

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« Au-delà des rendez-vous manqués »	2
HORIZON FRANCE	3
<i>France ou quand l'enfer côtoie le paradis</i>	3
<i>De quelle fortune parlons-nous ?</i>	6
HORIZON EXTÉRIEUR	7
<i>L'Allemagne en plein doute</i>	7
<i>Chine, l'Occident, le divorce impossible ?</i>	11
HORIZON FINANCE	13
<i>Qu'est qu' une dette supportable ?</i>	13
<i>De nouveaux actionnaires en France</i>	15
HORIZON LOINTAIN	16
<i>Travail, travail...</i>	16
<i>Faut-il craindre le retour du protectionnisme ?</i>	20
POINTS DE REPÈRE	23
<i>Le retour gagnant des dépôts à terme</i>	23
<i>Télétravail, tout le monde n'est pas logé à la même enseigne</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

« AU-DELÀ DES RENDEZ-VOUS MANQUÉS »



Ces trente dernières années, l'Europe a manqué de nombreux rendez-vous. Après la chute de l'URSS, en 1991, les États européens ont profité des dividendes de la paix mais sans investir dans le futur. En matière de défense, ils ont désarmé laissant aux États-Unis le soin de garantir la paix dans le monde. En matière économique, l'élargissement du marché unique et la création d'une monnaie commune ont été les seuls projets réalisés sachant que l'euro demeure inachevé en raison de l'absence d'outils budgétaires permettant de contrecarrer des crises asymétriques. Tous les États sont responsables de la bonne gestion de la monnaie mais ils ne sont pas solidaires en cas de problème majeur. L'épidémie de covid a certes vu la mise en place d'un plan d'inspiration fédérale mais ce dernier demeure limité et circonscrit à cet événement. Face à l'interventionnisme américain qui prend notamment la forme de l'Inflation Reduction Act, l'Europe demeure désarmée. Celle-ci a raté la révolution technologique de la fin du siècle dernier, marquée par les microprocesseurs et la diffusion d'Internet. Elle pourrait également louper celle de l'Intelligence Artificielle et de la transition énergétique avec un risque de réelle marginalisation économique. L'Europe a manqué le rendez-vous géopolitique. Situé entre les États-Unis et la Chine, elle avait la possibilité de s'affirmer comme une

puissance autonome. Or, par facilité, elle a récusé ce rôle. Les Allemands ont préféré développer leurs échanges avec la Chine tout en bénéficiant de la protection américaine. La France s'est enfermée dans les déficits et a connu une désindustrialisation sans précédent. L'Italie, également fortement endettée, n'a pas réussi à se relever économiquement depuis une vingtaine d'années. L'incapacité de l'Europe de se penser comme continent est manifeste. Après 1991, l'idée, initiée par les Américains, a été de rejeter la Russie à l'est en intégrant le plus rapidement les États d'Europe de l'est dans l'Union européenne et dans l'OTAN. L'énergie et les matières premières en provenance de Russie ont été accueillies à bras ouverts mais sans être accompagnées d'une démarche ou d'un projet politique. Comme aux siècles précédents, les Russes ont eu la crainte d'un encerclement pouvant remettre en cause leurs intérêts. Ce manque de projet politique à l'échelle du continent européen a conduit à une « extrémisation » des positions de part et d'autre. L'Ukraine qui signifie « marges » ou « frontières » est devenue un enjeu pour la Russie comme pour l'Union européenne. L'évolution de L'Ukraine, grenier à grains de l'Europe, ne pouvait pas laisser indifférente la Russie tant pour des raisons économiques et historiques. Au regard des relations conflictuelles qu'ont entretenues, dans le passé, la France, la Prusse puis l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Autriche, les questions de voisinage sont, en Europe, d'une rare complexité qui ne peuvent



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

donner lieu à des réponses manichéennes. Aujourd'hui, l'idée d'une communauté économique entre l'Union européenne et la Russie, malgré les intérêts communs, ne peut plus être d'actualité. Néanmoins, un jour ou l'autre, afin de sécuriser les pays d'Europe de l'est, et de favoriser le développement économique sur le vieux continent, il sera nécessaire de travailler à l'établissement d'une nouvelle coopération sur des bases saines. La France et l'Allemagne ont été capables après trois guerres d'une violence sans équivalent dans l'histoire, de s'engager

dans le processus de la construction européenne. Celle-ci a été réalisée pas à pas, en commençant par l'acier et le charbon pour se poursuivre avec le marché unique et l'euro. Quand la guerre sera terminée, le plus tôt possible espérons-le, inspirons nous de cette construction européenne afin de rapprocher la Russie du reste du continent européen.

Jean-Pierre Thomas

Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

FRANCE OU QUAND L'ENFER CÔTOIE LE PARADIS

Au cours du premier semestre, la France a connu deux crises : la réforme des retraites et les émeutes dans certains quartiers en lien avec la mort d'un adolescent de 17 ans provoquée par la balle tirée par un policier. Ces deux crises de nature différente ont profondément marqué le pays et n'ont pas contribué à atténuer le fort sentiment de défiance qui traverse la population. La réforme des retraites a prouvé tout à la fois le refus de la part de la population du changement pour faire face au vieillissement démographique et l'incapacité des pouvoirs publics à construire du consensus sur ce sujet majeur. La fusillade mortelle et les émeutes qui s'en sont suivies ont souligné une violence de plus en plus difficile à canaliser. En la matière, la France possède un taux de détention parmi les plus élevés au sein de l'Union européenne. Le pays comptait 74 000 détenus au 1^{er} juillet

2023, pour un peu plus de 60 500 places opérationnelles dans les prisons.

Des réussites souvent méconnues ou injustement dépréciées

Au-delà des gros titres dans les médias et des invectives sur les réseaux sociaux, la France a un autre visage, celui d'un pays qui arrive à surmonter les crises qui se succèdent à un rythme effréné depuis plusieurs années. Au deuxième trimestre 2023, la croissance française est une des plus élevées au sein de l'Union européenne. Depuis 2018, la croissance cumulée du PIB a été deux fois supérieure à celle de l'Allemagne, et devant la Grande-Bretagne, l'Italie et l'Espagne. Le taux de chômage est revenu à un niveau inconnu depuis quarante ans. Celui des jeunes de moins de 25 ans est en net recul. Il est passé en quelques années de 25 à 16 %.



L'économie française bénéficie de moyens de transports modernes grâce notamment au réseau de train à grande vitesse. Le pays dispose d'un nombre d'aéroports sans comparaison en Europe. Le réseau autoroutier, plus de 11 000 kilomètres, irrigue l'ensemble du territoire (sauf la Corse). Si le recours à des entreprises privées est contesté par certains, il offre un niveau d'entretien supérieur ce qui est constaté au sein des autres pays européens. La France, avec ses 56 réacteurs nucléaires produit l'électricité la moins carbonée d'Europe. Ces réacteurs fournissent plus de 66 % de l'électricité de la France, même si en 2022 des problèmes de maintenance ont provoqué une chute de production. Six réacteurs de nouvelle génération sont en projet s'ajoutant à celui en cours de construction.

La France compte plus d'entreprises dans le top 100 mondial, mesuré par la capitalisation boursière, que tout autres pays européens. Elle le doit en grande partie à ses géants du luxe dont la rentabilité a progressé au cours de la dernière décennie. Les marques de luxe françaises étaient, en 2022, plus rentables que les entreprises technologiques américaines. LVMH est la première capitalisation boursière. La France dispose également de la première banque européenne avec BNP Paribas. Entre 2017 et 2022, le pays a, par ailleurs, augmenté sa part des exportations mondiales d'armes de quatre points. Les parts de marché de la France pour ce secteur d'activité s'élèvent à 11 %. L'année dernière, la France a déposé plus de brevets que la moyenne de ses grands voisins européens, et près de deux fois plus que la Grande-Bretagne. Le plateau

de Saclay est en voie de devenir le plus grand cluster de haute technologie en Europe capable de rivaliser avec ceux de Californie ou de Boston.

La France est le pays de l'OCDE où la création d'entreprises est la plus dynamique. Si longtemps, le nombre d'entreprises de taille intermédiaire ou les licornes (start-up valorisée à plus d'un milliard d'euros) était insuffisant, une évolution est en cours. En 2022, la France comptait ainsi 25 licornes. Dans les écoles de commerce comme dans celles d'ingénieurs, les étudiants sont de plus en plus attirés par les start-ups et globalement par la création d'entreprises. Avec l'appui du gouvernement, quatre giga-usines de batteries sont en cours de construction dans le nord de la France autour des villes Dunkerque, Douvrin et Douai dans l'ancien bassin minier. La France devrait être l'un des plus grands producteurs de batteries électriques en Europe d'ici cinq ans. La France est redevenue, en 2022, un des principaux pays d'accueil des investissements internationaux.

Le taux de pauvreté français est inférieur à la moyenne de ses voisins européens et près de deux fois plus faible à celui des États-Unis. Il est stable depuis plus de dix ans autour de 14 %. Les dépenses sociales, plus du tiers du PIB, sont les plus élevées de l'OCDE. Elles assurent plus de 50 % des revenus des Français les plus modestes. L'école est obligatoire dès l'âge de trois ans, ce qui fait de la France un des pays en pointe en la matière. L'espérance de vie est une des plus longues de l'OCDE. Elle est supérieure de six ans à celle des Américains.



Une défiance incrustée

La France est un pays où la population est traditionnellement révolutionnaire ou contestataire. Le dénigrement est devenu une religion. Il est de bon ton de critiquer le gouvernement, les grands chefs d'entreprise, voire tous ceux qui ont réussi à l'exception peut-être des stars du ballon rond. Les Français estiment que le pays est profondément inégalitaire. Pourtant, les inégalités de revenus, en France, comptent parmi les plus faibles de l'OCDE. Le rapport des revenus des 10 % les plus aisés par rapport à ceux les 10 % les plus modestes après redistribution et prélèvements est de 3,5 ; ce rapport étant globalement stable depuis des années. Les inégalités à la différence de ce qui est constaté au Royaume-Uni ou aux États-Unis n'ont pas, en effet, progressé ces vingt dernières années. Si dans ce dernier pays, les milliardaires sont encensés, en France, ils sont raillés en France sur fond d'amalgame, la valorisation boursière de leur patrimoine étant bien souvent confondue avec leurs revenus. En 2022, six des dix premiers milliardaires européens étaient français. Cette présence de milliardaires donne lieu à des demandes d'augmentation des impôts. Il a ainsi été demandé durant le débat sur la réforme des retraites que Monsieur Bernard Arnault verse les 10 milliards d'euros correspondant au gain du report de l'âge de départ.

Des faiblesses évidemment, mais également constatées dans d'autres pays

Comme d'autres pays européens, la France est confrontée à la crise de son système de santé notamment provoquée par le vieillissement de sa population. La

concentration de la population au sein de grandes agglomérations a eu comme conséquences une désertification accrue du milieu rural. Les salaires réels moyens sont restés stables, depuis une dizaine d'années. Ces derniers ont progressé moins vite qu'en Allemagne ou aux États-Unis. Cette évolution n'est pas sans lien avec le développement des transferts sociaux pour lesquels la France détient le record au sein de l'OCDE. Ces dépenses sociales élevées visent à compenser les faibles revenus mais elles freinent, par ricochet, les revalorisations salariales. La désindustrialisation qui s'est accompagnée d'une polarisation des emplois explique la faible augmentation des salaires. L'industrie emploie 12 % des actifs français en 2022, contre plus de 20 % dans les années 1980. La multiplication des emplois à faible valeur ajoutée dans les services domestiques contribue au sentiment de défiance.

L'incapacité des pouvoirs publics, depuis cinquante ans, à assainir les comptes publics est une épée de Damoclès pour le pays. Celui-ci doit également faire face, comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, à un solde industriel négatif qui est néanmoins compensé par les exportations de services et les flux générés par les touristes étrangers. Tant pour la croissance que pour les salaires, le point le plus inquiétant est la baisse de la productivité dans les prochaines années. La France n'est pas la seule à être confrontée à ce problème. Elle partage ce problème avec l'Espagne et les États-Unis.

À force de noircir le trait, les Français auraient-ils perdu le sens de la mesure ? En étant la première destination touristique au monde, le pays est reconnu comme un



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

modèle en ce qui concerne les conditions de vie. Son offre en services publics et en loisirs demeure enviée. À l'étranger, la France étonne avant tout par sa capacité à maintenir un taux de croissance honnête avec des prélèvements obligatoires élevés, un droit du travail strict et une administration parfois tatillonne. L'autre

source d'étonnement est le pessimisme qui transcende le pays et cela depuis des années. L'écrivain Sylvain Tesson avait parfaitement synthétisé le paradoxe français en écrivant que « *La France est un paradis peuplé de gens qui se croient en enfer* ».

DE QUELLE FORTUNE PARLONS-NOUS ?

Selon le rapport sur la richesse mondiale de Crédit Suisse et UBS, La France se classe à la troisième place au niveau mondial pour le nombre de millionnaires derrière les États-Unis et la Chine et devant le Japon. Selon cette étude, près de 1 Français sur 20 serait millionnaire, soit 3 millions de personnes. Si dans la grande majorité des pays, le nombre de millionnaires a baissé en 2022, il a augmenté en France. Le patrimoine des ménages français est avant tout de nature immobilière quand chez ses partenaires le poids des actifs financiers y est plus important. La valeur de ces derniers ayant diminué quand celle de l'immobilier a continué à augmenter, il en résulte que les Français ont enregistré une valorisation de leur patrimoine supérieure à celle de leurs voisins.

Selon l'INSEE, les 10 % des ménages les mieux dotés ont un patrimoine brut supérieur à 607 700 euros. Ceux qui détiennent plus d'un million d'euros constituent une sous-partie de cet ensemble. Selon une étude de l'INSEE de 2021 (fondée sur des chiffres de 2018), seuls 3 % des ménages ont un patrimoine brut dépassant le million d'euros. Ces 3 % détiennent près d'un quart du patrimoine national. Pour deux tiers d'entre eux, les actifs immobiliers représentent plus de la

moitié de leur fortune. Les 1 % les mieux dotés ont un patrimoine brut supérieur à 2 millions d'euros. Il atteint 4,3 millions d'euros en moyenne. Ces ménages possèdent 16 % du patrimoine national. La structure patrimoniale des 1 % des plus riches diffère de celle des autres millionnaires avec un poids plus important des actifs financiers. Ces derniers représentent 34 % de leur patrimoine, contre 30 % pour les actifs immobiliers et 28 % pour les actifs professionnels. Pour les 10 % des ménages les mieux dotés, le poids des actifs financiers n'est que de 16 %.

27 % des ménages les mieux dotés en patrimoine sont des travailleurs indépendants ; 14 % sont des commerçants et chefs d'entreprise, 8 % sont des professions intermédiaires, et 6 % sont des agriculteurs. 39 % sont retraités.

La région francilienne ne représente que 19 % de population nationale mais 43 % des personnes à très haut revenu (les 1 % des plus riches) et 54 % des très aisées (les 0,1 % des plus riches). Paris possède 20 % des très hauts revenus français et les Hauts-de-Seine, 10 %.

La faible détention d'actions a contribué à l'enrichissement, en 2022, des ménages



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

français dont le patrimoine est avant tout immobilier. Pouvons-nous sérieusement qualifier telle ou telle personne comme riche par le simple fait qu'elle possède sa résidence principale dont la valeur a été

multipliée par deux en une vingtaine d'années? Il n'y a pas de réel enrichissement mais une simple inflation de certains biens.

HORIZON EXTÉRIEUR

L'ALLEMAGNE EN PLEIN DOUTE

Les années 2010 furent une décennie en or pour l'Allemagne avec, à la clef, l'absence de chômage, des excédents commerciaux sans précédent, et une croissance supérieure à celle de ses partenaires. Depuis la crise covid, le modèle allemand qui repose sur l'industrie et les exportations s'enraye. Les échanges avec la Chine, devenue son premier client, sont remis en cause par la multiplication des sanctions commerciales et par le ralentissement de la croissance de ce pays. L'industrie est confrontée à la montée des prix de l'énergie et des matières premières. Cette dernière doit, en outre, gérer le défi de la transition énergétique.

Quelques années après avoir été qualifiée d'État malade de l'Union européenne, l'Allemagne, a vécu à partir de 2003 un deuxième miracle économique après celui des années 1950/1960. La crise financière de 2008/2009 a, à peine, entravé sa croissance. Ce miracle a été imputé, en partie, aux réformes du marché du travail initiées par Gerhard Schröder, chancelier de 1998 à 2005, associées à la restauration des comptes publics. L'économie allemande a profité du décollage des pays de l'Asie du sud-est.

Sa spécialisation coïncidait avec les besoins de ces pays en biens d'équipement et en voitures de luxe. 7 millions d'emplois ont été créés pour satisfaire la demande en provenance des pays émergents. Du milieu des années 2000 à la fin des années 2010, le PIB allemand a progressé de 24 %, contre 22 % pour celui du Royaume-Uni et 18 % pour la France. Cette période a été marquée par un consensus important au sein de la population avec une convergence de vue entre les employeurs et les syndicats. Angela Merkel a représenté pendant une dizaine d'années cette Allemagne qui gagne avec comme symbole la victoire de la Mannschaft à la coupe du monde de football en 2014. C'est l'époque où l'on se plaît à définir le football comme un sport se pratiquant à onze contre onze avec un ballon, où à la fin c'est l'Allemagne qui gagne. L'Allemagne supplante tous les autres États de l'Union européenne au point qu'outre-Atlantique, de nombreux experts en géopolitique estiment que l'Europe est désormais allemande. Lors du début de l'épidémie de covid, l'Allemagne dont les finances publiques sont saines, ne connaît pas les mêmes problèmes que l'Italie ou la France. Moins touchée par



la première vague, elle n'est pas confrontée au problème du manque de lits. Les autorités ne décident pas l'instauration d'un confinement strict, ce qui permet d'éviter un arrêt brutal de l'économie. Le pays sera, en revanche, plus durement frappé par le covid à l'occasion des deuxième et troisième vagues. Les confinements locaux perdureront plus longtemps que dans la moyenne des pays de la zone euro. Nul n'imagine alors que la réussite allemande puisse être rapidement remise en cause. À l'image de l'équipe allemande de football qui connaît déconvenues sur déconvenues depuis huit ans, les atouts de l'économie allemande se fissurent les uns après les autres. En 2023, Le pays est entré en récession et connaît une expansion moins rapide que la France ou l'Espagne sur ces cinq dernières années.

Une industrie fragilisée par l'augmentation des prix de l'énergie

Avant la guerre en Ukraine, près de la moitié du gaz naturel consommée par le pays provenait de Russie et un quart du pétrole. L'industrie allemande a prospéré dans les années 2000 grâce à un accès abondant et relativement peu coûteux aux énergies carbonées. En quelques mois, elle a dû trouver de nouveaux fournisseurs au prix d'un surcoût non négligeable. La Russie était, hors Union européenne, le quatrième pays d'exportation pour l'Allemagne. Celle-ci absorbait 2,5 % des importations allemandes. L'industrie allemande dont l'intensité énergétique est élevée a été contrainte de diminuer sa production en 2022 en raison du doublement du prix de l'énergie. Des

usines ont été contraintes de fermer. Face à l'augmentation des coûts, des entreprises des secteurs de la chimie, du verre, de la céramique ou du papier ont décidé de fermer des usines. Le gouvernement allemand s'est résigné à verser 2 milliards d'euros au sidérurgiste, ThyssenKrupp, afin qu'il maintienne ses aciéries en activité, tout en les rendant plus vertes. Intel est en négociation avec les fournisseurs d'électricité locaux afin de stabiliser le prix à 100 euros le mwh pendant deux décennies afin de continuer de fabriquer des microprocesseurs sur place. L'indice manufacturier des directeurs d'achats est au plus bas depuis les premiers mois du covid. Des enquêtes telles que l'indice IFO montrent que les chefs d'entreprise allemands ne croient guère à un renversement de tendance. Le FMI estime que l'économie du pays ne croîtra que de 8 % entre 2019 et 2028, à peu près aussi vite que la Grande-Bretagne, mais moins vite que la France (+10 %), les Pays-Bas (+15 %) et les États-Unis (+17 %).

L'Allemagne face à un nouvel ordre international

Le premier défi auquel l'Allemagne est confrontée est d'ordre géopolitique. Les États-Unis et de nombreux États membres de l'Union européenne souhaitent repenser les chaînes d'approvisionnement afin d'être moins dépendantes d'un seul fournisseur non occidental, en particulier la Chine. Cette dernière, en réaction, entend également limiter l'accès à son marché aux entreprises occidentales. L'Allemagne risque d'être la principale perdante, à terme, de cette segmentation du



commerce international. En 2022, les exportations vers la Chine représentaient 3,2 % du PIB, contre 2,2 % du PIB pour les Pays-Bas, 1,8 % du PIB pour le Royaume-Uni et 1,4 % du PIB pour la France. Le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise freine les importations allemandes. Par ailleurs, la Chine entend réduire ses achats en Occident et développer des productions de substitution. L'électrification du parc automobile qui s'effectue à grande vitesse a changé le rapport de force. La Chine qui dispose d'un quasi-monopole sur la production de batteries en profite pour imposer ses voitures à l'exportation. En parallèle, les importations de véhicules à moteur thermique, la spécialité allemande, se réduisent.

L'Allemagne réagit face à la concurrence chinoise. Des entreprises implantent sur son territoire des usines de microprocesseurs ou de batteries. Le fabricant américain de véhicules électriques, Tesla, a déjà construit une usine près de Berlin et prévoit de l'agrandir. Intel a accepté de créer un centre de fabrication de microprocesseurs à hauteur de 30 milliards d'euros à Magdebourg, dans le centre de l'Allemagne. Le constructeur taïwanais TSMC et trois autres fabricants de microprocesseurs ont annoncé le 8 août dernier un projet de construction d'une usine de 10 milliards d'euros à Dresde. Ces implantations sont obtenues en contrepartie d'importantes subventions de la part des pouvoirs publics. L'État allemand a offert 10 milliards d'euros de subventions à Intel et 5 milliards d'euros à TSMC sans espoir de pouvoir les récupérer sur le terrain fiscal.

Le difficile virage de la transition énergétique

L'Allemagne est une économie qui a toujours reposé sur les énergies carbonées, le charbon, le pétrole ou le gaz. Au XIX^e siècle, le pays tire sa richesse de la sidérurgie et de la construction navale. Au XX^e siècle, l'industrie automobile et la chimie ont pris le relais. Son empreinte carbone est élevée ; elle est supérieure de 50 % à celle de la France. Si depuis des années, des politiques d'économies d'énergie sont mises en place, elles n'ont pas réussi à changer la donne. La guerre en Ukraine a nécessité la réouverture de centrales au charbon qui ont accru les émissions de gaz à effet de serre. L'atteinte de la neutralité carbone d'ici 2050 constitue pour l'Allemagne un réel défi. Le plan initial, imaginé dans les années 2010, était de remplacer l'énergie nucléaire par des énergies renouvelables et du gaz russe bon marché. Le gaz russe a disparu et les investissements dans les énergies renouvelables ont été insuffisants. L'interconnexion des réseaux électriques demeure imparfaite, les Länder d'Allemagne du nord et de l'est ne souhaitant pas financer ceux du sud jugés riches et consommateurs (Bavière, Bad Württemberg). Comme dans le reste de l'Europe, les populations locales s'opposent à l'installation d'éoliennes et de panneaux solaires et déposent de multiples recours pour retarder les projets en cours. Or, quatre à six éoliennes terrestres devraient être installées par jour pour atteindre l'objectif officiel de 80 % d'électricité renouvelable d'ici 2030. Les constructeurs automobiles allemands – BMW, Mercedes, Porsche, Volkswagen – ont pris du retard en matière



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

d'électrification de leur gamme. Ils sont concurrencés par les constructeurs chinois et par l'entreprise américaine, Tesla. La capitalisation boursière combinée des quatre sociétés représente désormais moins de la moitié du fabricant américain. La Chine a vendu 2,7 millions de véhicules à l'étranger en 2022, contre moins de 400 000 en 2015. Les deux cinquièmes étaient électriques ou hybrides. Les entreprises allemandes en acquièrent de plus en plus. Sixt, une société de location de voitures allemande, a récemment commandé 100 000 véhicules au constructeur automobile chinois, Byd.

La contrainte aigue du vieillissement démographique

Plus que tout autre pays de l'OCDE, l'Allemagne est confrontée au problème du vieillissement de sa population. Sa population en âge de travailler représente 64 % du total, soit la même proportion qu'aux États-Unis mais, l'âge médian y est de 45 ans, contre 39 pour les seconds. En raison des restrictions imposées après la Seconde Guerre mondiale et des décès occasionnés par celle-ci, l'Allemagne n'a pas bénéficié d'un baby-boom aussi puissant qu'au sein des autres pays de l'OCDE. Depuis une dizaine d'années, à l'exception de la brève période du covid, l'économie allemande souffre d'un manque de main-d'œuvre. Compte tenu de la pyramide des âges, le marché du travail perdra 7 millions de ses 45 millions de travailleurs d'ici 2035. Le pays ne peut plus compter sur l'immigration en provenance des pays d'Europe de l'est qui sont également confrontés à des pénuries de main-d'œuvre. L'Allemagne multiplie les lois en faveur de l'immigration extra-

européenne afin de permettre aux entreprises de recruter. Le pays est devenu en quelques années le premier pays d'accueil d'immigrés en Europe loin devant la France, l'Italie ou l'Espagne.

Un retard marqué dans le numérique

Les Allemands ne sont des adeptes du digital. Pour les paiements, ils préfèrent le numéraire. Ils sont nombreux à avoir demandé à Google maps de flouter leur maison. Selon les statistiques d'Eurostat, seuls les Bulgares, les Italiens et les Roumains utilisent moins les services gouvernementaux numériques que les Allemands. Cette faible appétence au numérique est un frein aux gains de productivité. Elle est aussi une contrainte compte tenu du déficit de main-d'œuvre. L'intelligence artificielle fait l'objet, dans le pays, de beaucoup de réserves.

Une administration à faible efficience

Le poids de la bureaucratie est de plus en plus perçu comme un handicap. Manfred Bischoff, l'ancien Président d'Airbus, soulignait avec délice que l'administration allemande avait un atout indéniable par rapport à celle de la France : sa médiocrité. Elle n'attire pas les meilleurs étudiants et rechigne à se moderniser. Cela avait, à ses yeux, comme avantage de permettre au secteur privé de diriger l'économie quand en France, l'administration s'est emparée de cette mission. La faible efficacité de l'administration semble se retourner contre l'économie allemande. Les permis de construire prennent 50 % de plus que la moyenne de l'OCDE à être délivrés. Les essais cliniques sont presque impossibles à réaliser en Allemagne obligeant les



entreprises de biotechnologie à ouvrir des centres de recherche à l'étranger. Les demandes d'agrément d'installation produisant de l'énergie peuvent s'étaler sur plus d'une année. À raison, 70 % des Allemands pensent que l'État, faute de s'être modernisé, est incapable de répondre aux demandes des particuliers ou des entreprises. L'inertie administrative devient un véritable goulet d'étranglement. L'opposition croissante entre les Länder et l'État fédéral pèse sur l'économie, les décisions étant lentes et pouvant donner lieu à des remises en cause. Angela Merkel a ainsi éprouvé d'importantes difficultés à imposer ses vues durant la crise sanitaire. La structure fédérale allemande a créé un patchwork de fiefs numériques farouchement gardés. Les systèmes informatiques ne sont pas interconnectés et ne facilitent pas les transferts de données.

Sur le terrain politique, l'Allemagne doit gérer la montée de l'extrême-droite au sein des Länder de l'est. Alternative für Deutschland, a recueilli, à certaines élections, 20 % des voix. L'effritement du consensus s'il est moindre que dans d'autres pays comme la France ou l'Italie, constitue une nouveauté pour l'Allemagne. Des dissensions

apparaissent au sein de la majorité qui associe le SPD, les verts et les libéraux. Certains veulent relancer l'économie en multipliant les aides quand d'autres restent fidèles à l'orthodoxie financière.

L'Allemagne reste l'Allemagne

Les succès du pays ont longtemps masqué l'insuffisance de ses institutions et de son administration. Malgré tout, l'Allemagne dispose d'atouts indéniables. Son taux d'endettement public demeure inférieur à celui des autres grands pays européens, la France, l'Italie ou l'Espagne. Même s'ils ont été rognés, elle continue à dégager d'importants excédents commerciaux. Les entreprises soutenues par leurs banques et leurs actionnaires disposent de capacités d'investissement élevées leur permettant de relever le défi de la transition énergétique. L'Allemagne grâce à son industrie est capable de générer facilement des gains de productivité à la différence de la France qui est un pays tertiaire. Les revenus sont outre-Rhin bien plus élevés qu'en France. L'écart est de plus de 15 % et les prélèvements obligatoires sont de 5 points plus faibles. Si l'Allemagne est un pays blessé, elle est loin d'être défaite.

CHINE, L'OCCIDENT, LE DIVORCE IMPOSSIBLE ?

Le commerce international est en pleine mutation. Sur fond de tensions persistantes, au cours du premier semestre 2023, les États-Unis ont échangé davantage avec le Mexique et le Canada qu'avec la Chine pour la première fois en près de deux décennies. Ce changement est la conséquence des mesures prises depuis le mandat de

Donald Trump. Joe Biden a poursuivi la politique de son prédécesseur. Il a ainsi, le 9 août dernier, publié un décret visant à durcir les modalités d'investissements directs en Chine. Ceux concernant, par exemple, l'informatique quantique sont interdits tout comme les projets d'intelligence artificielle et ceux permettant la fabrication de



microprocesseurs de haute technologie. Les États-Unis souhaitent ralentir la marche en avant de la Chine, éviter tout dépendance à l'encontre de ce pays et préparer le cas échéant un conflit concernant Taïwan avec ce dernier. Si l'objectif est clair, la traduction en actes l'est moins. Les liens économiques et financiers entre les deux pays sont nombreux et complexes. Si le commerce avec la Chine recule, celui des alliés des États-Unis avec cette dernière augmente. Au deuxième trimestre 2023, 51 % des importations américaines en provenance des pays asiatiques étaient chinoises, contre 66 % avant l'élection de Donald Trump en 2016. Durant cette période, les entreprises américaines ont acheté plus de produits aux autres pays asiatiques qui ont fait appel à des biens intermédiaires d'origine chinoise en plus grande quantité. La structuration de la chaîne de valeur a évolué mais le poids des intrants chinois est resté à peu près le même. Selon une étude de l'Université de Californie à San Diego, les pays les plus intégrés à l'économie chinoise comme le Vietnam, Taïwan ou le Cambodge sont les grands gagnants de cette réorganisation du commerce international. Parfois, les exportations vers les pays de l'OCDE ne sont rien de plus que des produits chinois qui ont été simplement reconditionnés pour éviter les droits de douane et les sanctions. Le plus souvent, les intrants sont des pièces mécaniques ou électriques de base pouvant être fabriqués ailleurs qu'en Chine mais qui sont moins chères et plus abondantes dans ce pays. Le découplage ne serait qu'apparent. Les données douanières prouvent que le volume final des échanges au profit des Occidentaux en provenance de Chine continuerait à

augmenter. Au cours des six premiers mois de l'année 2023, les ventes chinoises de batteries, de biens électroniques ou électriques en Indonésie, en Malaisie, en Thaïlande, aux Philippines et au Vietnam ont atteint 49 milliards de dollars, en hausse de 80 % par rapport à 2018. La quasi-totalité de ces échanges donnent lieu à une réexportation. L'autre preuve de cette adaptation des entreprises chinoises aux sanctions américaines est la progression des investissements directs étrangers dans les pays d'Asie du sud-est. En la matière, la Chine a dépassé les États-Unis. Apple, la première capitalisation boursière mondiale, a décidé de limiter au maximum sa production en Chine en délocalisant dans plusieurs autres pays d'Asie du sud-est de ses usines. Une grande partie de la production repose néanmoins sur des entreprises chinoises. Sur les 25 producteurs au Vietnam sur sa liste officielle de fournisseurs d'Apple, neuf sont originaires de Chine continentale. Toujours pour échapper aux mesures protectionnistes, les entreprises chinoises s'implantent dans des pays bénéficiant d'accords commerciaux avec les Européens ou les Américains. Au Mexique membre de l'accord de libre-échange Aléna qui comprend les États-Unis et le Canada, 40 % des investissements directs étrangers dans le secteur de l'automobile sont d'origine chinoise. En 2022, les entreprises chinoises ont exporté pour 300 millions de dollars par mois de pièces dans ce pays, soit plus du double du montant enregistré en 2017. En Europe centrale et orientale, en 2018, la Chine ne fournissait que 3 % des pièces automobiles importées en République tchèque, en Hongrie, en Pologne, en Slovaquie, en



Slovénie ou en Roumanie. En 2022, ce taux dépasse 10 %. Cette montée en puissance s'explique par la progression de la production des véhicules électriques qui intègrent un grand nombre de pièces chinoises.

Les États-Unis sont de plus en plus critiqués par leurs alliés en ce qui concerne leur politique vis-à-vis de la

Chine. Les pays européens et les pays asiatiques n'entendent pas perdre leurs parts de marché en Chine qui est un marché de plus en plus rentable pour nombre d'entreprises. Ces pays jouent sur les deux tableaux en affichant une solidarité de façade avec les États-Unis, solidarité qui n'est pas obligatoirement suivi d'effets.

HORIZON FINANCE

QU'EST QU'UNE DETTE SUPPORTABLE ?

Quelle est le niveau de dette soutenable sur le plan financier et économique ? Durant de nombreuses années, les 60 % du PIB de dette publique ont été considérés comme un niveau à ne pas dépasser par crainte d'un risque d'emballement. La barre des 100 % était également mise en avant comme seuil à partir duquel la dette porte atteinte à la croissance. Ces seuils sont avant tout symboliques car la soutenabilité de la dette dépend d'un grand nombre de facteurs : les taux d'intérêt, le taux d'épargne, le déficit public primaire (déficit avant paiement des intérêts), etc.

En vingt ans, la dette publique a fortement progressé dans nombre de pays de l'OCDE, à l'exception de l'Allemagne. De 2002 à 2022, elle est passée de 150 à 250 % du PIB au Japon, de 110 à 150 % en Italie, de 60 à 120 % aux États-Unis, de 60 à 112 % en France, de 55 à 115 % en Espagne et de 45 à 100 % au Royaume-Uni. En Allemagne, la hausse est plus mesurée,

la dette publique s'élevait en 2022 à 66 % contre 60 % en 2002. Au sein de l'OCDE, le Japon, les États-Unis et la France figurent parmi les pays où la dette publique demeure orientée à la hausse en raison d'importants déficits publics.

La hausse des taux d'intérêt rend plus complexe la gestion des dettes publiques. Elle accroît le surcoût à payer. Ce surcoût est d'autant plus sensible que la croissance tend à s'étioler. En la matière, la soutenabilité de la dette suppose que le taux d'intérêt réel à long terme soit inférieur au taux de croissance à long terme. En prenant en compte le taux d'intérêt réel à long terme (calculé comme la différence entre le taux d'intérêt à 10 ans et le swap d'inflation à 10 ans et le taux de croissance du PIB lissé sur 4 ans, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, l'Allemagne et la France sont dans une meilleure situation que l'Espagne ou l'Italie. Ces deux derniers pays, pour maîtriser leur dette publique, sont



condamnés à dégager un solde budgétaire primaire (solde avant paiement des intérêts de la dette) positif. Ils pourraient être rejoints par d'autres pays de l'OCDE compte tenu de l'affaiblissement de la croissance potentielle en lien avec la diminution de la population en âge de travailler et de la productivité. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt conduit à réduire voire à annihiler l'écart avec la croissance économique. La hausse des investissements en lien avec la transition énergétique s'accompagne de besoins de financement plus importants ce qui induit des augmentations de taux d'intérêt.

Si le processus de relèvement de taux d'intérêt se poursuit, tous les États seront amenés à réduire leur déficit primaire qui se situe entre -5 et -1 % du PIB. Compte tenu de la hausse des dépenses publiques provoquée par le vieillissement de la population, l'effort de défense ou la transition énergétique, les marges de manœuvre des pouvoirs publics dans les prochaines années seront faibles. Ceux-ci pourraient être condamnés à augmenter les prélèvements obligatoires.

Compte tenu de l'état de l'opinion et du niveau déjà atteint par les prélèvements obligatoires, la France et l'Italie risquent d'éprouver des difficultés à réduire leur déficit primaire. La pression fiscale atteint dans ces deux pays respectivement 45 et 42 % du PIB. Les États-Unis avec un taux de prélèvements obligatoires de 27 %, l'Espagne avec un taux de 39 % ou l'Allemagne avec un taux de 20 % disposent de marges de manœuvre plus

importantes. La France comme l'Italie pourraient être tentées par une fuite en avant en acceptant une augmentation de leur endettement mais avec comme risques une augmentation des taux d'intérêt. Par ailleurs, leurs partenaires européens, au nom de la défense de la monnaie commune, pourraient les sommer à assainir leurs comptes publics.

Pour avoir une vision globale de la soutenabilité de la dette publique, il convient également de prendre en compte le taux d'épargne. En la matière, la France, l'Allemagne et surtout le Japon bénéficient d'un réel avantage. Dans ces pays, les ménages épargnent des sommes importantes et acceptent de les placer sur des titres publics. Au Japon, la dette est à plus de 75 % détenue par les citoyens. Les États-Unis bénéficient de leur côté de la force du dollar qui leur permet d'attirer des capitaux du monde entier pour financer leur économie et leur dette publique. La forte croissance potentielle des États-Unis constitue également un atout pour le financement des déficits publics.

La soutenabilité de la dette publique dépend donc des taux d'intérêt, du déficit primaire, de la pression fiscale, des capacités d'épargne et de son allocation, ainsi que de la croissance potentielle. Le point central en matière de soutenabilité de la dette publique reste la confiance. Tant que les investisseurs estiment qu'un État a la capacité de rembourser dans les prochaines années ses emprunts, il n'y a pas de problème. Si un doute s'immisce comme ce fut le cas, en 2010, pour la Grèce, une crise des dettes souveraines peut survenir. Un fort ralentissement de



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

la croissance en lien avec, par exemple, une augmentation des prix du pétrole, la persistance de l'inflation obligeant le maintien de taux d'intérêt élevés

pourraient créer une onde de choc surtout si des divergences de situation entre les États membres de l'OCDE apparaissaient.

DE NOUVEAUX ACTIONNAIRES EN FRANCE

Juste après le déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020, au moment où les cours des actions des entreprises cotées baissaient fortement, de nombreux jeunes avaient décidé d'entrer en bourse afin de se constituer un portefeuille de valeurs. Ils avaient eu alors un comportement opportuniste qui s'est révélé gagnant compte tenu de la remontée rapide des cours. Depuis trois ans, les millenials et les représentants de la génération Z sont de plus en plus nombreux à être des investisseurs actifs en bourse comme le confirme la récente étude de l'institut Kantar pour l'Autorité des marchés financiers. Selon cette enquête, près de 40 % des nouveaux venus sur les marchés financiers ont moins de 35 ans. Entre 2019 et 2023, 1,5 million de particuliers se sont lancés dans l'investissement en actions pour la première fois. En quatre ans, la moyenne d'âge des nouveaux arrivants a fortement diminué. Les moins de 25 ans représentaient 14 % des nouveaux investisseurs en 2023, contre 3 % en 2019. *A contrario*, la proportion des 45-54 ans est passée de 20 % à 13 %. Une tendance à la baisse qui se confirme pour les catégories d'âge supérieures. La part des moins de 25 ans réalisant fréquemment des opérations, a triplé, passant de 1,4 % en 2019 à 4,1 % aujourd'hui. Les moins de 35 ans représentaient 16,8 % des investisseurs

actifs au premier semestre 2023. En excluant les stock-options auxquelles les plus jeunes ont rarement accès, la proportion des jeunes de 15-24 ans investisseurs en actions est de 11,2 % soit un taux supérieur à celui des 25-34 ans (8,1 %). Les Français âgés de 45 à 54 ans sont moins nombreux à détenir des actions en 2023 (7,6 %), contre 8 % l'année d'avant. Après avoir délaissé la Bourse en 2008, puis au moment de la crise des dettes souveraines, nombreux sont ceux qui ont été marqués par les crises à répétition.

L'engouement des jeunes pour les actions s'explique par une moindre aversion aux risques que leurs aînés. Ayant connu une longue période de taux d'intérêt bas, l'investissement « actions » se révèle plus lucratif que les produits de taux. Ils sont également ceux qui investissent le plus dans les cryptoactifs. Friands de nouvelle technologie, ils passent par les comptes en ligne pour acquérir des actions ou des parts de fonds. Ils plébiscitent, en particulier, les ETF (Exchange Traded Fund, également appelé tracker) qui répliquent les indices et sont peu chargés en frais. Ils ont une approche plus « joueuse » en lien avec les jeux vidéo que leurs aînés de la bourse. Ils peuvent acheter et vendre rapidement afin de prendre leurs plus-values.



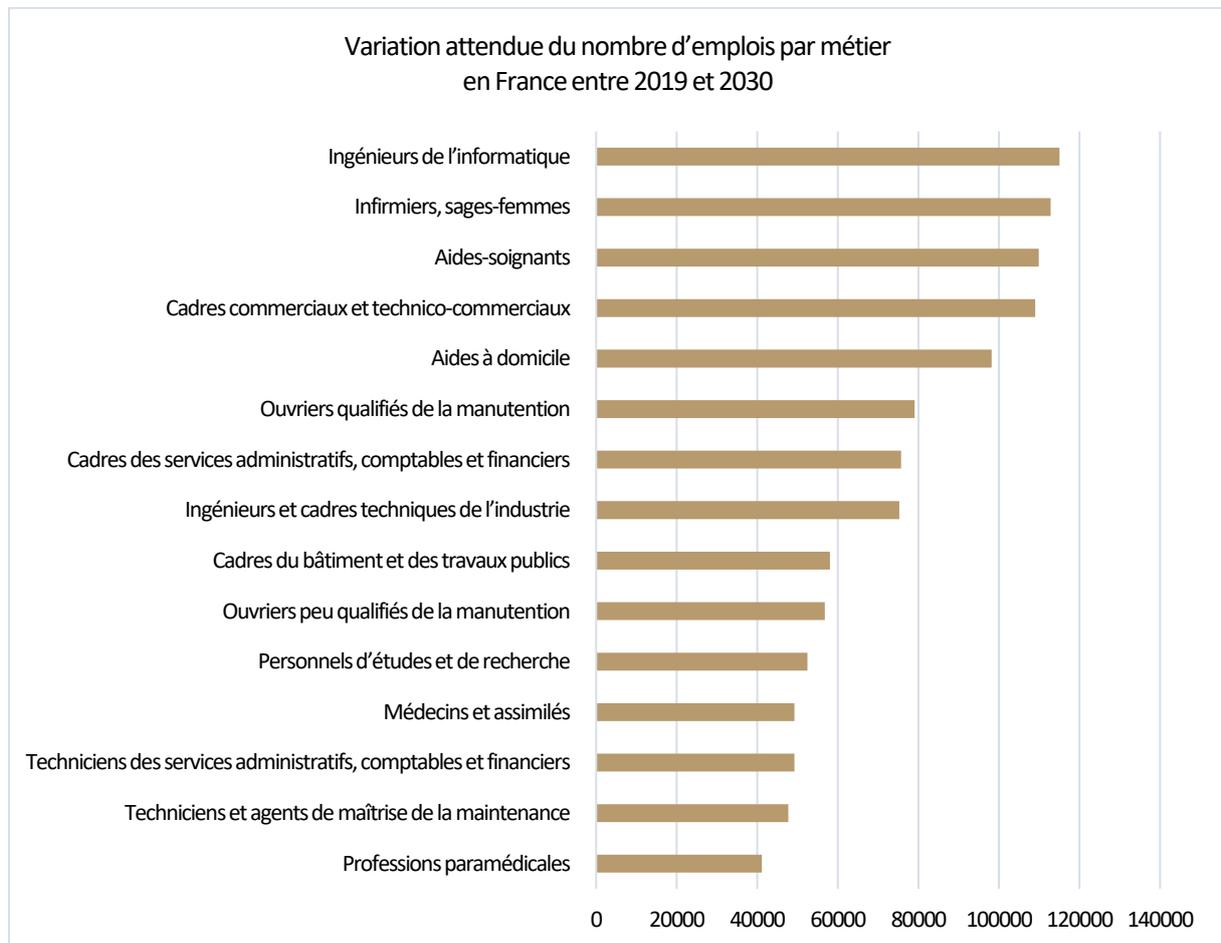
HORIZON LOINTAIN

TRAVAIL, TRAVAIL...

Dans un contexte de faible progression de la population active, dans les prochaines années, les pénuries de main-d'œuvre risquent de se multiplier en France. De nombreux secteurs, comme la santé et les services aux entreprises, seront confrontés à des manques de personnel. Par ailleurs, le monde du travail sera également amené à s'adapter à l'essor de l'intelligence artificielle, de la digitalisation et de la robotisation. La polarisation du marché du travail en France s'accroîtra-t-elle avec toujours plus d'emplois à faible

qualification et à haute qualification et moins d'emplois intermédiaires ?

Selon les projections de la DARES, le service statistique du ministère de l'Emploi, les métiers à fort potentiel de création d'emplois d'ici 2030 sont concentrés dans les domaines de la santé, des services aux entreprises, dans la logistique et dans la recherche. Cette évaluation semble confirmer la poursuite de la polarisation.



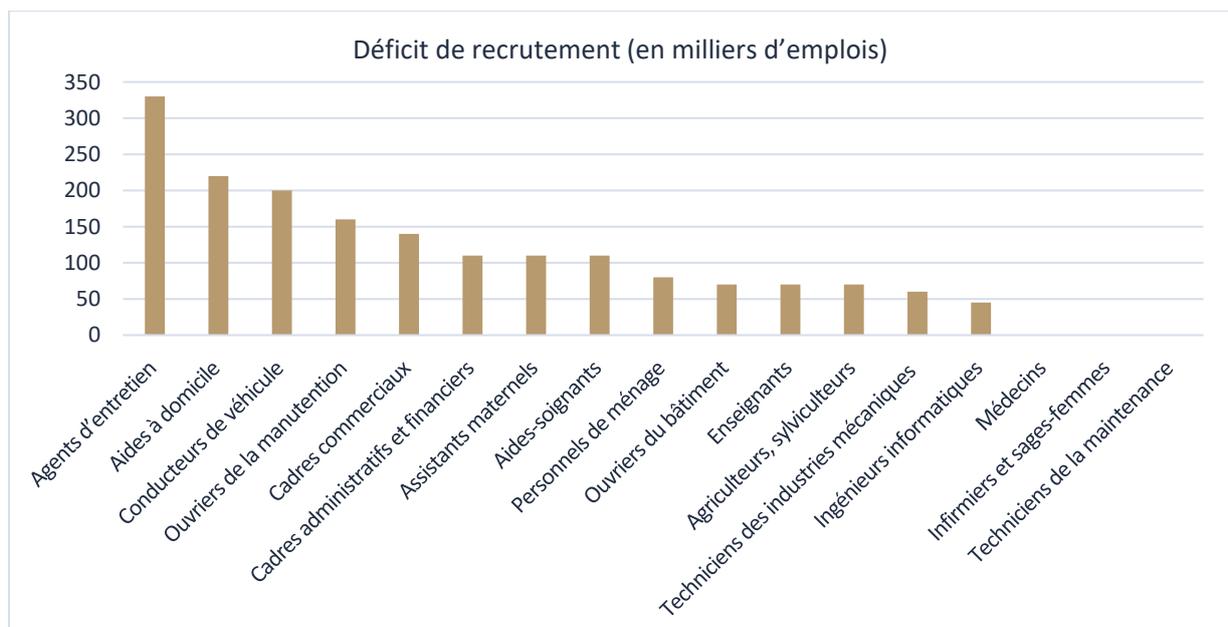
Cercle de l'Épargne – données DARES



Les besoins en emplois intermédiaires se réduisent, ce qui rend la mobilité sociale plus difficile. Il est plus compliqué de passer d'un emploi peu qualifié à un emploi intermédiaire. De nombreux emplois peu qualifiés sont exercés dans le cadre du statut de micro-entrepreneur et sont par nature précaires. De 1990 à 2022, les emplois au sein des secteurs domestiques (aides à la personne, logistique, tourisme) se sont accrus de 40 % quand ceux du secteur manufacturier ont régressé de 30 %. La réindustrialisation souhaitée ne devrait pas changer réellement la donne,

les nouvelles usines étant robotisées et générant de ce fait peu d'emplois.

D'ici 2030, le déficit de recrutement concernerait, selon la DARES, les métiers peu qualifiés (agents d'entretien, aides à domicile, assistantes maternelles, conducteurs de véhicules, ouvriers de manutention, personnels de ménage, ouvriers du bâtiment, etc.) et les cadres ayant des champs de compétences précis. Les professions intermédiaires, les cadres moyens et les cadres généralistes seraient en revanche moins demandés.



Cercle de l'Épargne – données DARES

Selon les études la DARES, la tendance de fond est à l'accentuation de la polarisation avec de plus en plus d'emplois à faible valeur ajoutée et à faible salaire, ce qui n'est pas sans conséquence sur le terrain tant social que politique.

L'organisation du travail

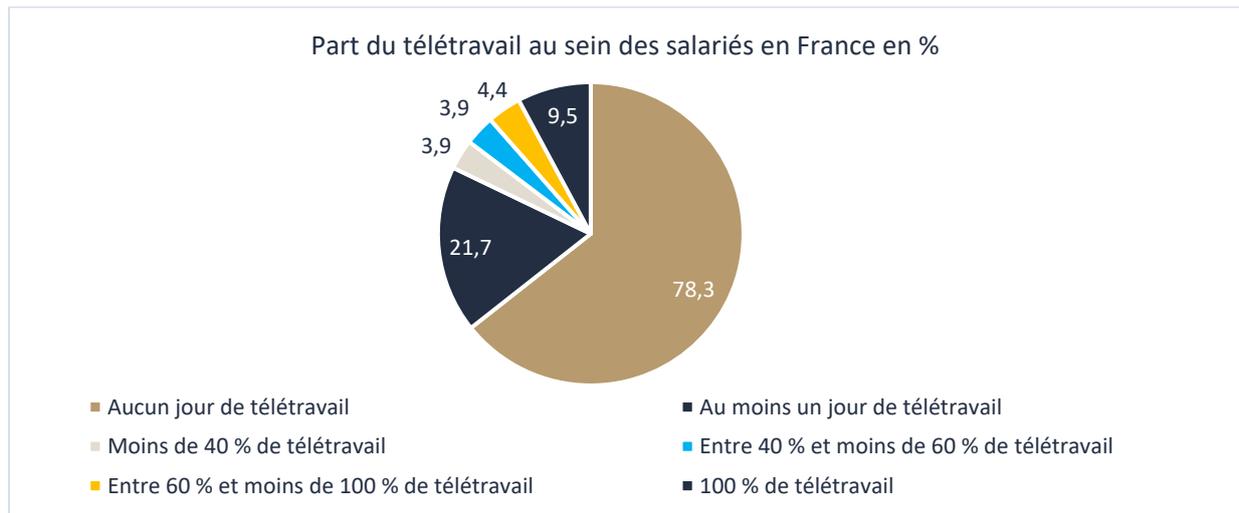
Les entreprises seront de plus en plus horizontales. Cette évolution est liée à la

digitalisation permettant de supprimer les strates intermédiaires. Elle s'inscrit dans un processus d'autonomisation des tâches. Les nouvelles technologies permettent des prises de décision rapides en temps réel. Les salariés acceptent de moins en moins les relations hiérarchiques. Selon une étude la DARES, 51 % des salariés remettraient en cause la légitimité de leur supérieur direct. Le développement du télétravail modifie en profondeur



l'organisation des entreprises, les managers étant amenés à superviser les salariés à distance. Le télétravail ne concerne qu'un minorité des salariés, essentiellement ceux travaillant dans le

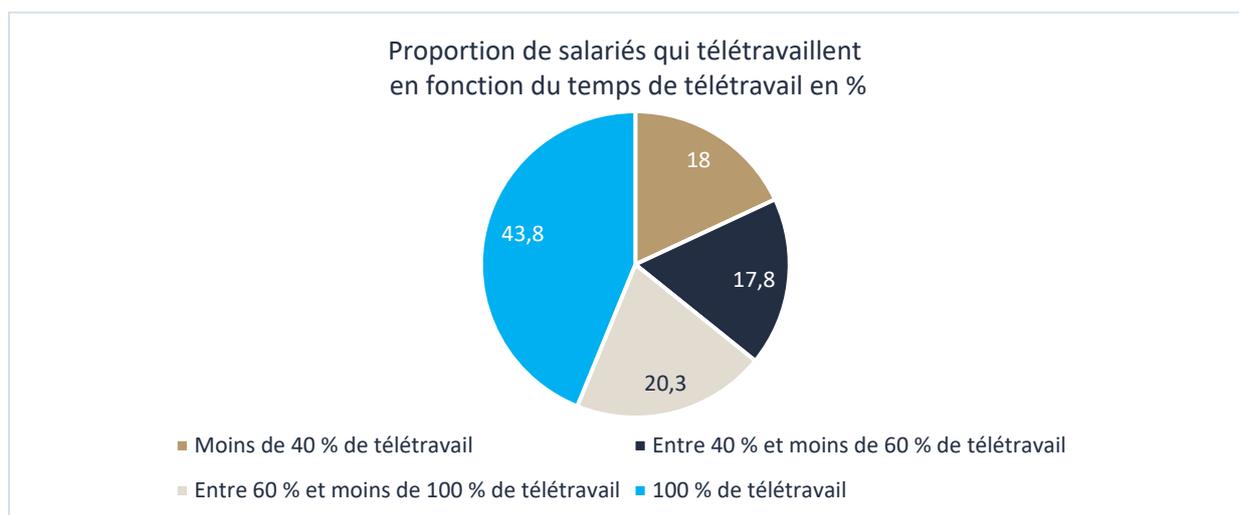
secteur des services et les cadres. Il risque de provoquer des tensions entre ceux qui en bénéficient et les autres. Ils segmentent un peu plus les entreprises et la société.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Les salariés bénéficiant du télétravail le pratiquent sur des durées importantes

pouvant atteindre 100 % de leur temps de travail.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

L'intelligence artificielle sera-t-elle une révolution ?

Depuis plusieurs mois, les craintes d'un tsunami en matière d'emplois se font jour

avec l'essor de l'intelligence artificielle, accusée, par anticipation, de mettre en danger des emplois dans les médias, dans le transport, dans la création de textes et d'images, en médecine. Ce raisonnement



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

est de mise lors de chaque révolution industrielle, depuis l'apparition de la machine à tisser à Internet.

L'intelligence artificielle peut certainement provoquer une réallocation des emplois : les fonctions de rédactions, d'enseignement, d'accueil, etc. pourraient être prises en charge par des chatbots. Néanmoins, les évolutions en matière d'emplois sont moins rapides qu'il n'y paraît. Le système de commutation téléphonique automatisé – en remplacement des opérateurs humains – a été inventé en 1892. Il a pourtant fallu attendre 1921 pour que le système Bell installe son premier bureau entièrement automatisé. Le nombre d'opérateurs téléphoniques américains a continué de croître pour culminer dans les années 1960 à 350 000. Ces postes n'ont réellement disparu outre-Atlantique que dans les années 1990. En France, les centrales téléphoniques n'ont été réellement automatisées que dans les années 1970. En France, toujours, les premiers essais de caisses automatiques dans les supermarchés datent des années 1990 mais leur montée en puissance n'est intervenue que récemment et ne s'est imposée qu'en raison des difficultés des distributeurs à trouver du personnel. L'automatisation des lignes de métro qui est techniquement possible depuis plus de trente ans se réalise à faible vitesse que ce soit en France ou aux États-Unis. La diffusion des innovations digitales ne s'accompagne pas, depuis une trentaine d'années, d'une augmentation de la productivité. Celle-ci, bien au contraire, a tendance à décliner. Elle a progressé de 47 %, au sein de l'OCDE, en 30 ans, mais est quasiment étale depuis 2017. En revanche, le taux d'emploi progresse

fortement. Il est passé de 1990 à 2022 de 66,5 à 72,5 % toujours au sein de l'OCDE. Les plateformes Internet en générant un nombre important d'emplois sous-qualifiés dans le transport, la logistique ou la distribution ont participé à cette hausse.

Le développement de l'emploi non-salarié avant tout en France et au Royaume-Uni

L'ubérisation de la société aboutirait au déclin de l'emploi salarié au profit du travail en indépendant. Cette évolution n'est constatée qu'en France et au Royaume-Uni. Dans tous les autres pays de l'OCDE, le nombre de travailleurs non-salariés continue à baisser. En France, le succès du régime « micro-entrepreneur » s'explique par les contraintes qui peuvent peser sur le salariat et par le développement rapide des emplois liés aux plateformes dans une société tertiarisée.

Formation et hausse des salaires ?

Des déficits de main-d'œuvre se manifestent tant pour les emplois à faible qualification que pour ceux à forte qualification. La santé, l'informatique, la recherche exigent des compétences élevées. Un effort de formation sera nécessaire afin de pouvoir répondre aux besoins des entreprises. Par ailleurs, les emplois en lien avec les services domestiques devront être rendus plus attrayants en termes de rémunération et de conditions de travail.

La loi de la démographie

Les pénuries de main-d'œuvre dans les prochaines années devraient entraîner une évolution du partage des revenus au profit des salariés. Cette évolution



constituera une rupture avec la tendance de ces dernières décennies. Depuis le début des années 1990, la hausse du salaire réel par tête a été inférieure à celle de la productivité du travail. Au sein de l'OCDE, de 1990 à 2022, le premier a augmenté de 16 % quand la seconde a progressé de 39 %. Le renversement de tendance est évidemment la conséquence du vieillissement démographique qui se traduit par le départ de cohortes nombreuses d'actifs à la retraite et de l'arrivée de cohortes réduites de jeunes actifs. Au sein de l'OCDE, la population en âge de travailler diminue depuis 2017.

Une inflexion du rapport au travail

Le monde du travail est amené à évoluer en raison des attentes des jeunes salariés qui demandent plus de flexibilité et de

sens. Ces derniers peuvent refuser de travailler dans certains secteurs d'activité ou occuper certains emplois qui sont contraires à leurs idées ou conceptions de la vie (refus de travailler au sein d'entreprises responsables d'émissions de gaz à effet de serre ou ne respectant pas la diversité, etc.). Ils sont prompts à faire acte de retrait en cas de désaccords avec leur employeur sur des sujets de société. Conscients d'une modification du rapport de force salariés/employeurs, du fait de l'évolution de la démographie, ils se sentent plus libres de refuser un emploi ou de changer d'entreprise. Certains peuvent demander à signer non pas un CDI mais un CDD qui leur donne plus de liberté ; d'autres sont prêts à changer de secteur ou de statut en devenant indépendant afin de concilier travail et vie personnelle.

FAUT-IL CRAINDRE LE RETOUR DU PROTECTIONNISME ?

Le protectionnisme serait-il de retour après une cycle de près de 80 ans favorable aux échanges ? Les importations chinoises aux États-Unis ont diminué de 25 % au premier semestre 2023 au point que la Chine ait perdu sa place de premier fournisseur de ce pays. Ces deux grandes puissances multiplient les mesures visant à limiter les échanges. Le mercredi 9 août dernier, le Président américain a signé un décret limitant les investissements liés aux nouvelles technologies dans plusieurs pays. Cette décision a été prise au nom de la défense « de la sécurité nationale ». Les entreprises américaines ne pourront plus investir librement à l'étranger dans les technologies, comme l'intelligence artificielle ou l'ordinateur quantique, dès lors que les investissements sont réalisés

dans des « pays problématiques », dont la Chine fait évidemment partie.

Après la publication du décret, la Chine a adressé à Washington une protestation solennelle par la voie diplomatique. Elle « s'oppose fermement à l'insistance des États-Unis à introduire des restrictions sur les investissements en Chine ». Les autorités de ce pays soulignent que les États-Unis nuisent à « l'ordre commercial international et perturbent gravement la sécurité des chaînes industrielles et d'approvisionnement mondiales ». La Chine ne manque pas également d'utiliser l'arme des échanges pour faire pression sur les autres pays. Ainsi, en 2019, le Quotidien du Peuple avait prédit que le monopole chinois sur les terres rares, des minéraux essentiels à la production de la plupart des équipements modernes,



deviendrait un outil pour contrer la pression américaine. Entre 2009 et 2020, le nombre des restrictions portant sur les exportations chinoises de la part de Pékin ont été multipliées, selon l'OCDE, par neuf.

Après la décision des Occidentaux de restreindre les ventes à la Chine des semi-conducteurs de pointe et les machines pour les fabriquer, celle-ci a annoncé une limitation des exportations concernant les métaux utilisés dans les puces et autres technologies de pointe. De nouvelles mesures de rétorsion sont en préparation. La Chine recourt aux mêmes armes que les occidentaux pour réduire ses échanges avec ces derniers. Ainsi, une liste des « entités non fiables », créée en 2020, sanctionne toute entreprise portant atteinte aux intérêts de la Chine. Une loi sur le contrôle des exportations de la même année a créé une base juridique pour un régime de licences d'exportation. En 2021, une loi anti-sanctions a permis des représailles contre les organisations et les individus qui ont appliqué les sanctions d'autres pays. Une loi anti-espionnage est également entrée en vigueur, étendant la portée du contrôle que les agences de sécurité chinoises peuvent réaliser. Ces nouvelles dispositions ont donné lieu à plusieurs applications concrètes. En février 2023, Lockheed Martin et une unité de Raytheon, deux fabricants d'armes américains ayant des activités non liées à la défense en Chine, ont été placés sur la liste des entités non fiables après avoir expédié des armes à Taïwan. Les entreprises concernées ne peuvent plus réaliser de nouveaux investissements en Chine. En avril, Micron, un fabricant de microprocesseurs américain, a fait l'objet d'une enquête du régulateur chinois du cyberspace. Micron ne peut plus

exporter en Chine ses semi-conducteurs car ils ne respectent les règles de sécurité de ce pays.

Compte tenu du caractère large des fondements des sanctions, les entreprises occidentales peuvent à tout moment se voir interdire le marché chinois. L'évaluation de leurs risques est un enjeu majeur. La loi sur les relations étrangères qui permet de tenir pour responsable toute personne agissant d'une manière jugée « préjudiciable aux intérêts nationaux de la Chine » constitue une menace pour les activités occidentales en Chine.

Les nouvelles lois chinoises autorisent le gouvernement de restreindre un large éventail de minéraux et de composants. Les fabricants de batteries, en particulier, sont fortement exposés. Selon la Commission européenne, 40 % à 80 % de la fabrication des batteries dépendent d'une manière ou d'une autre de la Chine. Ce pays a également les moyens de bloquer la fabrication de la quasi-totalité des panneaux solaires. La dépendance des pays de l'OCDE est totale en matière de gallium et le germanium. La Chine produit 98 % du gallium brut mondial, un ingrédient clé de la technologie militaire de pointe. Cela inclut les systèmes de défense antimissile et de radar de nouvelle génération des États-Unis. De plus, un composé à base de gallium, le nitrure de gallium constitue un élément clef pour l'élaboration de la future génération de semi-conducteurs hautes performances.

Le protectionnisme est un jeu perdant/perdant. Il contribue à l'augmentation des prix et au ralentissement de la croissance. Contrairement aux espoirs de certains, il



ne permet pas la création d'emplois. Dans les années 1970 et 1980, les mesures protectionnistes prises par les États-Unis et l'Europe en ce qui concerne la sidérurgie et l'automobile ont été contreproductives. Les dispositions de restriction des échanges adoptées par la Chine sur les terres rares pourraient se retourner contre elle. Dans le cadre des chaînes de valeurs, des produits en provenance de Corée du Sud, du Vietnam, des États-Unis ou de l'Europe intègrent des terres rares de Chine et font l'objet d'une valorisation au sein de cette dernière. Des interdictions pures et simples d'exportation inciteraient l'Occident à accélérer la construction de ses propres usines de batteries et de trouver des substituts en ce qui concerne les matières premières.

Dans l'histoire économique, le protectionnisme est synonyme de faible croissance et de tensions pouvant déboucher sur des conflits armés. Il trouve pourtant de nombreux avocats au sein des populations occidentales. Il constituerait la meilleure arme pour lutter contre la désindustrialisation et pour éviter toute dépendance économique et technologique. Les relations entre la Chine et les pays de l'OCDE se tendent essentiellement du fait des États-Unis et de la compétition économique et géostratégique que ces deux pays ont

engagée. Depuis des années, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) n'assume plus réellement son rôle d'arbitre. La Chine aurait dû certainement perdre son statut de la nation la plus favorisée qui lui a été attribuée quand elle était un pays sous-développé. Devenu le premier exportateur mondial, elle conserve ce statut en raison de la faiblesse du PIB par habitant. Compte tenu de sa puissance économique, ce pays devrait être soumis aux mêmes règles que les autres grands exportateurs. L'OMC aurait également dû traiter les dispositifs d'extraterritorialité qui se multiplient et qui autorisent les États à poursuivre des entreprises étrangères dès lors qu'elles ne respectent pas leur législation. L'OMC devrait enfin s'inquiéter des mesures prises pour subventionner les entreprises en lien avec la transition énergétique. Une surenchère s'est instaurée entre les grandes puissances au détriment des pays émergents ou en voie de développement. La mise en place de taxes carbone aux frontières de l'Europe pourrait à terme réduire les échanges internationaux. Or, ces quarante dernières années, ceux-ci ont permis de diminuer la pauvreté et de favoriser l'émergence d'une classe moyenne au sein de nombreux pays en Amérique Latine, en Asie et depuis peu en Afrique.



POINTS DE REPÈRE

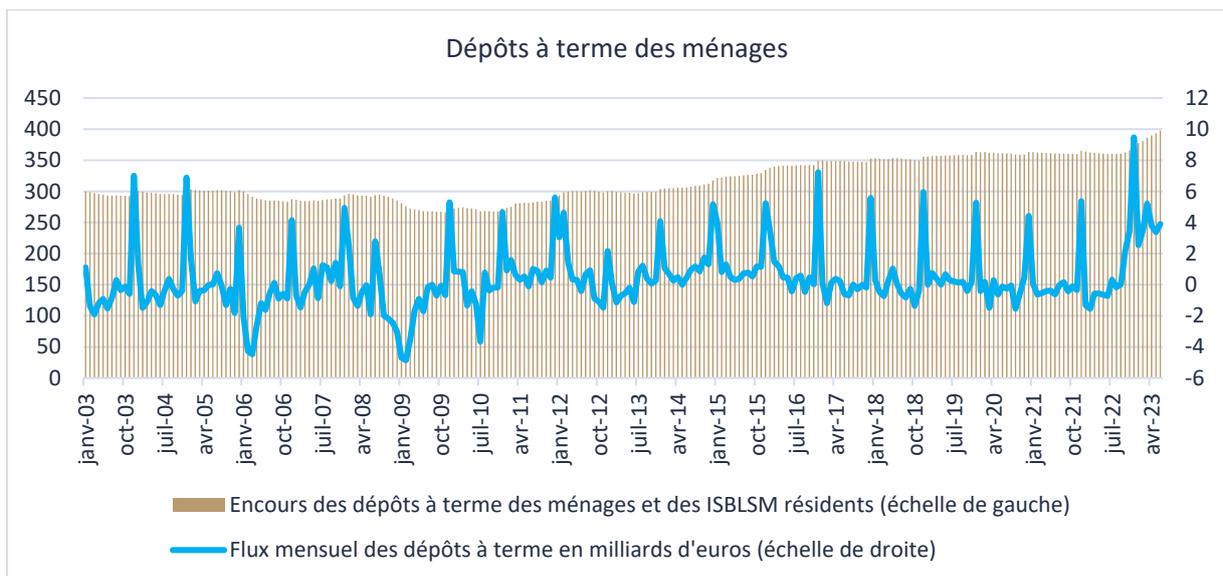
LE RETOUR GAGNANT DES DÉPÔTS À TERME

Un compte à terme ou dépôt à terme est un compte d'épargne qui offre un taux d'intérêt élevé à condition que les sommes déposées soient bloquées pendant un certain temps, fréquemment, trois ou six mois. Ce produit n'est pas soumis à un risque de capital.

L'encours des dépôts à terme a progressé durant le premier semestre 2023 de 22 milliards d'euros pour atteindre 397,3 milliards d'euros. De septembre 2018 à septembre 2020, l'encours des dépôts à terme était relativement stable autour de 360 milliards d'euros. Avec les taux bas, ce produit avait perdu en attractivité ; il était de moins en moins proposé, par les banques, aux clients. La hausse des taux a redonné du lustre à ce produit. Face à l'inflation et à la concurrence des livrets

réglementés, les banques offrent des rémunérations plus importantes, autour de 3 % au mois de juillet 2023. Les dépôts à terme sont utilisés par les épargnants qui ont saturé leurs livrets réglementés et qui n'ont pas un besoin immédiat de liquidités. Ce produit peut être un placement d'attente, par exemple en cas de vente d'un logement. L'augmentation du nombre de Livrets A et de LDDS au plafond conduit les ménages concernés à sélectionner d'autres produits parmi lesquels figurent les comptes à terme.

5,3 millions de livrets A détenus par des personnes physiques dépassent le plafond réglementaire de 22 950 euros, soit 9,6 % des détenteurs (1 million de livrets de plus qu'en 2021). Un quart des LDDS dépassent le plafond réglementaire de 12 000 euros.



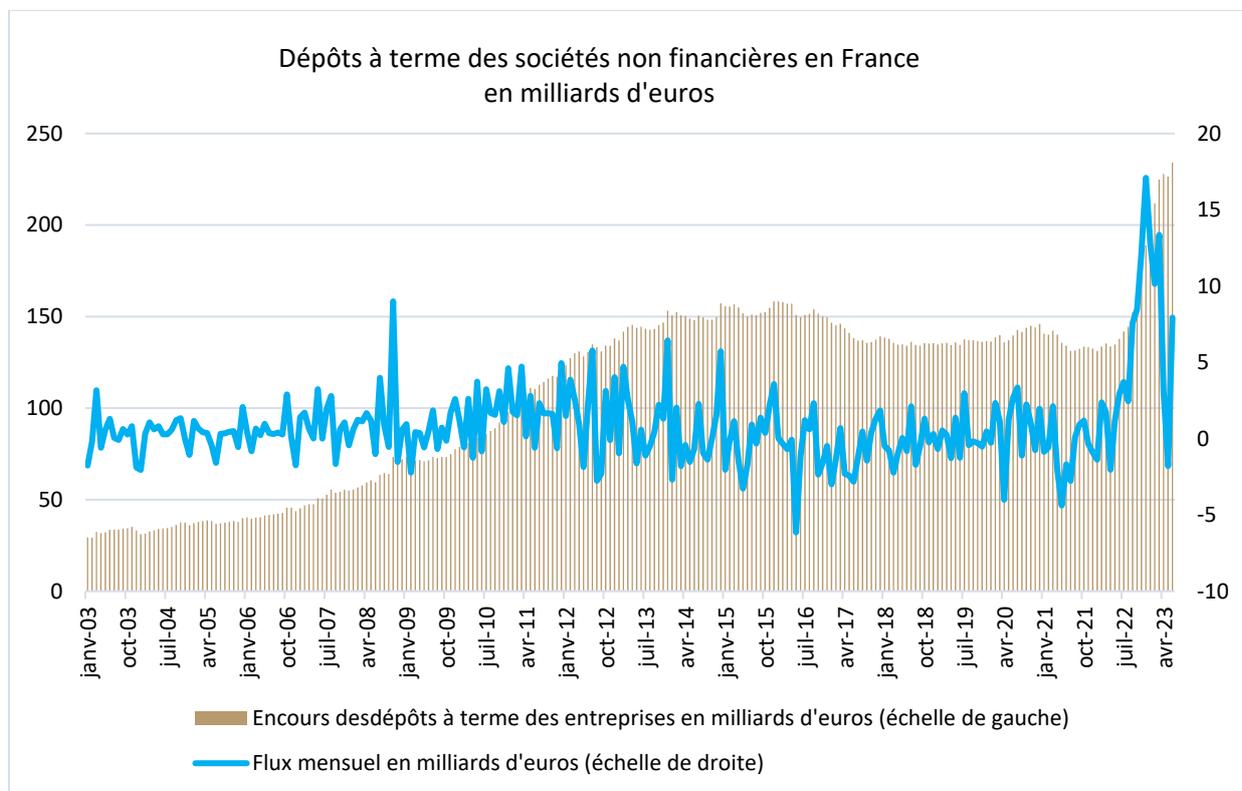
Cercle de l'Épargne – données Banque de France



Les entreprises également

Avec la hausse des taux d'intérêt et afin de protéger autant que possible leurs liquidités des effets de l'inflation, les entreprises recourent de plus en plus fréquemment aux dépôts à terme que les banques proposent à nouveau depuis quelques mois. En six mois, l'encours a

progressé de plus de 45 milliards d'euros et de 96 milliards d'euros à un an. Les flux moyens de janvier à juin 2023 atteignent plus de 7 milliards d'euros. Ce succès est lié à la rémunération des dépôts et comptes à terme qui se situent en fonction des durées retenues entre 2 et 3,5 %.



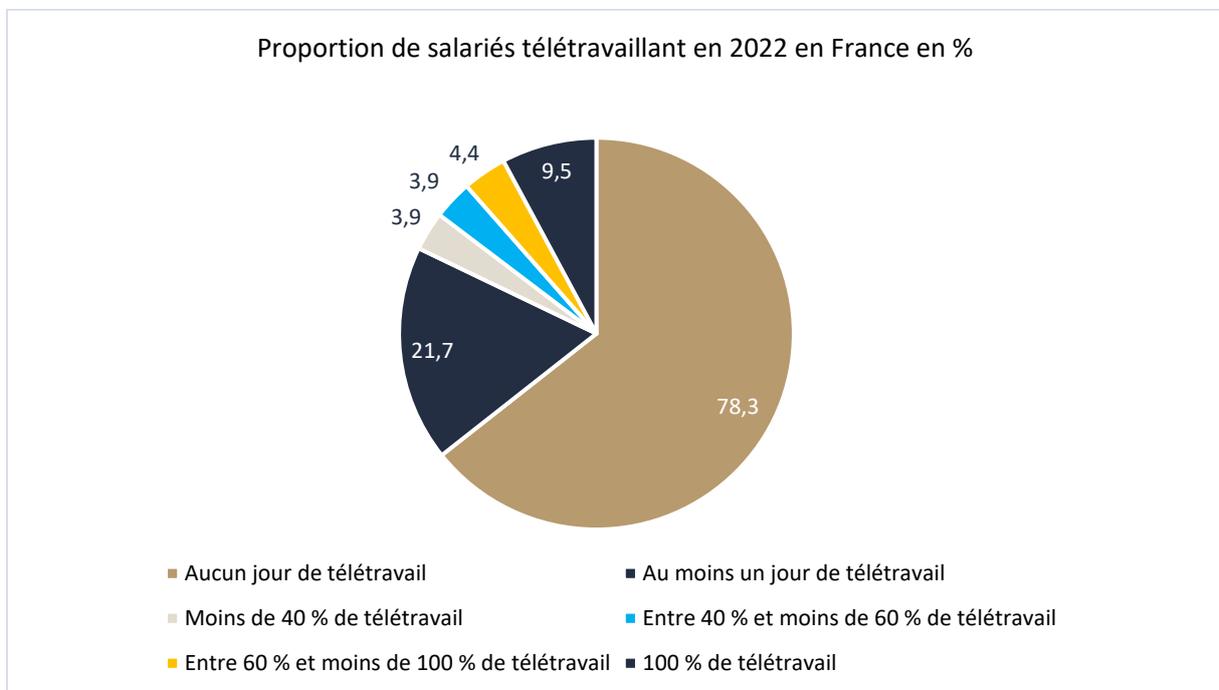
Cercle de l'Épargne – données Banque de France



TÉLÉTRAVAIL, TOUT LE MONDE N'EST PAS LOGÉ À LA MÊME ENSEIGNE

Selon étude de l'institut économique allemand Ifo et d'Econpol Europe, les Français télétravaillent en moyenne 0,6 jour par semaine, contre 0,9 jour dans les 34 pays étudiés. Seuls trois autres pays ont un ratio de télétravail inférieur : la Grèce (0,5), le Japon (0,5) et la Corée du Sud (0,4). Les salariés canadiens, britanniques et américains

télétravaillent, en revanche, environ un jour et demi par semaine en moyenne. En Europe, le nombre moyen de jours télétravaillés s'élève à 0,8 par semaine, contre 0,7 dans les pays asiatiques étudiés, à 0,9 en Amérique latine et en Afrique du Sud, et à 1,4 dans les pays anglo-saxons.



Cercle de l'Épargne – données DARES

En France, par exemple, les salariés aimeraient travailler chez eux en moyenne 1,4 jour par semaine. Mais là encore, preuve que la culture du présentiel est encore omniprésente en France, les Français se situent dans le bas du classement. Seuls les Danois, les Norvégiens, les Japonais et les Sud-Coréens souhaiteraient moins ou autant de télétravail. Un jour et demi par semaine correspond par exemple à un jour de moins que dans les pays anglo-

saxons, latino-américains ou encore en Turquie, en Afrique du Sud ou à Singapour.

Les employeurs français restent méfiants envers le télétravail. Selon cette étude réalisée entre avril et mai 2023 auprès de 42 000 travailleurs - dont 2 500 en France -, ils ne sont prêts à proposer à leurs salariés que 0,72 jour de télétravail hebdomadaire en moyenne, soit 0,7 jour de moins que ce



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

que souhaiteraient les travailleurs. Au niveau mondial, l'écart est de 0,9 jour en moyenne, les salariés réclamant 2 jours par semaine en moyenne contre 1,1 prévu par leurs employeurs. C'est dans les pays anglo-saxons que les attentes et les réalités se rapprochent le plus (0,7 jour d'écart en moyenne), et en Amérique latine et Afrique du Sud qu'elles sont les plus éloignées (1,3 jour d'écart).

Les arguments avancés en faveur du télétravail les plus cités sont sans

surprise le gain de temps entraîné par l'absence de trajet domicile-travail (60 %), devant les économies sur les frais de carburants et de repas (44 %) et la flexibilité des horaires (42 %). En face, la socialisation avec les collègues (62 %), les meilleures conditions de travail en équipe (54 %) et la séparation nette entre vie professionnelle et vie privée (43 %) sont perçues comme les trois principaux avantages du travail en présentiel.



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 %
Deuxième trimestre 2023	+0,5 %	0,0 %	-0,3 %	+0,4 %	+0,3 %
Inflation En % - août 2023	5,7	6,4	5,5	2,4	5,3
Taux de chômage En % - juillet 2023	7,4	2,9	7,6	11,6	6,4
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
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

*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 – AOÛT 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	31 août 2023	7 316,70
	Évolution en août 2023	-1,92 %
	Évolution sur 12 mois	+20,06 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	31 août 2023	15 947,08
	Évolution en août 2023	-2,87 %
	Évolution sur 12 mois	+24,46%
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	31 août 2023	7 439,13
	Évolution en août 2023	-3,23 %
	Évolution sur 12 mois	+2,28 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	31 août 2023	4 297,11
	Évolution en août 2023	-3,29 %
	Évolution sur 12 mois	+22,95 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	31 août 2023	34 721,91
	Évolution en août 2023	-1,98 %
	Évolution sur 12 mois	+10,62 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	31 août 2023	14 034,97
	Évolution en août 2023	-1,87 %
	Évolution sur 12 mois	+19,14 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	31 août 2023	4 507,64
	Évolution en août 2023	-1,53 %
	Évolution sur 12 mois	+10,26 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	31 août 2023	32 619,34
	Évolution en août 2023	-1,67 %
	Évolution sur 12 mois	+16,12 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	31 août 2023	3 119,88
	Évolution en août 2023	-5,20 %
	Évolution sur 12 mois	-2,57 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	31 août 2023	1.0842
	Évolution en août 2023	-1,85 %
	Évolution sur 12 mois	+7,95 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	31 août 2023	1 941,80
	Évolution en août 2023	-1,17 %
	Évolution sur 12 mois	+13,49%
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	31 août 2023	86,64
	Évolution en août 2023	+1,51 %
	Évolution sur 12 mois	-10,00 %



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