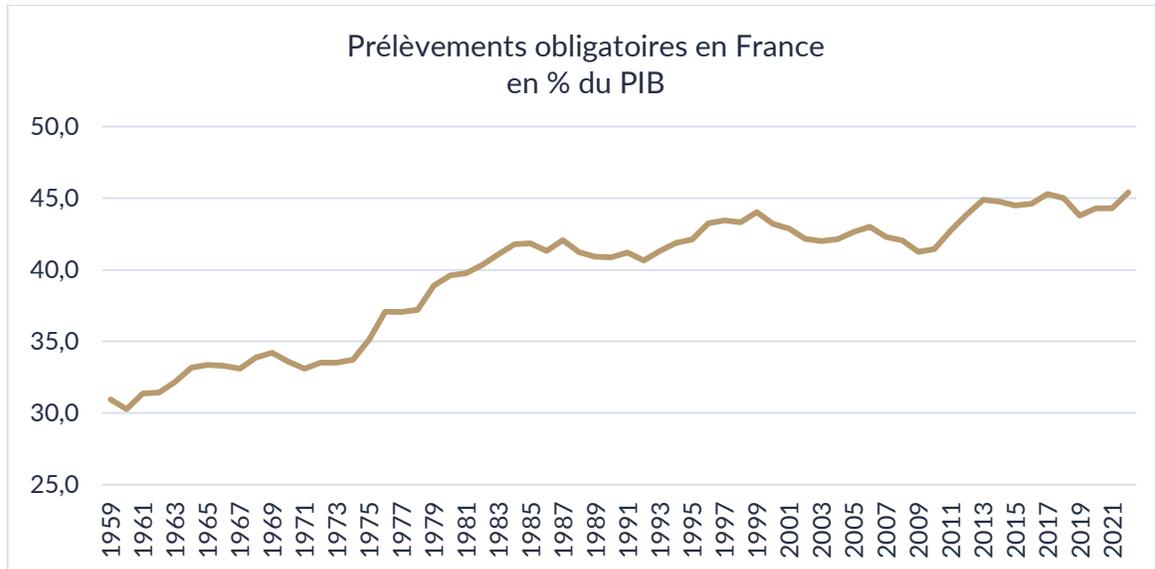
n'a été constaté. Précédemment, en 2010, quand la Chine a bloqué les livraisons en terres rares à destination du Japon, les entreprises nippones ont trouvé des moyens de remplacer ces intrants assez rapidement. Les marchés ont une capacité naturelle à surmonter les pénuries, pour la simple raison qu'ils ont pour objectif de produire sans réaliser de pertes financières. Une étude du FMI de 2022 souligne que contrairement aux allégations maintes fois énoncées, une plus grande autosuffisance rendrait les pays plus vulnérables aux chocs économiques. Les relocalisations rendraient la production dépendantes des conditions locales et vulnérables à un choc local important. En comparaison, les chaînes d'approvisionnement diversifiées sont plus résilientes, car elles dépendent de la performance économique d'un éventail de pays différents. Habitues à opter pour les meilleurs circuits d'approvisionnement, les entreprises sont outillées pour en changer assez facilement.

POINTS DE REPÈRE

45,4 % DU PIB, LE TAUX DE PRELEVEMENTS OBLIGATOIRES EN FRANCE

Les prélèvements obligatoires en France ont atteint un nouveau record en 2022 à 45,4 % du PIB. Ils sont ainsi supérieurs de 15 points à leur niveau atteint en 1960 et plus de 5 points au-dessus de leur

niveau de 1981. La France se classe à nouveau au premier rang en Europe devant le Danemark (44,5 % du PIB). En 2023, les prélèvements obligatoires pourraient-ils augmenter à nouveau ?



Cercle de l'Épargne - données INSEE

LA FRANCE ET SA DETTE PUBLIQUE

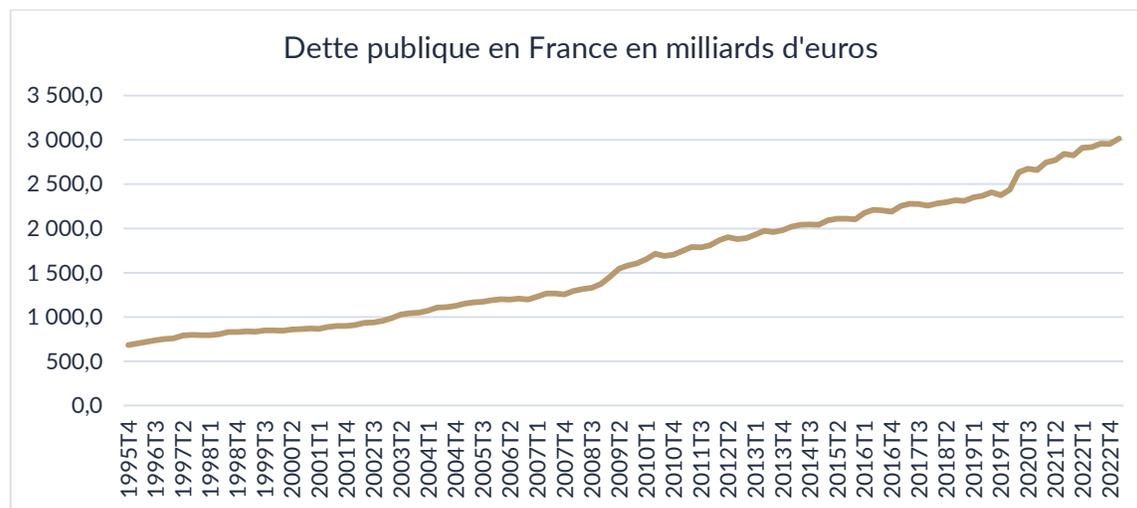
À la fin du premier trimestre, la dette publique au sens de Maastricht a, en France, selon l'INSEE, augmenté de 63,4 milliards d'euros pour atteindre 3 013,4 milliards d'euros. Exprimée en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), elle augmente de 0,7 point par rapport au quatrième trimestre 2022 et s'établit à 112,5 %. La dette nette publique augmente de son côté de 58

milliards d'euros et s'établit à 102,0 % du PIB.

L'augmentation de la dette brute des administrations publiques résulte de celles de l'État et des administrations de sécurité sociale. La dette de l'État a augmenté de 48,6 milliards d'euros. La contribution des administrations de sécurité sociale (Asso) à la dette publique s'est accrue de 17,4 milliards d'euros. Cet

endettement est principalement porté par la Cades (+11,7 milliards d'euros). La dette des organismes divers

d'administration centrale diminue, celle des administrations publiques locales reste stable.



Cercle de l'Épargne - données INSEE

LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	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 %
Deuxième trimestre 2023	+0,5 %	0,0 %	-0,3 %	+0,4 %	+0,3 %
Inflation En % - juillet 2023	5,0	6,2	6,4	2,3	5,3
Taux de chômage En % - mai 2023	7,0	2,9	7,6	12,7	6,5
Durée annuelle du Travail (2022)	1493,7	1337,9	1696,5	1643,6	-
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 - avril 2023	-1,8	+4,5	-0,8	+1,7	-0,5
Échanges de biens En % du PIB - avril 2023	-5,8	+2,9	-0,9	-4,4	-2,0
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 MARCHES FINANCIERS

		RESULTATS – JUILLET 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	31 juillet 2023	7 497,78
	Évolution en juillet 2023	+2,53 %
	Évolution sur 12 mois	+16,27 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	31 juillet 2023	16 446,83
	Évolution en juillet 2023	+3,27 %
	Évolution sur 12 mois	+23,13 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	31 juillet 2023	7 699,41
	Évolution en juillet 2023	3,05 %
	Évolution sur 12 mois	+3,72 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	31 juillet 2023	4 475,67
	Évolution en juillet 2023	+2,82 %
	Évolution sur 12 mois	+20,75 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	31 juillet 2023	35 559,53
	Évolution en juillet 2023	+3,97 %
	Évolution sur 12 mois	+8,01 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	31 juillet 2023	14 346,02
	Évolution en juillet 2023	+5,44 %
	Évolution sur 12 mois	+15,66 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	31 juillet 2023	4 588,96
	Évolution en juillet 2023	+4,11 %
	Évolution sur 12 mois	+10,82 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	31 juillet 2023	33 172,22
	Évolution en juillet 2023	-0,19 %
	Évolution sur 12 mois	+19,3275%
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	31 juillet 2023	3 291,04
	Évolution en juillet 2023	+3,49 %
	Évolution sur 12 mois	+1,24 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1,0697
	31 juillet 2023	1,1006
	Évolution en juillet 2023	+1,47 %
	Évolution sur 12 mois	+7,88 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	31 juillet 2023	1 971,70
	Évolution en juillet 2023	+3,22 %
	Évolution sur 12 mois	+11,67%
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	31 juillet 2023	85,47
	Évolution en juillet 2023	+15,18 %
	Évolution sur 12 mois	-22,16 %

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