

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>« Une langueur bien monotone ? »</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>Productivité, le nouvel mal français</i>	3
<i>Croissance, la France s'accroche malgré tout</i>	5
HORIZON EXTÉRIEUR	9
<i>Moyen Orient : un nouveau monde</i>	9
<i>Quand la Chine se japonise</i>	11
HORIZON FINANCE	13
<i>États-Unis, tant que le dollar sera là !</i>	13
<i>La course à l'épargne est engagée</i>	14
HORIZON LOINTAIN	16
<i>La Banque Centrale Européenne, la force tranquille</i>	16
<i>Énergie renouvelable, une rentabilité à trouver</i>	18
POINTS DE REPÈRE	21
<i>L'Europe, le continent du tourisme</i>	21
<i>Crédit à la consommation, un marché de 200 milliards d'euros</i>	23
<i>Les statistiques économiques</i>	24
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	25



L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« UNE LANGUEUR BIEN MONOTONE ? »

Au deuxième trimestre, la croissance a atteint, en France, 0,5 % faisant suite à une stagnation au premier trimestre. Ce résultat a été jugé exceptionnel. Sur l'ensemble de l'année, le PIB ne devrait croître que de 0,9 %. Pour 2024, cela ne devrait être guère mieux. Certes, pour la première fois depuis des années, la France fait mieux que l'Allemagne, cette dernière handicapée par les difficultés de son industrie automobile.

Malgré la faiblesse de sa croissance, la France continue à créer des emplois. Ces derniers sont certes peu qualifiés et à faible rémunération mais il vaut mieux des emplois que du chômage. Pour autant, la croissance est bien insuffisante pour combler le déficit public qui devrait atteindre près de 5 points de PIB en 2023 et pour réduire le poids de la dette publique qui dépasse 110 % du PIB. Elle est également bien insuffisante pour contribuer à l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages. Ces derniers sont nombreux à estimer que leur situation personnelle s'est fortement dégradée ces dernières années en raison de l'augmentation des prix.

Au-delà de la France qui souffre, c'est toute l'Europe qui en proie à une triste langueur. Son taux de croissance est

depuis 2019 deux fois inférieur à celui des États-Unis. L'écart qui s'était forgé de 2009 à 2019 ne fait donc que s'agrandir. L'Union européenne paie chère ses faiblesses sur le terrain de l'énergie et de la technologie. Dans un contexte économique et géopolitique conflictuel, elle semble paralysée par les intérêts divergents de ses États membres. Tirillée entre la Chine et les États-Unis, elle essaie d'apporter des réponses tangibles pour faciliter la fabrication de batteries ou de microprocesseurs mais en raison de l'absence d'un marché des capitaux réellement unifié, les entreprises sont entravées dans leur développement. La surréglementation, maladie française, a contaminé le reste du continent rendant difficile la réalisation de projets ambitieux.

Après la chute du mur de Berlin, après la réalisation de la monnaie unique, l'Europe a oublié le caractère tragique de l'histoire. Elle a cru être arrivée à la fin de l'Histoire. N'ayant pas réussi à se réformer, les institutions européennes sont inadaptées à un monde instable et de plus en plus violent. L'Europe peine à répondre aux défis qui lui sont posés : migrations, défense, digital, vieillissement, etc. Elle a pourtant des atouts. Elle dispose d'un marché intérieur riche, d'une population active de haut niveau, d'un patrimoine sans équivalent. Le retour du continent européen au premier plan passe par la valorisation de ses atouts tout en reconnaissant les spécificités culturelles



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

et économiques de tous les États membres. Il faut rassembler les forces sans les niveler. Ce retour suppose surtout l'abandon du défaitisme et du fatalisme qui ont été érigés en religion.

HORIZON FRANCE

PRODUCTIVITE, LE NOUVEL MAL FRANÇAIS

La productivité du travail en France connaît un recul marqué depuis 2019 quand elle est stable au sein des autres États membres de la zone euro. Plusieurs facteurs expliquent cette spécificité française : le retour sur le marché du travail d'actifs peu productifs, l'essor de l'apprentissage et une modification du rapport au travail.

Un recul inquiétant de la productivité en France

La productivité par tête du travail a reculé de 5 % depuis le début de 2019 en France quand en zone euro, la baisse est inférieure à 0,2 %. La France qui longtemps s'enorgueillissait d'avoir une forte productivité se situe désormais en dessous de la moyenne européenne. De 2010 à 2019, la productivité par tête avait progressé de 7,5 % en France contre 6 % en zone euro mais sur la période 2010/2023, la progression n'est plus que de 2,5 % pour la France contre 7 % pour la zone euro.

L'arrivée sur le marché du travail d'actifs moins productifs

La baisse de la productivité peut avoir de multiples origines. La baisse du taux de chômage entraîne l'intégration

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

d'actifs moins productifs. Le taux de chômage a baissé assez rapidement pour les personnes actives ayant un niveau de formation primaire. Il est passé de 16 à 12 % de 2017 à 2023. Ce phénomène n'est pas spécifique à la France. Il est constaté pour l'ensemble des États membres de la zone euro (les taux respectifs sont 17,5 et 11 %). Plusieurs pays comme l'Allemagne sont en plein emploi et devraient donc souffrir également d'une baisse de la productivité, ce qui n'est pourtant pas le cas.

Apprentissage et productivité ne font pas bon ménage

La hausse du nombre d'apprentis en France peut être une cause spécifique de la baisse de la productivité. Avec l'adoption de la loi sur le travail de 2017, le nombre d'apprentis est passé de 420 000 à 980 000 en cinq ans. Du fait de leur faible expérience professionnelle et de leur emploi à temps partiel (en parallèle du suivi d'une formation en établissement scolaire), leur productivité est inférieure à la moyenne des salariés. Cet essor de l'apprentissage peut expliquer une partie de la baisse de la productivité mais pas sa totalité.



L'absentéisme, un mal qui s'accroît

La France connaît depuis l'épidémie une forte croissance du taux d'absentéisme. La proportion d'arrêts pour raison de santé, il est passé, de 2017 à 2023 de 5 à 7,5 %. Ce taux était de 4 % en 2010. Des secteurs exposés à la pénibilité ou aux horaires décalés connaissent même des taux supérieurs à 11 %. La progression concerne également les cadres de plus en plus atteints par des problèmes de syndrome d'épuisement professionnel. Cette augmentation expliquerait près de 50 % du recul de la productivité. Ce phénomène est constaté chez nos partenaires, mais avec une ampleur moindre.

Une économie de plus en plus tertiaire

Des facteurs plus structurels peuvent également expliquer la baisse de la productivité. L'essor des services domestiques à faible productivité en est un. Ces dernières années, les créations d'emploi ont été importantes dans les secteurs de l'aide à la personne, des loisirs, des transports ou de la logistique qui génèrent de faibles gains de productivité. Le vieillissement

de la population active joue contre la productivité. Dans le passé, les gains de productivité provenaient essentiellement de l'industrie. Or, la France a connu un processus de désindustrialisation parmi les plus importants au sein de l'OCDE. L'Allemagne et l'Italie ont conservé une industrie plus importante, ce qui peut expliquer le maintien de gains de productivité dans ces deux pays. Cette explication ne vaut pas pour les États-Unis dont le poids de l'industrie a fortement reculé sans avoir entraîné une disparition des gains de productivité comme en France.

La France fait face à une baisse de la productivité du travail, synonyme de moindre croissance et de faibles augmentations des revenus. Ce repli de la productivité s'explique par l'essor de l'apprentissage, de l'augmentation des arrêts maladie et par la tertiarisation de l'économie. Le relèvement du niveau de formation, la réindustrialisation du pays et un contrôle affiné des délivrances des arrêts maladie constituent les moyens pour lutter contre cette baisse de la productivité.



CROISSANCE, LA FRANCE S'ACCROCHE MALGRE TOUT

Dans sa note de conjoncture du mois de septembre, la Banque de France prévoit que l'économie française sortira de l'inflation sans entrer en récession. Elle parie sur un taux de croissance de 0,9 % en 2023. Pour 2024 et 2025, elle table sur une progression du PIB de 0,9 et 1,3 %. Au quatrième trimestre 2023, l'inflation reviendrait à 4,5 %. En l'absence d'un nouveau choc sur les matières premières importées, l'inflation reviendrait dans sa zone cible des 2 % en 2025. En revanche, la Banque de France s'attend à une dégradation sur le front de l'emploi avec un taux de chômage qui passerait de 7,4 à 7,8 % de 2023 à 2025. Le pouvoir d'achat des ménages devrait s'accroître mais le ressenti serait tout autre. La Banque de France s'inquiète du niveau élevé de l'endettement public qui serait de 110 % du PIB en 2025, contre 88,5 % en moyenne au sein de la zone euro.

Une baisse de l'inflation attendue

Après avoir atteint 7,3 % en février 2023, l'indice des prix à la consommation harmonisé est revenu à 5,1 % en glissement annuel en juillet avant de rebondir à 5,7 % en août en raison de la hausse des prix de l'énergie (hausse du prix du pétrole et hausse de 10 % des tarifs réglementés de vente de l'électricité effective au 1^{er} août 2023). La Banque de France fait le pari que cette hausse sera temporaire. Elle note que, de son côté, l'inflation hors énergie et alimentation, recule. Elle s'élevait à 4,0 % en glissement annuel en août

2023, après 4,4 % en mai-juin et un point haut à 4,7 % en avril. Sur l'ensemble de l'année 2023, l'inflation totale en glissement annuel passerait de 7,0 % au premier trimestre à 4,5 % au quatrième trimestre. L'inflation sous-jacente passerait de son côté de 4,4 à 3,7 % sur la même période. En moyenne annuelle, l'inflation totale s'établirait en 2023 à 5,8 %, et l'inflation sous-jacente à 4,2 %. Cette dernière est révisée à la baisse par rapport à la prévision de la banque centrale datant de juin.

En 2024, en moyenne annuelle, l'inflation totale reculerait à 2,6 % et l'inflation hors énergie et alimentation diminuerait plus lentement, à 2,8 %. Au quatrième trimestre 2024, en glissement annuel, l'inflation totale serait de 2,2 %. En 2025, l'inflation totale et l'inflation hors énergie et alimentation continueraient de diminuer pour s'élever respectivement à 1,8 % et 2,1 % en moyenne annuelle, en lien avec la poursuite de la normalisation des prix des matières premières (énergétiques et alimentaires) et en raison de l'effet progressif du resserrement passé de la politique monétaire sur l'inflation sous-jacente. En particulier, les prix des services commenceraient à ralentir, ne progressant plus que sur un rythme de 3,0 % en moyenne annuelle en 2025, du fait des revalorisations salariales nominales moins marquées qu'au cours des deux années précédentes (permettant cependant une hausse des salaires réels).



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT



Une activité économique résiliente

Avec un premier trimestre atone, l'activité a connu une progression de 0,5 % durant le deuxième. La croissance a été soutenue par le secteur cokéfaction-raffinage qui a bénéficié de la fin des grèves et par le retour à la normale de la production d'électricité. Le PIB du deuxième trimestre a également bénéficié de la livraison du paquebot MSC Euribia. Au cours du troisième trimestre 2023, la croissance évoluerait entre 0,1 % et 0,2 %. Elle se situerait également autour de 0,2 % pour le dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB s'élèverait à 0,9 % en 2023, en hausse de 0,2 point de pourcentage par rapport à la prévision de juin.

En 2024, la Banque de France s'attend à une reprise de la consommation qui portera la demande intérieure à la hausse. En revanche, la contribution du solde extérieur serait nulle en 2024 (après 0,6 pp en 2023). La croissance pour 2024 serait de 0,9 % comme en 2023. En 2025, la croissance du PIB augmenterait pour atteindre 1,3 %, toujours portée par les moteurs intérieurs de l'activité (consommation des ménages et investissement des entreprises). La consommation des ménages bénéficierait de l'effet positif sur le pouvoir d'achat du retour de l'inflation vers 2 %, en partie atténuée par le tassement de l'emploi. La reprise de la demande s'accompagnerait d'une hausse de l'investissement des entreprises.

Une augmentation des salaires réels espérée pour 2024 et 2025

Compte tenu de la baisse de l'inflation, les salaires réels augmenteraient dans les prochains mois. En glissement annuel, la progression du salaire moyen par tête (SMPT) est de 5,0 % au deuxième trimestre 2023. Cette hausse prend en compte les versements des primes de partage de la valeur (PPV). Le salaire mensuel de base (SMB), qui n'inclut notamment pas les primes, a progressé en glissement annuel de 4,6 % sur la même période. Pour l'ensemble de l'année 2023, la Banque de France évalue la hausse du SMPT à 5,1 %. En termes réels, il reculerait en 2023, comme cela avait été le cas en 2022. En revanche, en 2024 et 2025, le SMPT réel serait en hausse.

Vers une augmentation du taux de chômage

Les créations d'emploi se sont élevées à 41 000 au deuxième trimestre pour l'ensemble de l'économie, quand elles avoisinaient en rythme trimestriel plus de 100 000 au début 2022. Le nombre de créations devrait continuer à baisser durant les prochains trimestres. Au deuxième trimestre 2023, le taux de chômage a progressé de 0,1 point à 7,2 %. Il devrait poursuivre sa progression en 2024 et 2025 pour atteindre 7,8 %.



Une reprise de la consommation en 2024

Selon la Banque de France, le pouvoir d'achat par habitant, ou revenu disponible brut (RDB) réel par habitant, progresserait de 0,6 % en 2023. La banque centrale qui pariait en juin sur une baisse de 0,4 % du pouvoir d'achat a revu à la hausse son évaluation. En 2024, le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait de mesures de soutien budgétaire, dont la suppression de la dernière tranche de la taxe d'habitation, les mesures de revalorisation des retraites et des salaires des fonctionnaires, ainsi que le bouclier tarifaire sur les prix de l'électricité. Le pouvoir d'achat par habitant progresserait sur un rythme d'environ 0,5 % par an en 2024 et en 2025.

Le pouvoir d'achat par habitant serait supérieur à son niveau pré-covid d'environ 4 % en 2025. Cela proviendrait avant tout de l'emploi salarié qui se situerait à un niveau supérieur en 2025 d'environ 6 % à son niveau pré-covid. Après avoir subi l'impact de la forte inflation en 2022 et 2023, le pouvoir d'achat du salaire moyen par tête serait quant à lui proche en 2025 de son niveau pré-covid.

Un taux d'épargne élevé qui devrait baisser

Les ménages ont maintenu un fort taux d'épargne depuis la fin de la crise covid. Celui-ci s'élevait à 18,8 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2023. Ce fort taux d'épargne constitue une surprise. Il peut s'expliquer par le niveau encore élevé d'incertitudes,

générateur d'une importante épargne de précaution. Les ménages épargneraient également afin de maintenir constante leur encaisse réelle. Face à l'érosion de leur patrimoine provoquée par l'inflation, ils le reconstituent en augmentant leur effort d'épargne. La reprise attendue de la consommation dans les prochains mois devrait s'accompagner d'une baisse du taux d'épargne qui reviendrait autour de 16,6 % du revenu disponible brut au quatrième trimestre 2025, un niveau supérieur à celui observé avant la crise sanitaire (15,0 %). L'évolution du taux d'épargne conditionne la reprise de la consommation et la bonne tenue de la croissance en 2024 et en 2025. Malgré tout, la Banque de France prévoit une croissance de la consommation des ménages en 2024 et 2025, de respectivement 1,8 % et 1,5 %. L'investissement des ménages serait en revanche en baisse tant en 2023 qu'en 2024. Une légère reprise est attendue en 2025.

Une amélioration du taux de marge des entreprises

Le taux de marge des sociétés non financières a augmenté au deuxième trimestre 2023. Il devrait se maintenir à un niveau correct l'année prochaine. En 2025, le taux de marge des entreprises s'élèverait à 32,1 %, un niveau légèrement supérieur à celui qui prévalait avant la crise sanitaire.

L'investissement des entreprises a résisté malgré la crise covid et l'invasion de l'Ukraine. Il augmente, chaque année depuis 2020, plus rapidement que l'activité. L'investissement est porté par les besoins liés à la digitalisation des



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

activités. À moyen terme, la transition énergétique et climatique pourrait

Une stabilisation de la dette publique à un haut niveau

La Banque de France prévoit une stabilisation du ratio de dette publique autour de 110 % du PIB, soit un niveau

prendre le relais du digital comme moteur de l'investissement.

que celui de la moyenne de la zone euro. Si cette stabilisation est attendue en France d'ici 2025, une baisse serait constatée au sein de la zone euro (-3 points de PIB). L'écart entre la France et ses partenaires augmentera donc. Il était de 15 points avant la crise covid, il sera de plus de 20 points en 2025.

HORIZON EXTÉRIEUR

MOYEN ORIENT : UN NOUVEAU MONDE

Avec un prix du pétrole élevé, ces dernières années, les États du Moyen-Orient engrangent des milliers de milliards de dollars de recettes. Afin de préparer la fin des énergies carbonées et réorienter leur économie, ces pays investissent des sommes importantes. Plus de 3 500 milliards de dollars auraient été investis ces cinq dernières années pour la création de nouvelles villes, pour des projets dans les énergies renouvelables ou dans les systèmes d'intelligence artificielle, et pour l'achat d'entreprises sur les marchés de capitaux. Conscients de la force, peut-être éphémère, que leur procure le pétrole, les pays de l'OPEP révisent leur politique étrangère. L'Arabie saoudite se rapproche de l'Iran après avoir été en rivalité ouverte depuis l'arrivée des Mollahs au pouvoir en 1979 à Téhéran. Les guerres civiles en Syrie et au Yémen sont moins prégnantes et passent au second plan par rapport aux intérêts économiques. Les relations avec Israël se normalisent. Après l'Égypte, la Jordanie, les Émirats arabes unis et le Bahreïn qui

ont reconnu Israël, l'Arabie saoudite envisagerait également de le faire. L'influence mondiale de la région augmente avec, en fil rouge, une indépendance de plus en plus marquée à l'égard de l'OCDE et en particulier des États-Unis. L'accord de régulation de la production du pétrole mis en place en 2016 entre la Russie et l'OPEP a ainsi été maintenu malgré la guerre en Ukraine.

Le Moyen-Orient représente 6 % de la population mondiale mais assure plus de 46 % des exportations de pétrole et plus de 30 % de celles de gaz liquéfié. Les embargos pesant sur les hydrocarbures russes ont accru l'influence des pays du Golfe. Grâce à leur situation géographique, 30 % de l'ensemble du commerce des conteneurs et 16 % du fret aérien transitent par la région. Avec 3 000 milliards de dollars d'actifs, leurs fonds souverains sont parmi les plus importants au monde. La région devient un pôle économique attractif. Sans prendre en compte les activités pétrolières, la croissance annuelle de



l'économie régionale dépasse 4 %. Les investissements multinationaux transfrontaliers sont en hausse. Le niveau de vie des 500 millions d'habitants du Moyen-Orient augmente, permettant l'émergence d'une large classe moyenne.

Les pays du Moyen-Orient ont développé des liens économiques de plus en plus importants avec la Chine, l'Inde et la Russie. Plus du quart des exportations de biens sont destinés vers ces pays, contre 12 % pour les États-Unis et l'Europe. Cette réorientation s'effectue sur fond de défiance à l'encontre des démocraties accusées de vouloir imposer leur modèle politique et leur vision des droits de l'Homme. L'échec des révolutions démocratiques du début des années 2010 a laissé des traces. Les gouvernements du Moyen-Orient mettent désormais l'accent sur le développement économique et sur la souveraineté nationale. Les Émirats arabes unis sont devenus le symbole de la réussite économique dans cette région. Même si les valeurs occidentales sont récusées, des évolutions sont constatées au sein des pays du Moyen-Orient. De plus en plus de femmes travaillent dans le Golfe. En Arabie saoudite, ces dernières ont le droit de conduire depuis 2018. Les touristes sont bienvenus dans la grande majorité des États. Les Israéliens sont de plus en plus nombreux à s'y rendre.

Le Moyen-Orient reste néanmoins une région à haute tension confrontée au réchauffement climatique, au manque d'eau, aux rivalités géopolitiques avec, en arrière-fond, la prolifération de l'arme nucléaire. Les régimes autoritaires sont

également confrontés aux aspirations des populations, ces dernières de mieux en mieux formées, acceptent de moins en moins les inégalités importantes et les contraintes imposées par les pouvoirs publics. Les deux dernières décennies ont été marquées par une guerre civile en Irak après l'invasion américaine. L'émergence de Daech et de l'État islamique a eu des répercussions mondiales avec une vague d'attentats sans précédent. En Syrie, Bachar el-Assad a mené une répression d'une violence inouïe en ayant recours à des armes chimiques. Depuis 2011, cette guerre civile aurait occasionné la mort de 400 000 personnes sachant que ce pays compte 21 millions d'habitants. 5 millions de Syriens auraient fui leur pays et environ 10 millions vivaient dans des conditions déplorables. L'Iran malgré l'amélioration des relations avec l'Arabie saoudite demeure pour de nombreux États de la région un sujet d'inquiétude majeur. Sur le point de détenir l'arme nucléaire, le régime des Mollahs est craint en raison de ses tentations hégémoniques que ce soit au Liban ou au Yémen. L'Iran demeure au banc des États fréquentables en étant soumis à un sévère embargo de la part des Occidentaux.

Le réchauffement climatique menace les économies du Moyen-Orient. Dans cette région, l'une des plus chaudes et sèches de la planète, la production agricole subit de plein fouet l'élévation des températures et la raréfaction de l'eau. Les dépenses en investissements pour adapter les pays de cette région au changement climatique et pour réaliser la décarbonation sont coûteuses.



Le Moyen-Orient est une terre de profondes inégalités. Des États riches comme Israël, les Émirats arabes unis ou le Qatar, cohabitent avec des pays pauvres comme l'Égypte ou le Liban. Les pays du Golfe et Israël ne représentent que 14 % de la population mais 60 % du PIB, 73 % des exportations de marchandises et 75 % des investissements multinationaux entrants de la région. À l'exception d'Israël, les inégalités à l'intérieur des États sont importantes. Les 10 % les plus riches au Moyen-Orient reçoivent 64 % de la richesse régionale, contre 37 % dans l'Union européenne, 47 % aux États-

Unis, 55 % au Brésil et 62 % en Afrique du Sud. La part du revenu total détenue par les 1 % les plus riches est de 27 % au Proche-Orient, contre 12 % au sein de l'Union européenne et 20 % aux États-Unis. Les travailleurs immigrés qui peuvent représenter jusqu'à 60 % de la population des pays de la région disposent en moyenne de faibles revenus. Le taux de pauvreté est de 32 % en Irak ou en Égypte, de 20 % aux Émirats arabes unis et de 18 % en Iran, contre 14 % en France. Il n'est en revanche que de 12 % en Arabie saoudite.

QUAND LA CHINE SE JAPONISE

Les autorités chinoises rêvent de faire de leur pays la première puissance économique et militaire mondiale pour le centenaire de l'arrivée au pouvoir du parti communiste en 2049. Il y a trente ans, le Japon aspirait au même rêve après avoir connu une expansion rapide dans les années 1980. Or, ce dernier est entré dans un cycle déflationniste dans les années 1990, dont il peine à sortir. La Chine semble l'imiter en étant confrontée à une crise immobilière et financière qui s'incruste.

La Chine partage six caractéristiques communes avec le Japon des années 1990 : le vieillissement démographique, le recul des investissements, la faiblesse de l'inflation, la diminution de la valeur des actifs financiers et immobiliers, les difficultés du système bancaire, la mise en place de politiques monétaires et de politiques budgétaires accommodantes.

Au Japon, la déflation se nourrit, depuis trente ans, de l'attrition de la population et tout particulièrement de celle en âge de travailler. La population japonaise diminue depuis le début du siècle. Elle régresse de 300 000 habitants par an. Le taux de la croissance de la population chinoise qui était de 1,7 % par an en 1990, est désormais nul voire légèrement négatif. La population de 15 à 64 ans se contracte depuis 1993 au Japon et depuis 2015 en Chine. Une des conséquences directes de ce vieillissement accéléré de la population est un excès d'offre de logements. Cet excès est d'autant plus important que les ménages réalisent de nombreux investissements locatifs pour leur retraite. Cet excès amène une baisse des prix de l'immobilier et à une diminution de la construction. Pour éviter une crise immobilière, les pouvoirs publics encouragent la construction et, se faisant, alimentent le déséquilibre du secteur immobilier. Au Japon,



l'investissement en logement a diminué de 40 % de 1990 à 2022. En Chine, après avoir augmenté de 180 % de 1990 à 2020, il est en recul de 10 % ces deux dernières années. Au Japon, sur ces trente dernières années, le prix des logements est étale tranchant avec l'évolution des prix constatée au sein des autres grands pays de l'OCDE. En Chine, en trente ans, les prix ont été multipliés par trente mais sont en baisse depuis 2020.

La crise immobilière fragilise le secteur bancaire en raison d'une hausse du taux de défaut des emprunteurs et d'une moindre progression du crédit. En Chine, une partie des financements immobiliers sont réalisés en-dehors du champ des activités bancaires rendant leur contrôle plus difficile. Deux grands promoteurs immobiliers sont en difficulté en Chine, Evergrande et Country Garden. Exposé aux villes moyennes durement touchées par la crise immobilière, Country Garden n'a pas été en mesure d'honorer, au début du mois de septembre, deux paiements d'intérêts sur des emprunts obligataires. Il bénéficie d'un délai de grâce d'un mois pour régulariser sa situation, avant d'être officiellement en défaut. Il a été contraint de suspendre la cotation de onze de ses lignes obligataires. La crise du secteur immobilier a provoqué une chute des cours boursiers en Chine depuis un an comme ce fut le cas au Japon au début des années 1990.

Face à la crise immobilière et financière, les ménages ont tendance à accroître leur effort d'épargne. Ils compensent la perte de valeur des actifs en mettant plus d'argent de côté. Cet effort

d'épargne accru est également la conséquence du vieillissement de la population. Le taux d'épargne des ménages dépasse 30 % du revenu disponible brut en Chine en 2022, contre 20 % en 1990. Au Japon après avoir atteint 20 % dans les années 1990, le taux d'épargne a diminué dans les années 2000 avant de remonter. Le taux d'épargne de la nation (ménages, entreprises et administrations publiques) représentait, en Chine, en 2022, 45 % du PIB, contre 40 % en 1990. Au Japon, ce taux d'épargne est de plus de 30 % depuis plus de trente ans, soit quatre à cinq points au-dessus de la moyenne des pays de l'OCDE. La préférence marquée pour l'épargne a comme conséquence une moindre consommation. La faible croissance potentielle en lien avec la diminution de la population dissuade les entreprises d'investir.

Depuis 1992 au Japon, et depuis 2014 en Chine, la faiblesse de la demande de biens et services et le recul des cours boursiers font apparaître un manque d'investissement au sein des entreprises qui amplifie le recul de la croissance potentielle. Le taux d'investissement des entreprises est passé de 21 à 17 % du PIB de 1990 à 2022. En Chine, après avoir atteint 25 % du PIB en 2014, ce taux est tombé à 22 % en 2022. Le taux de progression annuel des investissements en machines et équipement est de 5 % en Chine en 2022, contre plus de 20 % dans les années 2010.

Malgré le vieillissement démographique, qui devrait en théorie générer de l'inflation, celle-ci demeure faible au Japon (depuis 1993) et en Chine (depuis



2013) en raison de la faiblesse de la demande de biens et services. En réduisant le nombre d'actifs, le vieillissement favorise, en principe, la hausse des salaires. Par ailleurs, les retraités consomment plus de service que les actifs (santé, loisirs, services d'aides à la personne). Or, ces services sont sources d'inflation en raison des faibles gains de productivité qui les caractérisent. Cependant, au Japon et en Chine, le phénomène inverse est constaté. Les retraités continuent à épargner et diminuent leur consommation ce qui favorise la déflation.

Pour relancer la demande de biens et services, les banques centrales et les gouvernements mettent en place des politiques budgétaires expansionnistes. Les taux directeurs sont abaissés. Ils sont

nuls ou quasi nuls au Japon depuis trente ans. La banque centrale chinoise *a contrario* des politiques décidées par la FED ou la BCE a décidé récemment de baisser ses taux. La dette publique est au Japon passée de 60 à 250 % du PIB entre 1990 et 2022. En Chine, elle atteint 80 % du PIB en 2022, contre 40 % en 2011.

La Chine se "japonise" de plus en plus avec, comme conséquence, l'affaiblissement de sa croissance. Malgré des politiques de relance, depuis trente ans le Japon n'a pas réussi à restaurer sa croissance ni à mettre un terme à la déflation. La Chine dont le PIB par habitant demeure faible (trois fois plus faible que celui de l'OCDE) ne peut guère supporter une longue léthargie, la légitimité du pouvoir dépendant de sa capacité à générer de la croissance.

HORIZON FINANCE

ÉTATS-UNIS, TANT QUE LE DOLLAR SERA LA !

Annoncés en déclin depuis plusieurs décennies, les États-Unis n'en finissent pas de surprendre. Lors de ces quatre dernières années, leur taux de croissance a été deux fois supérieur à celui de la zone euro. Cette expansion apparaît illogique pour de nombreux analystes compte tenu de l'ampleur du déficit de la balance des paiements courants qui contraint le pays à accumuler une importante dette extérieure.

Depuis quarante ans, les États-Unis se caractérisent par un déficit structurel et important de la balance courante. Ce

déficit s'élève en moyenne à 3 % du PIB depuis les années 1990. Si en 1980, la première puissance économique mondiale avait une position extérieure nette positive de 10 % du PIB, depuis, sa situation s'est constamment dégradée. Sa dette extérieure nette représentait, fin 2022, plus de 60 % du PIB.

Le recours aux capitaux extérieurs permet aux États-Unis d'avoir un taux d'investissement de la nation supérieur au taux d'épargne nationale. En 2022, le taux d'investissement était de 22 % du PIB, trois points au-dessus du taux



d'épargne du pays. Compte tenu des besoins de financement, les États-Unis s'endettent à faibles coûts. Même avec la remontée des taux d'intérêt engagée depuis le début de l'année 2022, ceux-ci s'élèvent à 4 % pour les emprunts d'État. Ils sont inférieurs à ceux pratiqués aux États cumulant déficits budgétaire et courant importants. Ce financement à faibles coûts est intimement lié au rôle de valeur de réserve que joue le dollar. En contrepartie de ce rôle, les États-Unis imposent un système de seigneurage en leur faveur. Le dollar représente 60 % des réserves de change, en 2022, contre 20 % pour l'euro. Les autres monnaies comme le rmb, le yen, la livre sterling ont un rôle marginal au niveau des réserves de change. Le dollar demeure incontournable en raison du rôle militaire joué par les États-Unis, de l'importance des marchés financiers, ainsi que de la vitalité de l'économie américaine. Il l'est également en raison du dynamisme des entreprises américaines en particulier dans les secteurs de la haute

technologie. Les incitations fiscales contribuent également à attirer les capitaux extérieurs dont les entrées annuelles dépassent 2 points de PIB.

La santé de l'économie américaine dépend de sa capacité à attirer des capitaux. Ces derniers permettent le financement des déficits et évitent une forte hausse des taux d'intérêt. Ces capitaux offrent la possibilité aux Américains de privilégier la consommation au détriment de l'épargne. En l'absence de financement extérieur, les déficits devraient être couverts par l'épargne interne. Les entreprises ne pourraient, par conséquent, pas investir autant qu'actuellement. Selon les calculs de Natixis, la baisse de l'investissement serait de 4 points de PIB, remettant en cause l'avance technologique du pays. La prépondérance du dollar comme monnaie de réserve mondiale constitue donc une condition *sine qua non* de la bonne santé de l'économie américain.

LA COURSE A L'ÉPARGNE EST ENGAGÉE

D'un point de vue macro-économique, faut-il consommer ou épargner ? Pour la croissance immédiate, la consommation est préférable. Sur le long terme, l'épargne qui est le vecteur de l'investissement est indispensable. Des pays comme les États-Unis peuvent concilier consommation et investissement mais cela est lié à leurs capacités à attirer l'épargne d'investisseurs étrangers.

Dans les prochaines années, les besoins d'investissement seront en forte hausse nécessitant une épargne plus importante.

L'arbitrage devrait donc s'effectuer au détriment de la consommation. Les besoins d'investissement concernent tant les entreprises et les ménages que les pouvoirs publics. Ces besoins sont en lien avec la transition énergétique, la gestion de l'eau, le maintien de la biodiversité et avec l'effort accru à réaliser en matière de défense, d'éducation ainsi que de formation.

La transition énergétique qui suppose la neutralisation carbone des activités d'ici 2050 nécessite, au minimum, un surcroît



d'investissement de 3 à 4 points de PIB pendant au moins une trentaine d'années. En 2022, à l'échelle mondiale les émissions de CO₂ ont progressé de plus de 2 %. Elles se sont élevées à plus de 34 milliards de tonnes, contre 24 000 en 2002. La part des énergies renouvelables au sein de la consommation totale d'énergie augmente mais demeure faible au regard des objectifs pris lors de l'Accord de Paris de 2015. En 2022, cette part est de 14 %. Elle a doublé en vingt ans. Une accélération des investissements apparaît nécessaire pour limiter le réchauffement climatique.

Face aux besoins d'épargne, tous les pays ne sont pas dans la même situation. Au niveau d'une nation, la capacité d'épargne dépend du solde de la balance courante. Les pays qui ont un excédent d'épargne ont un solde positif au niveau de leur balance courante, les pays qui ont un déficit d'épargne ont un solde négatif au niveau de de leur balance courante. Les pays qui au niveau de leurs échanges de biens et de services avec l'étranger ont un déficit doivent solder leurs positions soit en s'endettant, soit en cédant une partie de leur patrimoine.

Depuis des années, les États-Unis connaissent un déficit structurel de leur balance des paiements courants, entre 2 à 4 % du PIB. La zone euro qui a enregistré un excédent de plus de 4 % du PIB durant les années 2010 grâce à l'Allemagne et aux Pays-Bas, a connu depuis une dégradation de sa position extérieure avec le renchérissement du prix de l'énergie. En 2022, le solde était négatif de près de deux points de PIB. L'excédent de la Chine qui dépassait 3 %

du PIB dans les années 2010 tend également à fondre. Il n'était plus que d'un point en 2022. De son côté, le solde de l'Afrique est négatif de quatre points quand celui de l'OPEP atteint des sommets à 10 % du PIB.

La course à l'épargne devrait s'amplifier, tous les pays ayant, en même temps, des besoins d'investissements élevés. Les États-Unis et la Chine sont entrés en compétition en matière de leadership. La zone euro doit refonder son économie pour ne pas être marginalisée. L'Afrique doit tout à la fois se développer pour gérer le doublement de sa population et décarboner son économie. Les pays de l'OPEP doivent préparer la fin du pétrole. L'épargne extérieure sera plus rare et plus chère car les besoins domestiques sont en forte augmentation. Les pays déficitaires au niveau de leur balance des paiements courants seront donc pénalisés, l'accès aux ressources financières sera limité. Les États-Unis, grâce à la valeur refuge du dollar, seront moins pénalisés que les pays africains voire la France.

Face à ce besoin d'épargne, les États auront tout avantage à dégager des excédents au niveau de leur balance courante et à arbitrer en défaveur de la consommation. La restauration des échanges extérieurs passe par une réindustrialisation des États membres de l'OCDE. La segmentation du commerce mondial risque néanmoins de poser des problèmes pour les États qui par le passé avec été les grands gagnants de la mondialisation comme l'Allemagne ou la Chine.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

La possession d'actifs extérieurs constitue un atout non négligeable, ces actifs étant une source de revenus. Les actifs extérieurs nets américains représentent 4 % du PIB quand les États-Unis ont une dette extérieure de 60 % du PIB. La Chine dispose en la matière d'un solde positif de 15 % du PIB. En revanche, l'Afrique est confrontée à une dette extérieure de plus de 35 % du PIB tout comme l'Amérique latine. Les actifs extérieurs de l'OPEP s'élèvent à 34 % du PIB mais sont en fort repli. Ils représentaient plus de 50 % du PIB en 2013, preuve d'une utilisation de plus en plus interne des revenus issus du pétrole.

Les pays en situation de dette nette extérieure et de compte courant négatif seront donc contraints de réduire leurs investissements ou d'accroître leur épargne interne, ce qui passe par une moindre consommation. Ce schéma ne s'applique qu'imparfaitement aux États-Unis. Sur le papier, la situation de ce pays est fortement dégradée mais le rôle de valeur refuge du dollar lui permet de passer outre ses faiblesses structurelles. Une remise en cause du dollar comme monnaie internationale serait à même de le mettre en difficulté et de contraindre les Américains d'épargner au lieu de consommer.

HORIZON LOINTAIN

LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE, LA FORCE TRANQUILLE

« Rien n'est possible sans les hommes, rien n'est durable sans les institutions », avait coutume de dire Jean Monnet, l'un des pères fondateurs de l'Union européenne. Ce dernier estimait que la fin de la rivalité historique entre la France et l'Allemagne passerait par l'économie. Furent ainsi créés un marché commun de l'acier et du charbon, un marché commun plus global avec l'introduction d'un tarif douanier unique (CEE 1957), un marché unique (1993) puis la monnaie unique (1999). Cette dernière a donné lieu à la mise en place de la Banque centrale européenne (BCE) qui est indépendante des gouvernements nationaux. La BCE, en un quart de siècle, a réussi à s'imposer comme l'institution numéro 1 de la zone euro. Elle est devenue le symbole fédéral d'une Europe qui est toujours en quête d'une expression politique. Elle a surmonté la crise financière de

2008/2009, la crise des dettes publiques entre 2010 et 2014, l'épidémie de covid en 2020 et la guerre en Ukraine. Elle a bénéficié de l'affaiblissement de la Commission de Bruxelles et des oppositions croissantes entre les États membres. Elle a comme mission d'assurer la stabilité des prix et du système financier. Au nom de la défense de la monnaie, elle joue un rôle clef dans la maîtrise des déficits publics. Elle peut, en s'appuyant sur les outils dont elle dispose, orienter les politiques économiques et agir sur l'emploi et la croissance. Elle étend son champ d'action aux politiques climatiques et aux relations commerciales internationales notamment avec la Chine.

La BCE, une résilience à toute épreuve

Chaque crise a permis à la BCE d'élargir son périmètre. En 2010, pour rassurer les



investisseurs en pleine crise grecque, Mario Draghi alors Président de l'époque de la BCE avait promis de faire « tout ce qu'il faudra » pour protéger l'euro. Des moyens de financement avaient été mis en place afin d'aider la Grèce qui n'est pas sortie de la zone euro. La décision de Mario Draghi a évité un effet domino et fait depuis jurisprudence. À compter de 2015, la BCE a procédé à des rachats d'obligations pour lutter contre la déflation. Elle a également abaissé ces taux directeurs. Pendant le Covid-19, Christine Lagarde, l'actuelle présidente, la BCE, a mis en œuvre des plans importants de rachats d'obligations publiques et privées pour soutenir l'économie et faciliter le financement des dépenses publiques (plan de rachats de 1 700 milliards d'euros d'obligations). En 2022, elle a annoncé que la banque centrale pourrait, le cas échéant, effectuer des rachats sélectifs d'obligations pour venir en aide à des États en difficulté et dont les écarts de taux avec ceux de l'Allemagne augmenteraient. Cette annonce visait, en particulier, à éviter des attaques financières contre l'Italie dont la dette publique est la plus importante au sein de la zone euro. La simple évocation de ces rachats a permis – jusqu'à maintenant – d'écarter la résurgence d'une crise malgré la hausse des taux directeurs décidée pour lutter contre l'inflation. Même si cela n'était pas officiellement prévu par le Traité de Maastricht, la BCE est devenue le prêteur en dernier ressort des gouvernements de la zone euro. Afin de contourner l'interdiction du financement des États prévue par le traité, les responsables de la BCE sont contraints de placer leurs décisions sous le prisme

de la stabilité de la sphère financière et notamment de la soutenabilité des dettes publiques.

La BCE, un acteur international de premier plan

La BCE joue un rôle international de premier plan en relation avec les autres grandes banques centrales. Elle peut influencer non seulement sur le taux de change mais aussi sur les politiques des banques commerciales de la zone euro ou en-dehors. Ainsi, elle assure, en partie, l'approvisionnement en dollars de la Pologne qui n'est pas membre de la zone en euro. En revanche, elle ne le fait pas pour la Hongrie qui est en bute avec les autorités européennes sur de nombreux points. Elle pourrait à terme aider l'Ukraine en acceptant des swaps en dollars. Sur ce dernier point, elle aura cependant besoin d'un accord du Conseil des Ministres des Finances de l'Union européenne. En ce qui concerne la guerre en Ukraine, la BCE intervient dans le cadre de la surveillance de la bonne application des embargos. Elle a pris position pour une sécurisation des gels des avoirs des ressortissants russes quand certains États auraient souhaité pouvoir les utiliser. Au niveau du FMI ou de la Banque mondiale, les positions de la BCE, qui est la deuxième banque centrale au niveau mondial, comptent. Consciente du poids croissant de la monnaie commune, la BCE travaille à renforcer son internationalisation. Elle travaille sur l'éventuelle création d'une monnaie numérique, qui pourrait contribuer à faciliter les transactions. Elle a mené sur ce sujet des tests grandeur nature lui permettant d'être en avance par rapport à la FED. Le développement



d'un euro numérique pourrait placer la BCE comme un acteur clef dans le financement de l'économie en réduisant le rôle des banques commerciales.

La transition énergétique, la nouvelle frontière de la BCE

La BCE en tant que superviseur du système financier européen souhaite accélérer la transition énergétique. Pour justifier cette immixtion sur le terrain climatique, elle souligne notamment qu'une transition énergétique plus rapide réduira les risques de crédit des banques à moyen terme. À cet effet, elle a publié le 6 septembre dernier un test de résistance climatique allant dans ce sens. Christine Lagarde a évoqué la possibilité d'aller plus loin en prenant des considérations écologiques dans le cadre de la distribution des prêts.

La BCE qui, depuis sa création a été essentiellement présidée par des anciens ministres de l'Économie ou par des anciens hauts fonctionnaires issus des ministères financiers, n'est pas réellement contestée même si, de temps en temps, des opposants soulignent

encore son manque de légitimité démocratique. En jouant en rôle de paratonnerre depuis 1999, l'euro a convaincu un nombre croissant d'Européens. Les responsables politiques qui souhaitent la sortie de leur pays de la zone euro se montrent désormais plus discrets à ce sujet. La légitimité de la construction monétaire européenne n'en demeure pas moins fragile en raison de sa nature supranationale et de sa jeunesse. En cas de forte récession, de difficultés majeures dans un État membre de première importance ou d'opposition tranchée d'un État membre au niveau de la politique budgétaire, la BCE pourrait être fragilisée. Ces faiblesses potentielles expliquent en partie le fait que l'euro ne constitue que 20 % des réserves de change mondiales loin derrière le dollar. Sa dépréciation ces dernières années en est également une illustration. Pour autant, l'euro constitue une véritable réussite de la construction européenne. Compte tenu des chocs subis, sans la monnaie commune, l'Europe aurait certainement connu de nombreuses crises monétaires et de change.

ÉNERGIE RENOUVELABLE, UNE RENTABILITE A TROUVER

L'électrification à marche forcée de l'économie mondiale n'est pas sans poser des problèmes techniques et financiers. L'électricité demeure une énergie complexe et coûteuse à stocker, à la différence des hydrocarbures. Le prix d'un kilowattheure dépend de ce fait de la demande et varie en fonction de son heure de production, ce qui n'est pas le cas pour un baril de pétrole. Les énergies renouvelables sont aléatoires

dépendant de l'ensoleillement, du vent ou des précipitations.

Un rendement en amélioration mais insuffisant

Le rendement des énergies renouvelables est considéré comme faible même s'il augmente. En 2014, le coût actualisé de l'éolien offshore, était, selon l'Agence de l'information de



l'énergie américaine (EIA) d'environ 200 dollars par MWh hors subventions. En 2023, ce coût n'est plus que de 127 dollars. Sa rentabilité demeure néanmoins faible face aux autres énergies. Les industriels du secteur éolien demandent une augmentation des aides. Les appels d'offre, en particulier au Royaume-Uni, pour l'installation d'éoliennes offshore peinent à trouver preneurs. Selon l'EIA, les énergies renouvelables n'arrivent pas, pour le moment, à concurrencer les autres énergies. Le coût actualisé de l'énergie nucléaire est de 91 dollars par MWh et celui du gaz naturel de 43 dollars. L'éolien en mer nécessite la réalisation d'importantes infrastructures en milieu hostile (eau et sel), infrastructures dont l'utilisation exige des conditions climatiques favorables. À l'inverse, une centrale au gaz ou nucléaire peut fonctionner en permanence ou presque. Leurs règles d'amortissement sont relativement simples à calculer quand pour les énergies renouvelables, les inconnues sont nombreuses.

Les énergies renouvelables, des énergies inadaptées à la demande ?

L'objectif de faire des énergies renouvelables le socle de la production d'électricité bute sur des contraintes de coûts et de temporalité. Les énergies douces ne produisent pas obligatoirement au bon moment ni au bon endroit.

Les besoins en énergie électrique sont permanents et évoluent en fonction des heures de la journée et en fonction de la météorologie. Les centrales nucléaires

sont capables de faire face à la demande de fond. Si leurs coûts fixes sont élevés, leurs coûts variables de fonctionnement sont faibles. Le caractère aléatoire des énergies renouvelables décarbonées suppose que des centrales thermiques ou nucléaires prennent le relais en cas d'absence de vent ou de soleil. Or, ces dernières n'ont d'intérêt que si elles sont utilisées en permanence. Les centrales au gaz peuvent jouer un rôle d'appoint même si leur coût de construction demeure élevé. En outre, le prix de l'électricité produite à partir du gaz varie en fonction du cours de ce dernier, cours qui est fortement volatil. La production d'énergies renouvelables (solaire ou éolienne) peut intervenir au moment où les besoins sont faibles à l'heure du déjeuner par exemple. Le prix du MWh pourrait ainsi connaître de forte fluctuation du fait de l'abondance des énergies renouvelables à certains moments de la journée. *A contrario*, en cas de recharge nocturne des véhicules électriques qui ont vocation à remplacer les véhicules à moteur thermique, la demande en énergies renouvelables pourrait excéder l'offre, entraînant des pointes tarifaires. Pour contrecarrer le caractère aléatoire de la production des énergies renouvelables, les industriels doivent développer des capacités de stockage (batteries, production d'hydrogène vert, etc.) qui sont coûteuses.

Une tarification inadaptée mais complexe à réviser

Le mode de tarification de l'électricité est de plus en plus contesté en Europe comme aux États-Unis. Les prix ne reflètent pas la véritable valeur du temps et du lieu. Au Royaume-Uni, les



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

prix de gros de l'électricité sont fixés par blocs d'une demi-heure mais ces prix ne tiennent pas compte du lieu de la production, ni du temps dans les autres régions. Les éoliennes étant implantées en Écosse, en cas de vent important, une surproduction peut se produire dans cette région provoquant une baisse des prix, même si, dans le même temps, au Pays de Galles, il y a une forte demande provoquant une hausse des prix. La mauvaise interconnexion des réseaux ne permet pas d'acheminer l'électricité. Au sein de l'Union européenne, la tarification en fonction de l'offre et de la demande marginale aboutit à une indexation sur le cours du

gaz, les centrales au gaz permettant l'ajustement de la production, en cas de pointe de demande. Cette situation génère de la volatilité ne permettant pas une planification des investissements.

Les énergies renouvelables apparaissent, en l'état, peu rentables et exigent la réalisation d'infrastructures de production, de stockage et de réseaux. L'interconnexion entre les régions européennes est indispensable pour pallier les variations climatiques. Le problème devrait être traité au niveau européen afin de favoriser une solidarité plus poussée entre les États membres que ce qui se pratique actuellement.



POINTS DE REPÈRE

L'EUROPE, LE CONTINENT DU TOURISME

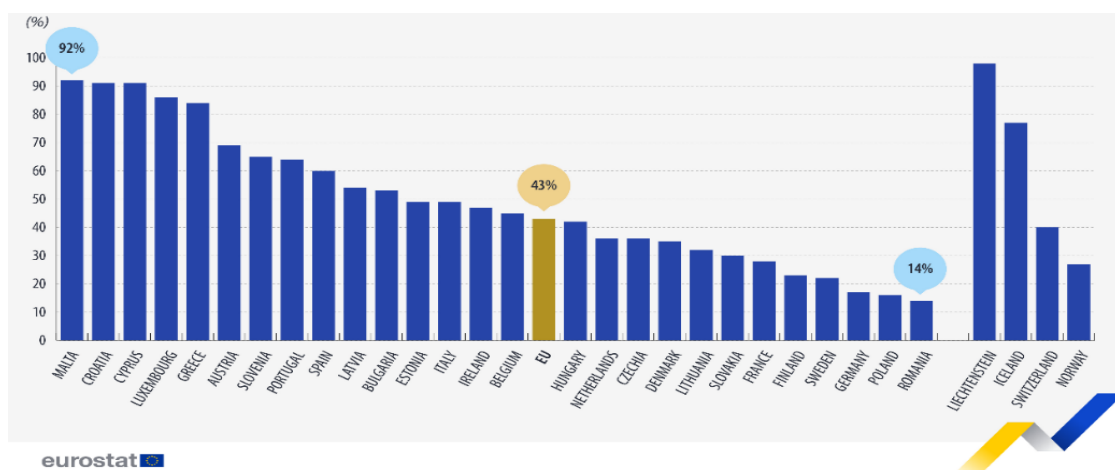
Sur le plan mondial, l'Union européenne (UE) représente, 5,6 % de la population et 3,0 % de la superficie totale. Elle accueille, en revanche, 45,8 % de toutes les arrivées touristiques internationales. Les 10 principaux pays de destination dans le monde comprennent six membres de l'Union (France, Espagne, Italie, Allemagne, Grèce et Autriche).

Dans trois pays de l'Union, les touristes internationaux (en provenance de l'UE et de pays extra-UE) représentent plus de 90 % des nuitées touristiques passées : Malte (92 %), Croatie et Chypre (91 % chacune). Pour le Luxembourg et la Grèce, les taux respectifs sont 86 % et 84 % des nuitées touristiques. En Autriche, en Slovaquie, au Portugal et en Espagne, ce taux se situe entre 60 et 70 %. Les voyageurs nationaux de l'UE (voyageant dans leur propre pays de

résidence) représentent 57 % de toutes les nuits passées dans les hébergements touristiques de l'UE en 2022. En termes absolus, le plus grand nombre de nuitées touristiques internationales a été enregistré en Espagne (270 millions de nuits) et en Italie (201 millions de nuits), représentant ensemble 40 % de toutes les nuitées touristiques internationales passées dans des établissements d'hébergement. La France arrive en troisième position.

Si une forte attractivité pour les touristes étrangers stimule l'économie d'un pays et contribue à une meilleure compréhension mutuelle de ses habitants et de sa culture, une forte dépendance étrangère peut également rendre une destination plus vulnérable en cas de choc extérieur, comme des catastrophes naturelles ou des pandémies affectant le pays.

Part des touristes étrangers dans le nombre total de nuitées passées dans des hébergements touristiques en 2022





THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

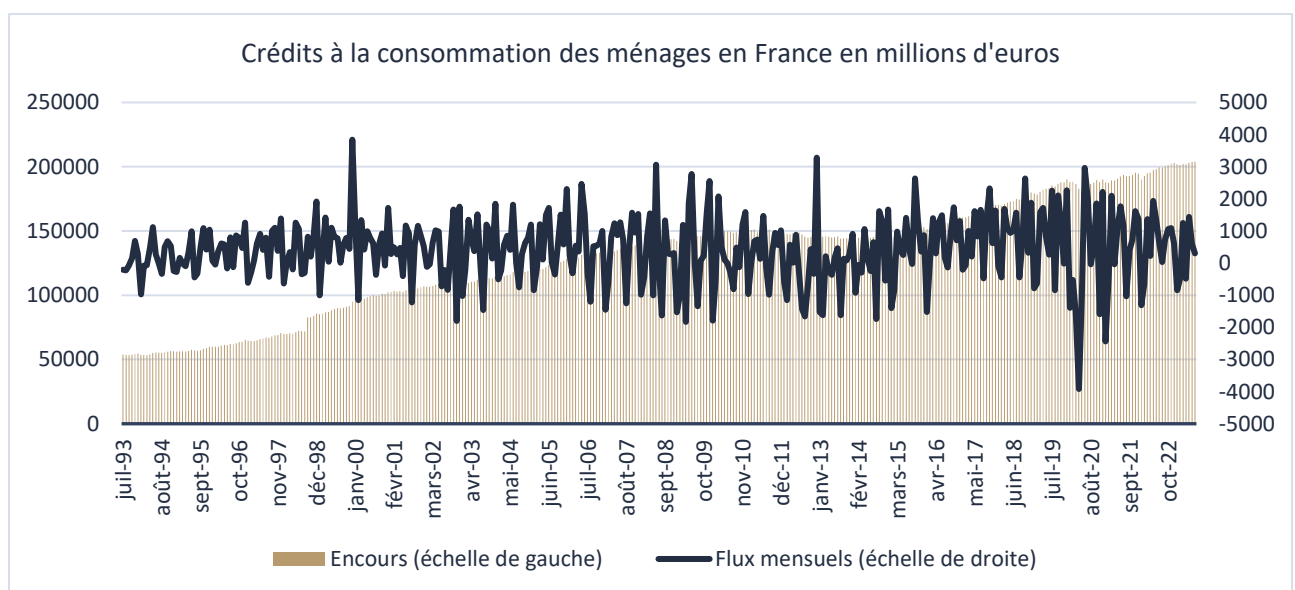


CREDIT A LA CONSOMMATION, UN MARCHÉ DE 200 MILLIARDS D'EUROS

En France, 27 % des ménages ont un emprunt à la consommation à rembourser. Ce pourcentage est plutôt en baisse. Il était de 30 % en 2005. L'encours des crédits à la consommation était, à la fin du mois de juillet, de 204 milliards d'euros, contre 190 milliards d'euros fin décembre 2019, avant la crise sanitaire. Avec la hausse des taux d'intérêt depuis le milieu de l'année 2022, le recours au crédit à la consommation est moins facile. Le taux d'intérêt moyen était de 6,6 % au premier semestre 2023, en hausse de 43 % en un an.

Le surendettement demeure marginal en France et est en baisse depuis plusieurs années. En 2022, 113 000 dossiers ont été déposés à la Banque de France. Ce nombre est en baisse de 7 % par rapport à 2021. Il a été divisé par 2 depuis 2014. En 2022, l'endettement médian hors immobilier s'établit à

16 238 euros par ménage. Stable par rapport à 2021, il est en baisse de 8 % par rapport à 2014. Les personnes surendettées sont souvent des adultes isolés ou des femmes, surtout quand elles sont cheffes de famille monoparentale. 24 % des personnes surendettées (débiteurs ou codébiteurs) sont au chômage. Plus des deux tiers des ménages surendettés ont un niveau de vie inférieur au SMIC net mensuel en 2022, contre 21 % des ménages français. Le taux de pauvreté dépasse 72 % dans les familles monoparentales surendettées. Les trois quarts des ménages surendettés sont locataires, proportion presque deux fois supérieure à celle de l'ensemble des ménages français. 83 % des personnes surendettées sont âgées de 25 à 54 ans, ces tranches d'âge ne rassemblant que 63 % de la population française de 18 ans et plus.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



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 % - septembre 2023	5,6	4,3	5,7	3,2	4,3
Taux de chômage En % - août 2023	7,3	3,9	7,3	11,5	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

*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 - AOÛT 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	29 septembre 2023	7 135,06
	Évolution en septembre 2023	-3,15 %
	Évolution sur 12 mois	+25,79 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	29 septembre 2023	15 386,58
	Évolution en septembre 2023	-3,35 %
	Évolution sur 12 mois	+25,88 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	29 septembre 2023	7 608,08
	Évolution en septembre 2023	+2,21 %
	Évolution sur 12 mois	+10,87 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	29 septembre 2023	4 174,66
	Évolution en septembre 2023	-3,02 %
	Évolution sur 12 mois	+27,96 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	29 septembre 2023	33 507,50
	Évolution en septembre 2023	-3,86 %
	Évolution sur 12 mois	+14,65 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	29 septembre 2023	13 219,32
	Évolution en septembre 2023	-5,20 %
	Évolution sur 12 mois	+23,11 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	29 septembre 2023	4 288,05
	Évolution en septembre 2023	-4,59 %
	Évolution sur 12 mois	+17,87 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	29 septembre 2023	31 857,62
	Évolution en septembre 2023	-1,10 %
	Évolution sur 12 mois	+20,63 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	29 septembre 2023	3 110,48
	Évolution en septembre 2023	-0,81 %
	Évolution sur 12 mois	+2,28 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1.0697
	29 septembre 2023	1.0585
	Évolution en septembre 2023	-2,79 %
	Évolution sur 12 mois	+7,72 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	29 septembre 2023	1 855,25
	Évolution en septembre 2023	-4,28 %
	Évolution sur 12 mois	+11,76 %
Pétrole Baril Brent en dollars	30 décembre 2022	84,08
	29 septembre 2023	95,47
	Évolution en septembre 2023	+11,46 %
	Évolution sur 12 mois	+7,67 %



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