

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS.....</i>	<i>2</i>
<i>« Le décrochage n'est pas une fatalité ! ».....</i>	<i>2</i>
<i>HORIZON FRANCE .....</i>	<i>4</i>
<i>Dette souveraine, la France peut-elle être un problème ? .....</i>	<i>4</i>
<i>France et si l'optimisme était de rigueur.....</i>	<i>5</i>
<i>HORIZON EXTÉRIEUR.....</i>	<i>7</i>
<i>Quand l'Asie rêve d'indépendance .....</i>	<i>7</i>
<i>Quand les États-Unis s'enrichissent grâce aux hydrocarbures .....</i>	<i>10</i>
<i>HORIZON FINANCE .....</i>	<i>12</i>
<i>États-Unis, durcissement de la réglementation bancaire.....</i>	<i>12</i>
<i>pourquoi faudra-t-il s'habituer à des taux d'intérêt élevés ?.....</i>	<i>13</i>
<i>La Chine, la fin du miracle ?.....</i>	<i>14</i>
<i>HORIZON LOINTAIN.....</i>	<i>15</i>
<i>Le marché et le protectionnisme .....</i>	<i>15</i>
<i>POINTS DE REPÈRE .....</i>	<i>21</i>
<i>Dette publique, la France sur le podium européen.....</i>	<i>21</i>
<i>Natalité, une baisse confirmée en France.....</i>	<i>22</i>
<i>Les statistiques économiques.....</i>	<i>24</i>
<i>Tableau de bord des marchés financiers.....</i>	<i>25</i>



## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

### « LE DÉCROCHAGE N'EST PAS UNE FATALITÉ ! »



Dans les années 1990 et 2000, le déclin a donné lieu à de nombreux articles et essais dont celui de Nicolas Baverez, « *Les trente piteuses* ».

Aujourd'hui, le décrochage de la France n'est plus une question théorique mais une réalité palpable. La diminution du PIB par habitant, la baisse du poids de l'industrie, l'accumulation des déficits publics, le recul du niveau de formation des jeunes, le faible montant des rémunérations, l'attrition de la productivité sont les signaux tangibles de cette chute. La France n'est pas la seule concernée par ce phénomène mais elle est certainement le pays où le constat est le plus net et où il génère, non pas un sentiment de réaction, mais un fatalisme amer.

L'écart entre la France et plus globalement l'Europe avec les États-Unis ne cesse de s'accroître. Le taux de croissance de ces derniers est depuis 2020 deux fois supérieur à celui de la zone euro. Le niveau de rémunération des Américains dépasse de 20 % celui des habitants de la zone euro. Les États-Unis tirent profit des crises quand les États européens en sont les principales victimes. Le renchérissement du prix du pétrole et du gaz, sur fond de blocus russe, favorise les producteurs

d'hydrocarbures américains. Les États-Unis sont redevenus, grâce à leurs gisements de schistes, exportateurs nets de pétrole et de gaz. Les tensions commerciales avec la Chine permettent aux Américains de réduire leur déficit commercial mais pénalisent les exportateurs européens et tout particulièrement nos voisins allemands. Les Européens ont, par ailleurs, perdu le marché russe. Les États-Unis usent de leur rôle de valeur refuge pour attirer les capitaux du monde entier et ainsi financer, à bon compte, leur transition énergétique. L'arrivée abondante des capitaux offre la possibilité aux Américains de continuer à consommer.

La compétition entre les grandes zones économiques fait rage sur fond de réduction des émissions des gaz à effet de serre et d'accès à des énergies de plus en plus coûteuses. En un an, plus de 210 projets d'énergie propre ont été subventionnés outre-Atlantique grâce à l'*Inflation Reduction Act*. Ces projets devraient générer plus de 75 000 emplois et plus de 150 milliards de dollars de richesses supplémentaires pour le pays.

L'Europe paie chère ses dépendances que ce soit aux hydrocarbures en provenance des pays du Golfe ou des États-Unis. Ces derniers sont devenus les premiers fournisseurs de gaz de la France. L'absence d'un véritable marché unifié des capitaux la pénalise. La volonté des pays émergents de



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

constituer un système de financement indépendant des États-Unis risque de marginaliser l'Europe. Les prochaines années seront marquées par l'accès aux moyens de financement des investissements. L'abondance de l'épargne s'achève sur fond de transition énergétique et de vieillissement de la population. Les États, les entreprises doivent investir, en même temps – et cela tout autour de la planète – pour décarboner leur processus de production et pour gérer les effets du vieillissement. Cette bataille de l'épargne sera gagnée par les pays ayant

un marché financier attractif tant sur le plan réglementaire qu'au niveau fiscal. Il se doit d'être le plus profond possible afin de garantir de nombreuses possibilités d'investissement dans un cadre sécurisé. Avec l'euro, les Européens ont la possibilité de rivaliser avec les Américains, à condition de le vouloir !

*Jean-Pierre Thomas*

*Président de Thomas Vendôme Investment*



## HORIZON FRANCE

### DETTE SOUVERAINE, LA FRANCE PEUT-ELLE ÊTRE UN PROBLÈME ?

La dette publique française dépasse les 3 000 milliards d'euros et son déficit public les 4 % du PIB. La trajectoire d'assainissement des comptes publics fait l'objet de critiques. La France présente plusieurs caractéristiques pouvant déboucher sur une hausse de ses taux d'intérêt à long terme vis-à-vis des autres pays au cœur de la zone euro.

#### UNE RÉDUCTION LENTE DU DÉFICIT PUBLIC

Le déficit public français en 2023 est supérieur de deux points celui de la zone euro (hors France). À l'exception de la France et de l'Italie, les autres pays ont réussi à réduire leur déficit et leur dette, ces deux dernières années. La trajectoire des comptes publics apparaît à la Cour des Comptes modeste et difficile à respecter. Le retour prévu du déficit public en-dessous de 3 % en 2027 s'appuierait sur des hypothèses économiques jugées optimistes.

#### DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE SURÉVALUÉES

Le gouvernement français espère 1,0 % de croissance du PIB en 2023, 1,6 % en 2024, 1,7 % en 2025 et 2026 et 1,8 % en 2027, soit 1,56 % par an en moyenne. En générant un surcroît de recettes publiques et en diminuant les dépenses publiques, en particulier dans le domaine social, cette croissance contribuerait fortement à la réduction du déficit public. Or, le taux de croissance estimé par le gouvernement

apparaît supérieur aux capacités actuelles et à venir de l'économie française. La France est en effet pénalisée par le recul de la productivité par tête. Depuis 2019, elle a reculé de 5 %. La contraction de la population d'âge actif (20/64 ans), qui a diminué, depuis 2012, de 0,5 à 0,2 % par an, constitue l'autre frein à la croissance. La progression du taux d'emploi permet de compenser en partie cette diminution de la population d'âge actif mais les gains à venir en la matière ne sont pas infinis. La croissance potentielle de la France se situerait autour de 0,8 % par an, soit deux fois moins que projetée. En 2027, toute chose étant égale par ailleurs, le déficit public serait supérieur aux prévisions de 2 % du PIB.

#### UNE PRESSION FISCALE ÉLEVÉE LAISSANT PEU DE MARGES DE MANŒUVRE

Les prélèvements obligatoires représentent 45 % du PIB, en France, contre 39 % dans la zone euro (hors France). Les possibilités d'augmentation afin de contenir les déficits sont donc limitées.

#### UN DÉFICIT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance courante de la France est déficitaire de 1,5 point de PIB, les services n'arrivant plus à compenser le solde négatif de l'industrie. Pour financer ce déficit, la France doit s'endetter à l'extérieur ce qui constitue une vulnérabilité supplémentaire.



La France peut compter sur une épargne nationale abondante. Le taux d'épargne des ménages a atteint 18,8 % du PIB au deuxième trimestre 2023.

### UNE INCAPACITÉ À RÉALISER DES ÉCONOMIES

La réduction du déficit public de 2023 à 2024 n'est obtenue que par la fin des mesures de soutien mises en place après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Il n'y a pas de réel effort d'économies. Face à ce constat, lundi 9 octobre, Bruno Le Maire a annoncé une réduction d'un milliard d'euros des dépenses ce qui apparaît néanmoins faible. La France est le pays qui réduit le

plus faiblement son déficit depuis trois ans. La dette publique est à peine stabilisée quand elle décroît dans les autres pays. L'État empruntera en 2024 285 milliards d'euros ce qui constitue un record au sein de l'Union européenne.

L'écart des taux pour les obligations d'Etat à 10 ans entre la France et l'Allemagne qui était de 0,2 point en 2021 atteint, en octobre 2023, 0,6 point. Une forte augmentation pourrait intervenir en cas d'incapacité du gouvernement à respecter sa feuille de route budgétaire et si le déficit de 2025 dépassait 4 %.

## FRANCE ET SI L'OPTIMISME ÉTAIT DE RIGUEUR

En France, la critique, l'autoflagellation, le pessimisme, le dénigrement ont été portés au niveau de l'art. Sur le terrain économique, les sujets d'inquiétude ne manquent pas et sont soulignés par un nombre incalculable d'articles : déficits publics récurrents, endettement en hausse, faible taux d'emploi, recul du niveau des élèves, déclin de l'industrie et de la recherche, diminution de la productivité, etc. Pour autant, depuis quelques années, l'économie française s'adapte, se modernise et crée des emplois.

### LA FAIBLESSE DU TAUX D'EMPLOI

Selon l'OCDE, le taux d'emploi s'élève, en France, à 69 % en 2023, contre 72 % aux États-Unis, 76 % au Royaume-Uni, 78 % en Allemagne ou en Suède et 79 % au Japon. Le taux d'emploi progresse

néanmoins en France depuis 2010 en lien avec le recul de l'âge de départ à la retraite. Il a ainsi gagné 4 points en 15 ans mais l'écart avec les autres pays reste conséquent.

### LE REcul DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DEPUIS 2018

De 2018 à 2023, la productivité par tête en France a diminué de près de 5 % quand elle est stable ou en légère hausse chez ses partenaires.

Cette diminution s'explique par l'augmentation du nombre d'apprentis, ce qui est en soi positif, mais aussi par une baisse du temps de travail, ce qui l'est moins. Par ailleurs, la tertiarisation de l'économie ne favorise pas l'obtention de gains de productivité.



### **UN INVESTISSEMENT EN NOUVELLES TECHNOLOGIES ET DES DÉPENSES DE RECHERCHE-DÉVELOPPEMENT FAIBLES**

L'investissement dans les techniques de l'information et de communication, représentait, en 2022, 0,6 % du PIB en France, contre 0,8 % en Allemagne, 1,3 % en Suède, 1,5 % au Japon et 2,1 % aux États-Unis. Les dépenses totales de R&D atteignaient, en 2022, 3,5 % du PIB aux États-Unis, et en Suède. Elles s'élevaient à 3,4 % du PIB au Japon et 3,2 % en Allemagne. Pour la France, ce ratio n'était que de 2,2 %.

### **LA MAUVAISE QUALITÉ DU SYSTÈME ÉDUCATIF**

La France se caractérise par un score peu flatteur dans l'enquête PISA mesurant le niveau des élèves. Ce niveau faible tend à régresser quand il est en hausse pour d'autres pays notamment en Allemagne. En France, en lien avec les difficultés du système éducatif, la proportion des jeunes de 15 à 29 ans déscolarisés et sans emploi est importante. Le taux était, en 2022, de 13 % en France, contre 6 % au Japon, 7 % en Suède, 9 % en Allemagne et 12 % au Royaume-Uni. Seuls, parmi les grands pays de l'OCDE, les États-Unis ont un taux plus élevé, de 14 %.

Au-delà de ces points noirs, plusieurs facteurs encourageants méritent d'être soulignés.

### **LE REDRESSEMENT DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES**

L'instauration du prélèvement forfaitaire unique (30 %) et la suppression de la

taxation des placements financiers au titre de l'impôt sur la fortune ainsi que le redressement de la profitabilité ont provoqué un afflux de capitaux en faveur de l'économie réelle dont une part non négligeable provient de l'étranger. L'investissement des entreprises s'est ainsi redressé depuis 2018. Le taux d'investissement est passé de 13,5 à 15,5 % du PIB. La remontée des taux d'intérêt ne s'accompagne pas, pour le moment, d'un recul marqué de l'investissement.

Le montant des investissements directs d'origine étrangère qui avait décliné dans les années 2010 est en hausse depuis sept ans. Ils atteignent 4 % du PIB, contre 2 % il y a dix ans.

### **DES CRÉATIONS D'EMPLOI DANS L'INDUSTRIE**

Après avoir connu une forte chute de ses effectifs des années 1970 aux années 2010, l'industrie française crée à nouveau des emplois. Même si ces créations demeurent limitées en nombre, elles marquent une rupture. De 2002 à 2017, l'industrie en France a perdu 25 % de ses emplois. Depuis, elle a réussi à augmenter ses effectifs de 4 %.

### **UNE LÉGÈRE AUGMENTATION DU POIDS DE L'INDUSTRIE**

Le poids de la valeur ajoutée de l'industrie au sein du PIB est passé de plus de 20 % au début des années 1980 à 9,5 % en 2022. Il est en légère hausse depuis un an et est revenu à 9,8 % en 2023.





THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

### LE DÉVELOPPEMENT DES ENTREPRISES DE LA TECH FRANÇAISES

Le nombre de licornes (entreprises de plus d'1 milliard d'euros de capitalisation) est en forte hausse, passant de 4 à 27 de 2017 à 2023. La France figure parmi les pays européens les plus dynamiques en matière de startups.

### LE REDRESSEMENT DE LA ROBOTISATION DE L'INDUSTRIE

Le degré de robotisation de l'industrie française est toujours faible par rapport à de nombreux autres pays, mais une amélioration est constatée depuis 2017. Le stock de robots pour 100 emplois manufacturiers est passé de 1,4 à 1,9 de

2017 à 2022. Ce ratio est de 3,8 au Japon, de 3,4 en Allemagne ou de 2,8 en Suède et aux États-Unis.

La France depuis l'épidémie de covid obtient un taux de croissance deux fois plus élevé que l'Allemagne grâce à sa spécialisation touristique, à ses exportations de navires de croisières et d'avions ainsi qu'à sa moindre exposition au pétrole ou au gaz russe. L'économie française peut compter sur un taux d'épargne élevé et sur un système financier performant. Même si elle est confrontée au vieillissement de sa population, ce dernier est moins accusé que celui constaté chez ses partenaires. Les Français ont des atouts même s'ils tendent à les méconnaître ou à les ridiculiser.

## HORIZON EXTÉRIEUR

### QUAND L'ASIE RÊVE D'INDÉPENDANCE

Au cours du dernier demi-siècle, l'Asie est devenue l'usine du monde. Dans le sillage du Japon, de la Corée du Sud, de Taïwan et, plus récemment, de la Chine, du Vietnam, ou des Philippines, l'Asie du Sud-Est est devenue le premier centre mondial de production de biens manufacturés exportés en particulier vers l'Occident aisé. Des millions d'Asiatiques ont ainsi échappé à la pauvreté et ont pu intégrer les classes moyennes. Aujourd'hui, sur fond de tensions commerciales, de transition énergétique et de tertiarisation des économies, le modèle économique de la région est amené à changer.

Le long boom manufacturier asiatique a favorisé une vague d'intégration commerciale. En 1990, 46 % du commerce asiatique s'effectuait à l'intérieur de la région. En 2021, ce chiffre était passé à 58 %, ce qui en faisait le continent le plus intégré après l'Europe. À mesure que l'Asie devient plus riche et ses entreprises plus musclées, les flux d'investissement deviennent également plus régionaux.

### LA RÉGIONALISATION DU COMMERCE INTERNATIONAL

Des années 1990 à 2010, l'essor industriel de l'Asie a provoqué un



développement des échanges entre les différents continents. Les chaînes de valeurs ont été éclatées à l'extrême. L'Asie travaillait essentiellement pour les États-Unis et l'Europe. En 1990, seulement 46 % du commerce asiatique s'effectuait à l'intérieur du continent. Depuis quelques années, une inflexion est à l'œuvre. En 2021, le commerce intra-asiatique représente 58 % de l'ensemble des échanges de la zone. La régionalisation du commerce concerne également l'Europe. Si de 2000 à 2010, la part des échanges entre pays européens avait décliné passant de 74 % à 69 % du total des échanges, ce ratio s'est récemment stabilisé et a même eu tendance à remonter depuis la fin de la crise covid.

#### UNE DÉPENDANCE AUX ÉTATS-UNIS ET À L'EUROPE EN FORT RECUL

Autrefois dépendants des États-Unis ou des États membres de l'Union européenne que ce soit en matière de haute technologie ou de capitaux, les pays d'Asie optent de plus en plus pour la carte locale. Les investisseurs asiatiques détiennent désormais 59 % du stock d'investissements directs étrangers dans leur propre région, à l'exclusion des centres financiers de Hong Kong et de Singapour, contre 48 % en 2010. En Inde, en Indonésie, au Japon, en Malaisie et en Corée du Sud, la part des investissements directs provenant de l'Asie a augmenté de plus de 10 points de pourcentage en une dizaine d'années. Les opérations bancaires transfrontalières sont également devenues plus asiatiques. Avant la crise financière de 2007/2009, les banques locales représentaient environ un tiers

des prêts à l'étranger. Ils en représentent désormais plus de la moitié. Ils ont profité du retrait des financiers occidentaux. Les prêts à l'étranger accordés par la Banque industrielle et commerciale de Chine ont plus que doublé de 2012 à 2022, pour atteindre 203 milliards de dollars. Les banques japonaises se sont également étendues, afin d'échapper aux marges étroites auxquelles elles sont confrontées sur leur territoire. Singapour et Hong Kong sont devenus des centres financiers traitant un nombre croissant d'opérations intra-asiatiques. Les programmes de la Route de la Soie ont également contribué à renforcer les financements asiatiques des infrastructures.

Depuis une dizaine d'années, l'image économique et financière de l'Occident s'est écornée. Selon une récente enquête menée par l'institut Iseas-Yusof Ishak à Singapour auprès de chercheurs, d'hommes d'affaires et de décideurs politiques d'Asie du Sud-Est, 32 % des personnes interrogées ont déclaré que les États-Unis restaient la puissance politique la plus influente de la région mais seulement 11 % estiment qu'elle est la puissance économique dominante. Les tensions commerciales entre les États-Unis, l'Europe et l'Asie incitent les entreprises à réorienter leurs exportations. L'abandon par les États-Unis de l'accord commercial du Partenariat transpacifique en 2017 a marqué une rupture. Cette décision de Donald Trump est le symbole du repli des États-Unis et de l'émergence d'un cycle protectionniste. Les entreprises asiatiques sont contraintes de disposer de nouvelles chaînes de production et





d'approvisionnement pour déjouer les sanctions et droits de douane imposés à la Chine. Cela conduit à la réalisation de nouvelles infrastructures dans des pays comme le Vietnam ou l'Indonésie qui sont financées essentiellement par des capitaux asiatiques. Ces projets de construction s'accompagnent du développement du crédit privé dans de nombreux pays. Les pays les plus riches de la zone, la Chine, Hong Kong, le Japon, Singapour, la Corée du Sud et Taïwan interviennent de plus en plus en tant que financeurs de projets et de moins en moins comme acteurs directs. Ils suivent en cela les États-Unis et les États européens. Entre 2015 et 2021, la Chine a engagé en moyenne 5,5 milliards de dollars par an dans la région, contre 4 milliards de dollars pour le Japon et 2,9 milliards de dollars pour la Corée du Sud. Une grande partie de cela s'accompagne d'un transfert d'expertise technique. En 2011, les pays asiatiques les plus riches disposaient d'environ 329 milliards de dollars, d'investissements directs dans les économies émergentes et plus pauvres comme le Bangladesh, le Cambodge, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines ou la Thaïlande. En 2022, ce montant s'élève à près de 700 milliards de dollars.

#### QUAND LES ASIATIQUES DEVIENNENT DES CONSOMMATEURS

Espace de production, l'Asie devient au fil des années également un gigantesque centre de consommation. Sur les 113 millions de personnes qui intègrent chaque année les classes moyennes, 91 millions proviennent de ce continent selon le cabinet World Data Lab. Même si la croissance des revenus ralentit en

Chine après des décennies d'expansion, elle augmente dans les autres pays. Les cinq plus grandes économies du bloc régional de l'ASEAN – à savoir l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande – devraient enregistrer une hausse de leurs importations de 5,7 % par an entre 2023 et 2028, soit le rythme le plus rapide au sein de l'économie mondiale. Actuellement, les produits importés représentent 44 % de la consommation de biens sur ce continent. Au fur et à mesure de la régionalisation du commerce et de l'augmentation du pouvoir d'achat, ce taux devrait augmenter dans l'Asie du Sud-Est. Les disparités de revenus en Asie sont considérables, le PIB par personne étant, en 2022, de 8 000 dollars en Inde contre 49 000 dollars au Japon, en tenant compte du pouvoir d'achat. Comme ce fut le cas dans l'Union européenne, une convergence des revenus des ménages est à l'œuvre en Asie. L'épargne des pays asiatiques les plus riches et les plus âgés s'oriente vers les pays plus pauvres et plus jeunes à fort potentiel de croissance. L'augmentation des échanges commerciaux devrait réduire les prix pour les consommateurs et générer des emplois à forte valeur ajoutée.

La conséquence de cette intégration économique plus forte est une interdépendance de plus en plus marquée. Jusqu'à dans les années 2010, la croissance sur le continent asiatique dépendait avant tout de l'évolution de la conjoncture aux États-Unis ou en Europe. Désormais, le ralentissement en Chine se propage rapidement aux autres États de la région d'Asie du Sud-Est.



## UNE INTÉGRATION ÉCONOMIQUE MAIS PAS POLITIQUE

À la différence de celle entreprise en Europe, l'intégration économique de l'Asie du Sud-Est ne repose pas sur un projet politique. La construction européenne visait au début des années 1950 à éviter une réédition d'une guerre continentale et de protéger la partie occidentale du Vieux continent de l'influence soviétique. En l'état actuel, l'intégration politique est impossible en Asie. Les systèmes politiques sont variés allant de la démocratie libérale à la dictature. Les États asiatiques sont extrêmement jaloux de leur indépendance. Les États-Unis jouent, par ailleurs, le rôle de garant militaire, en Corée du Sud, au Japon ou à Taïwan par exemple face à l'hégémonisme éventuel

de la Chine ou de la Corée du Nord. L'Inde qui est devenue la première puissance démographique mondiale entretient des relations conflictuelles avec la Chine. Le Vietnam entend jouer sur plusieurs tableaux pour combiner croissance et indépendance. Ce pays d'obédience socialiste s'est ainsi rapproché des États-Unis.

Les États-Unis ont, depuis le passage au pouvoir de Donald Trump, perdu en lustre et en influence en Asie. Pour de nombreux pays d'Asie du Sud-Est, ils demeurent néanmoins un protecteur et un contrepoids à l'influence grandissante de la Chine. Le développement de cette dernière et la montée en puissance de l'Inde modifient néanmoins les relations économiques au sein des pays en créant des solidarités économiques nouvelles.

## QUAND LES ÉTATS-UNIS S'ENRICHISSENT GRÂCE AUX HYDROCARBURES

Les pays de l'OPEP associés à la Russie (OPEP+) ont décidé de maintenir des prix élevés du pétrole en réduisant leur production. Cette politique leur permet d'engranger d'importantes recettes d'exportations qui sont censées financer la diversification de leur économie dans la perspective de l'après pétrole. Les États-Unis bénéficient de cette politique car ils sont redevenus exportateurs d'hydrocarbures avec l'essor du pétrole et du gaz de schiste.

La production de pétrole des pays de l'OPEP avoisine 36 millions de barils jour, soit trois millions de moins que celle constatée avant la crise covid. L'effort est essentiellement réalisé par l'Arabie Saoudite. La consommation de

pétrole est relativement insensible au prix du moins sur courte période. Elle s'élève à 100 millions de barils jour depuis 2021, niveau qui correspond à celui d'avant la crise sanitaire. Cette consommation était de 80 millions de barils jour en 2010. La progression de la consommation qui a été forte des années 1990 aux années 2010 tend à se ralentir en raison de la montée en puissance des énergies renouvelables. L'insensibilité de la consommation au prix est un atout pour les pays de l'OPEP qui entendent gérer au mieux la rente pétrolière. Tant que les pays non-OPEP+ n'augmentent pas leur production comme ce fut le cas en 2016, cette politique est efficace. Or, depuis 2021, la production de



l'Amérique du Nord (États-Unis et Canada) augmente à faible vitesse. Après être passée de 8 à 18 millions de barils jour de 2010 à 2020, la production se situe autour de 17 millions de barils jours depuis 2021. La stagnation de la production américaine s'explique par l'épuisement rapide des gisements de pétrole de schiste. La réorientation des capitaux au profit des énergies renouvelables pèse sur les activités de recherche pétrolière. Malgré la stagnation de la production des États-Unis, ce pays a exporté 10 millions de barils jour en 2022, contre 2 millions en 2010. Une hausse du prix du pétrole accroît donc le revenu réel des États-Unis. Les consommateurs paient plus cher leur essence mais les producteurs encaissent des recettes supplémentaires qui sont réinvesties ou consommées. Pour la zone euro, l'augmentation du cours du pétrole est un prélèvement sur la production au profit des pays pétroliers. Les exportations de pétrole ont rapporté 350 milliards de dollars aux États-Unis

en 2022, contre 50 milliards en 2010. Depuis 2019, ces recettes ont été multipliées par 1,5. De son côté, la zone euro a importé pour 250 milliards de dollars de pétrole en 2022 contre 150 milliards de dollars en 2019. Elle subit un prélèvement de 1,5 % du PIB quand les États-Unis bénéficient d'un apport d'un point de PIB.

L'augmentation du cours du pétrole est source d'appauvrissement de la zone euro et d'enrichissement pour les États-Unis. Pour 10 dollars de hausse du prix du pétrole, l'enrichissement des États-Unis est de 0,11 % du PIB et l'appauvrissement de la zone euro est de 1,65 % du PIB. Ce processus pourrait être amené à se prolonger. Les pays de l'OPEP et la Russie entendent maintenir le prix du baril au-dessus des 90 dollars. Le sous-investissement dans le secteur pétrolier pourrait, en plus des accords de régulation de l'offre, les y aider. Le prix du pétrole pourrait passer au-delà des 100 dollars en cas de redémarrage économique de la Chine.



## HORIZON FINANCE

### ÉTATS-UNIS, DURCISSEMENT DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE

Après la crise des subprimes de 2007/2009, la réglementation prudentielle avait été renforcée aux États-Unis comme en Europe pour renforcer la solidité des établissements financiers. Au printemps dernier, les difficultés rencontrées par certains d'entre eux conduit les législateurs à s'interroger sur l'efficacité des mesures prises il y a une dizaine d'années. Aux États-Unis, de nouvelles propositions se font jour dont une visant à imposer aux banques d'accroître de 16 % leurs fonds propres de haute qualité. L'idée serait d'aligner la réglementation américaine sur celle pratiquée en Europe. Le débat outre-Atlantique est, sur ce sujet houleux, entre les tenants de la législation actuelle et ceux qui exigent un renforcement de la sécurité.

La Silicon Valley Bank qui disposait de 212 milliards de dollars d'actifs, a été acculée à la faillite en mars après avoir subi des pertes importantes sur son portefeuille obligataire en raison de la hausse des taux d'intérêt. La banque détenant moins de 700 milliards de dollars d'actifs, n'était pas tenue d'évaluer son portefeuille obligataire aux prix du marché pour le calcul de son coussin de sécurité. Si elle avait été soumise à cette obligation, le régulateur aurait pu constater, avant la faillite, que son coussin de sécurité était insuffisant compte tenu des caractéristiques des obligations que la banque possédait. La proposition de loi américaine prévoit d'abaisser le seuil des actifs à

100 milliards de dollars. Ce changement de seuil obligera les banques à renforcer leurs fonds propres. Pour les grandes banques, les exigences resteront identiques. Elles ont été préservées de la crise du printemps dernier. Elles ont même récupéré les dépôts en provenance des petites institutions financières. La hausse des taux d'intérêt a amélioré leurs profits en augmentant le montant qu'elles peuvent exiger sur les prêts. Dans les rapports sur les résultats publiés en octobre, JPMorgan, Bank of America et Citigroup ont enregistré une hausse des marges nettes d'intérêts au troisième trimestre.

Les nouvelles règles prudentielles ont néanmoins quelques inconvénients. Elles pourraient renchérir le coût de l'intermédiation financière et la rendre plus difficile. Si les régulateurs négligent le shadow banking, celui-ci pourrait se développer. Malgré tout, compte tenu du coût des crises financières, le durcissement du cadre prudentiel est souhaitable. Aux États-Unis, la crise de 2007/2009 aurait coûté à chaque habitant plus de 70 000 dollars. Les krachs bancaires sont les plus douloureux et les plus longs à résorber.

Le système financier américain n'est pas à l'abri de nouvelles turbulences d'autant plus que le nouveau cadre prudentiel n'a pas été encore adopté. Les portefeuilles obligataires continuent de se déprécier. Fin juillet, les pertes latentes sur titres des banques



s'élevaient à 558 milliards de dollars. Avec le maintien de taux élevés durant une période assez longue, aucune détente n'est attendue sur ce front. Face à cette situation, les

établissements en difficulté n'auront d'autre solution que de se faire racheter à bas prix par des institutions financières disposant de fonds propres suffisants.

## POURQUOI FAUDRA-T-IL S'HABITUER À DES TAUX D'INTÉRÊT ÉLEVÉS ?

Les taux d'intérêt actuels apparaissent insupportables pour de nombreux acteurs économiques. Ils seraient responsables de la chute de l'investissement immobilier. Pour autant, leur niveau demeure inférieur à celui des années 2000 et, en termes réels, les taux demeurent bien souvent négatifs. Comment expliquer la forte sensibilité des ménages et des entreprises à la hausse des taux depuis le milieu de l'année 2022 ? La hausse des taux d'intérêt depuis le milieu de 2022 a provoqué une contraction de de l'offre et de la demande de crédits aux États-Unis comme dans la zone euro, et un recul de la construction immobilière.

En dix-huit mois, les taux d'intérêt, aux États-Unis et en zone euro ont connu une croissance rapide. Le taux des obligations d'État est ainsi passé de 0 à 3,5 % en zone euro de 1 à 4,75 % aux États-Unis. Les taux pour les emprunts immobiliers des ménages sont passés de 2,5 à 7 % aux États-Unis et de 1 à 4 % en zone euro de 2021 à 2023. La demande de crédits, tant de la part des entreprises que des ménages, s'inscrit en forte baisse depuis l'automne 2022 aux États-Unis comme en zone euro. L'investissement immobilier des ménages est en recul. Il est passé de 5,5 à 5 % du PIB en zone euro et de 4 à 2,8 % aux États-Unis. Les mises en

chantier sont en baisse de 20 % entre 2019 et la mi-2023 dans les deux espaces économiques. Aux États-Unis, un recul des prix de l'immobilier de 12 % a été constaté pour les logements en 2022. En zone euro, la baisse des prix intervient de manière modérée en 2023 (-1 % au deuxième trimestre 2023 en base annuelle). Pour les locaux commerciaux, aux États-Unis, entre 2021 et 2023, la contraction atteint près de 20 % quand en zone euro, elle ne dépasse pas 3 %.

Après avoir encaissé le choc du relèvement des taux, les acteurs économiques intègrent la nouvelle donne financière. Cette adaptation est d'autant plus facile que les taux d'intérêt réels restent bien souvent négatifs. Aux États-Unis, malgré des taux qui dépassent – pour l'immobilier résidentiel – 7 %, la demande de crédit immobilier et, à un moindre degré, celle de crédit aux entreprises sont orientées à la hausse. En revanche, les mises en chantier demeurent faibles. Les prix de l'immobilier ont cessé de baisser. Dans la zone euro, la demande de crédits immobiliers est repartie à la hausse mais bute sur une offre faible. Les mises en chantier continuent de se contracter. L'investissement des entreprises reste de son côté relativement dynamique.



Les agents économiques anticipent de plus en plus le maintien de taux d'intérêt plus élevés que dans le passé et s'adaptent en conséquence. Les entreprises ont la possibilité de reporter sur leurs prix finaux l'accroissement des coûts financiers. Elles sont obligées d'être plus sélectives sur leurs projets d'investissement qui demeurent en

nombre importants. Le marché de l'immobilier est aux États-Unis, depuis quelques mois, plus dynamique en lien avec des flux migratoires internes. En zone euro, ce marché est bloqué, les vendeurs ne souhaitant pas baisser leur prix. Dans le même temps, la demande insatisfaite en biens immobiliers reste élevée.

## LA CHINE, LA FIN DU MIRACLE ?

L'ouverture de la Chine au monde, à compter de la fin des années 1970, s'est accompagnée de l'arrivée d'un grand nombre d'investisseurs. Les grandes entreprises internationales ont financé de nombreuses usines industrielles permettant l'essor sans précédent des exportations et contribuant à la croissance du pays. Ces flux de capitaux semblent, depuis 2021, se tarir en lien avec les tensions commerciales avec l'Occident et l'augmentation des coûts de production.

Les investissements directs des entreprises étrangères en Chine qui représentaient en moyenne plus de 250 milliards de dollars dans les années 2000/2020 s'élevaient à 400 milliards de dollars. En 2023, ce montant est tombé à 20 milliards de dollars traduisant tout à la fois la faible croissance de l'économie chinoise et une détérioration brutale de son image parmi les entreprises étrangères. L'attitude de plus en plus hostile du gouvernement chinois à leur encontre joue en défaveur des investissements. La crainte de l'augmentation des droits de douane sur les produits chinois dissuade également les entreprises étrangères à investir en Chine.

Avec le vieillissement démographique et le recul des gains de productivité, les baisses de perspectives de croissance de la Chine expliquent également le changement de cap des capitaux. La population âgée de 20 à 64 ans diminue chaque année de 0,2 %. En 2030, la contraction sera de 1 %. La productivité par tête qui augmentait de 8 % dans les années 2000 ne croît plus que de 2 % par an depuis 2021. La croissance potentielle de la Chine se réduit d'année en année. Après avoir atteint plus de 8 % dans les années 2000, elle tend vers 3 %.

La multiplication des sanctions américaines et européennes vis-à-vis de la Chine (équipements de télécommunication, semi-conducteurs, etc.) freine les investissements.

Depuis 2021, les importations en provenance de la Chine pour les États-Unis et la zone euro sont en forte baisse, -20 %. Une partie de ces importations a été compensée par celles en provenance d'autres pays d'Asie qui reconditionnent des produits fabriqués en Chine afin de contourner les sanctions et les droits de douane. L'augmentation des coûts de production





THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

incite, par ailleurs, les entreprises internationales à opter pour d'autres pays d'implantation.

La forte chute des investissements directs des entreprises étrangères affaiblit la croissance de la Chine et

provoque une dépréciation du RMB. En 2023, un dollar s'échange contre 8 RMB, contre 7 en 2021. Les pays occidentaux privilégient désormais les autres pays d'Asie de l'Est, Vietnam, Cambodge, la Malaisie les Philippines ou l'Inde.

## HORIZON LOINTAIN

### LE MARCHÉ ET LE PROTECTIONNISME

Deux cents ans après la Révolution française, le marché et la démocratie ont connu une période bénie permettant à certains de croire à « la fin de l'histoire ». En 1989, le mur de Berlin tombe, les démocraties populaires d'Europe de l'Est deviennent des démocraties tout court. L'ouverture de la Chine engagée en 1978 par Deng Xiao Ping est arrêtée sur le plan politique avec la répression des manifestants de Tian'anmen à Pékin (4 juin 1989) mais se poursuit sur le terrain économique. En 2001, la Chine a adhéré à l'Organisation mondiale du commerce, dynamisant ainsi les échanges commerciaux entre l'Asie et l'Occident. Elle sera suivie en 2012 par la Russie.

#### LA MONDIALISATION, UNE SOURCE D'ENRICHISSEMENT

La mondialisation a révolutionné l'organisation des chaînes de valeurs. Elle a surtout contribué à un enrichissement mondial sans précédent. Les années 1990 et 2000 ont permis une forte réduction de la pauvreté au niveau mondial, le développement d'une classe moyenne dans de nombreux pays

et d'un essor du tourisme sur fond de libertés publiques croissantes. Entre 1990 et 2019, la proportion de la population mondiale vivant avec moins de 2,15 dollars par jour est passée de 40 à 8 %. Si en 1990, les revenus des 10 % les plus riches représentaient 42 fois ceux des 50 % les plus pauvres, ce ratio était de 32 en 2015. Il a, depuis, légèrement augmenté. 40 % de la population mondiale vivaient dans des pays soumis à des régimes dictatoriaux entravant la liberté de déplacement en 1990. Ce taux était de 22 % en 2012 et de 26 % en 2022.

#### LA CRISE DES SUBPRIMES, UNE RUPTURE

La crise financière de 2007/2009 marque une rupture. Elle souligne la faiblesse économique croissante des pays occidentaux et l'affirmation des pays émergents, dont la Chine. Cette crise aurait pu marquer le début d'un nouveau cycle de coopération et de coordination. L'instauration du G20 réunissant les principaux pays avancés et émergents et l'adoption de systèmes de régulation des activités financières ont laissé présager une nouvelle



organisation mondiale. Cet espoir ne s'est pas concrétisé. Dans les années 2010, la mondialisation a été de plus en plus contestée. Le populisme et le nationalisme ont fait leur grand retour. Le Royaume-Uni est sorti de l'Union européenne. Certains États de cette même Union ont remis en cause certains acquis en matière de libertés. Le nombre de démocraties tend à diminuer. Les États-Unis et la Chine se sont lancés dans une guerre commerciale. La Russie a envahi l'Ukraine et essaie de rassembler autour d'elle des États refusant les valeurs démocratiques occidentales. L'économie de marché, libérale, ne ressort pas indemne de ces dernières années. Le protectionnisme apparaît pour de nombreux gouvernements comme une solution tentante pour faire face aux difficultés économiques du moment.

Depuis la crise financière de 2007/2009, l'économie de marché est devenue suspecte. Les États ont été contraints d'intervenir en 2008 pour éviter l'implosion de la sphère financière. Entre 2010 et 2013, en Europe, ils ont manœuvré pour éviter la banqueroute de la Grèce. Durant l'épidémie covid, ils ont soutenu financièrement les ménages et les entreprises. En 2022, la guerre en Ukraine s'est accompagnée du maintien d'importants dispositifs d'aides. La transition énergétique leur donne le prétexte d'agir directement et indirectement sur l'économie. Jamais, hormis en période de guerre, les démocraties libérales ont connu un tel degré d'interventionnisme. Le conflit armé entre la Russie et l'Ukraine contraint des États qui depuis 1990

avaient engrangé les bénéfices de la paix à se réarmer ce qui suppose un accroissement des dépenses publiques. La planification, symbole de l'URSS, redevient à la mode. La France avait abandonné le principe de la planification au début des années 1990. Lors de la campagne présidentielle de 2022, pour attirer les électeurs de Jean-Luc Mélenchon qui en avait fait son cheval de bataille, Emmanuel Macron, a placé la planification écologique parmi ses priorités pour son second mandat.

### L'ÉTAT AVANT TOUT

Face aux crises, les populations exigent de leur État un soutien sans faille. Depuis la crise des subprimes, l'idée que les conséquences des chocs économiques ne soient pas supportées par les populations s'est imposée. Les gouvernements doivent agir afin de garantir les revenus. Même aux États-Unis, pays jugé plus libéral que ceux d'Europe, lors de l'épidémie de covid, l'État fédéral a compensé les pertes de revenus. L'État « nounou » est devenu la référence. Il distribue des chèques, gèle certains prix, établit des boucliers tarifaires, impose des ristournes, etc. Il est de plus en plus présent dans la gestion de l'économie.

La transition énergétique avec l'objectif de décarbonation des activités d'ici 2050 se traduit par l'adoption d'un nombre croissant de normes, de systèmes de bonus/malus et d'incitations fiscales. Elle conduit les États à subventionner la réalisation d'infrastructures d'énergies renouvelables, des entreprises réalisant des investissements contribuant à



réduire les émissions de gaz à effet de serre et à prendre des mesures protectionnistes (taxe carbone à la frontière, majoration de droits de douane, malus sur certaines productions). La crise sanitaire a amené également les États à s'immiscer dans le fonctionnement de l'économie au nom de la défense de la souveraineté nationale. Les gouvernements souhaitent relocaliser sur leur territoire certaines productions jugées comme indispensables. Aux États-Unis, Donald Trump en augmentant les droits de douane s'étaient inspiré des pratiques des années 1930. Il a été suivi par de nombreux pays depuis. Joe Biden estime, de son côté, que l'économie est désormais partie prenante des questions de sécurité nationale. Ursula von der Leyen, la présidente de la Commission européenne, aime à répéter que l'Union européenne est « *la première grande économie à définir une stratégie en matière de sécurité économique* ». Emmanuel Macron a, dans plusieurs discours mentionné, l'impérieuse nécessité de « *l'autonomie stratégique* » pour la France. Narendra Modi, le Premier ministre indien met en avant « *l'autonomie économique* » de son pays. Une course de vitesse s'est engagée à l'échelle mondiale entre les différents États, chacun souhaitant se doter d'entreprises en pointe sur les microprocesseurs, les batteries, le solaire, l'éolien, etc. Comme pendant la guerre froide, les gouvernements occidentaux utilisent des outils économiques pour affaiblir leurs adversaires géopolitiques, notamment en interdisant les exportations et les investissements internationaux surtout

quand ils pourraient concerner la défense. L'Iran, la Russie, la Chine sont particulièrement visés par ces mesures.

La surenchère des États coûte chère. L'*Inflation reduction act* qui est avant tout une loi en faveur de l'investissement sur le territoire américain pourrait coûter plus de 1 200 milliards de dollars d'ici 2030. 40 % de toutes les dépenses des pays de l'OCDE en faveur des énergies propres proviennent des États-Unis. Pour contrer les Américains, l'Union européenne a lancé « *Next Generation* » et le « *Green Deal* ». 14 États de l'Union européenne sur 27 ont adopté des plans de soutien à la microélectronique et aux technologies de communication. La France est en pointe dans les mesures de protection de son marché. Elle a ainsi lancé dernièrement un fonds national pour exploiter des métaux rares. L'Union européenne souhaite que 40 % des technologies clés nécessaires à sa transition verte et 20 % des semi-conducteurs mondiaux soient fabriqués dans l'Union européenne. L'Inde dont la tradition protectionniste est ancienne met en œuvre un programme d'« *incitations liées à la production* » pour de nombreux secteurs, notamment la fabrication de modules solaires photovoltaïques et de batteries avancées. En vertu de la loi K-chips, la Corée du Sud offre des allègements fiscaux aux entreprises de semi-conducteurs. S'inspirant du programme « *Made in China* » de 2015, les États occidentaux ont créé leur « *Made in America* », « *Made in Europe* », « *Make in India* », « *Made-in-Canada plan* » et « *A Future Made in Australia* ».



## LE RENOUVEAU DES POLITIQUES INDUSTRIELLES AU SEIN DES PAYS AVANCÉS

Ces dernières années, le recours aux politiques industrielles et protectionnistes était l'apanage des États en développement. Aujourd'hui, selon une étude réalisée par Réka Juhász de l'Université de la Colombie-Britannique, Nathan Lane et Emily Oehlsen de l'Université d'Oxford, et Verónica C. Pérez de l'Université de Boston, ce sont les pays occidentaux qui sont les plus entreprenants en la matière. Au premier trimestre 2023, le montant de subventions allouées aux entreprises des États de l'OCDE est supérieur de 40 % à celui constaté avant la pandémie. Selon la banque UBS, les gouvernements du G7 ont prévu de financer à hauteur de 400 milliards de dollars l'industrie des semi-conducteurs au cours de la prochaine décennie. Depuis 2020, les gouvernements ont affecté 1 300 milliards de dollars pour soutenir les investissements dans les énergies propres. Les dépenses américaines en matière de politique industrielle, par rapport au PIB, sont désormais équivalentes à celles de la France qui était jusqu'à maintenant le pays de l'OCDE qui soutenait le plus son économie. Dans le cadre des campagnes électorales en cours (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne), les programmes des candidats prévoient d'accroître l'interventionnisme. Au Royaume-Uni, le parti travailliste souhaite la mise en place d'un plan d'action en faveur de la transition énergétique dont le poids serait dix fois supérieur à celui de Joe Biden. Ces politiques d'aides généralisées sont perçues favorablement par les actionnaires qui n'anticipent que

modérément l'augmentation des prélèvements obligatoires et l'augmentation des prix. Depuis le début de l'année 2022, le cours moyen des actions des entreprises américaines bénéficiant de dépenses d'infrastructure supplémentaires a augmenté de 13 %, contre une baisse de 9 % pour l'ensemble du marché boursier américain, selon les données de la banque Goldman Sachs.

## FAUT-IL ABANDONNER L'ÉCONOMIE DE MARCHÉ ?

La mondialisation a été une source de déséquilibres indéniables mais le retour à des pratiques d'un autre temps risque d'en générer de nouveaux. La surenchère des aides se traduira par des augmentations d'impôts ainsi que par des taux d'intérêt et des prix de vente plus élevés. L'offre est avantagée au détriment de la demande. L'expérience historique de la politique industrielle n'est pas encourageante. Le centre de recherche, Peterson Institute, a examiné les effets de la politique industrielle américaine entre 1970 et 2020. Les tentatives visant à créer un avantage concurrentiel grâce au soutien du gouvernement ont généralement échoué. Selon une étude de la London Economic School, une des raisons du déclin du Royaume-Uni dans les années 1960 provient du maintien de politiques de soutien à l'économie, politiques qui seront remises en cause dans les années 1980 par Margaret Thatcher.

Les partisans des politiques industrielles mettent en avant le succès des dragons asiatiques comme Taïwan, Singapour, la Corée du Sud ou Hong Kong puis de la Chine. L'économiste, Nathan Lane, de



l'Université d'Oxford, a étudié l'essor de l'industrie sud-coréenne dans les années 1970. Le programme Heavy Chemical and Industry de 1973 à 1979, reposant sur des crédits bonifiés pour favoriser la production et les exportations a joué un rôle dans le décollage économique du pays. Au cours des vingt années qui ont suivi 1973, le PIB réel par habitant de la Corée du Sud a augmenté de 349 %. Ce résultat favorable a été réalisé tout en maintenant des finances publiques saines. L'objectif des pouvoirs publics a été avant tout d'améliorer la compétitivité extérieure du pays, ce qui est rarement le cas dans le cadre des politiques industrielles mises en œuvre dans les années 1970/1980. En Chine, depuis 2015, Xi Jinping a engagé le projet « *Made in China* ». L'État chinois a renforcé son pouvoir sur l'activité économique. Les subventions gouvernementales en pourcentage des bénéfices des sociétés chinoises cotées sont passées de 3 % en 2012 à 5 % en 2020. Le nombre de mesures fiscales soutenant les industries de haute technologie est en forte hausse, selon un article publié en 2021 par Goldman Sachs. Toutes les mesures prises n'ont pas eu les effets escomptés. La productivité chinoise ne progresse plus. L'augmentation des dépenses de R&D, des brevets et de la rentabilité n'est pas au rendez-vous au sein des entreprises aidées.

En multipliant les aides, les gouvernements risquent de gaspiller des milliards de dollars, de générer des effets d'aubaine ou de pérenniser des entreprises non rentables et sans avenir. En Inde, les incitations liées à la

production de biens technologiques ont été détournées. En effet, l'Inde est devenue non seulement un exportateur mais aussi un importateur important de téléphones portables. Les entreprises chinoises se sont installées dans ce pays afin de bénéficier des aides tout en continuant à produire en Chine ou au Vietnam. Elles importent des portables quasi-achevées et les reconditionnent afin qu'ils soient estampillés « *Made in India* ». Les entreprises occidentales malgré des aides butent sur des problèmes de main-d'œuvre pour développer de nouvelles usines. Faute de personnel, des projets restent en jachère. Certaines entreprises aidées ont même été poussées à la faillite, les projets n'étant pas viables. Lightyear, une entreprise néerlandaise de voitures solaires soutenue par le gouvernement et la Commission européenne, a épuisé ses réserves financières et arrêté, un certain temps, sa production. Britishvolt, une entreprise de batteries électriques que le gouvernement britannique s'est clairement engagé à soutenir, a déposé le bilan. Plusieurs projets de parcs d'éoliennes en mer pourtant subventionnés sont à l'arrêt. Les entreprises de ce secteur demandent une augmentation des aides. Il en est de même pour celles qui sont investies dans la fabrication de microprocesseurs au sein des pays de l'OCDE. Elles réclament le versement d'aides annuelles pour faire face aux surcoûts énergétiques. La causalité est loin d'être certaine mais force est de constater que le développement des aides à l'industrie et du protectionnisme s'accompagne au sein de l'OCDE d'une stagnation voire d'une baisse de la productivité.



L'argent ainsi utilisé ne bénéficiera pas à la retraite, à la santé ou à la dépendance. Les entreprises aidées sont bien souvent celles qui ont les moyens d'investir. Les subventions créent des effets de rente et réduisent la concurrence. Les chercheurs du FMI estiment que le PIB sera amputé à court terme d'un point et à long terme de 2 points. Certaines estimations chiffrent le manque à gagner à plus de 5 points de PIB. Le nationalisme économique équivaut à un Brexit généralisé.

Les subventions publiques sont visibles quasi immédiatement. Les gouvernements célèbrent les ouvertures d'usine. Ils mettent en avant la fabrication de batteries, de masques et d'éoliennes. Les effets pervers sont plus diffus. Quand les États-Unis ont décidé dans les années 1970 de taxer les produits sidérurgiques japonais, la population américaine a favorablement réagi au nom de la défense de l'emploi. Or, cette politique protectionniste a été

responsable, quelques années plus tard, de la descente aux enfers de l'industrie automobile américaine, contrainte d'utiliser de l'acier cher et de mauvaise qualité. Le bilan en termes d'emploi a été négatif. Le libre-échange, la théorie des avantages comparatif, la concurrence sont sans nul doute les concepts de l'économie de marché les moins bien compris par les populations. En France, l'échec du nationalisme économique traverse les siècles, des compagnies des Indes au Plan calcul du Général de Gaulle.

Le retour au nationalisme économique ne tire pas un trait sur trente ans de mondialisation. La segmentation de la planète autour de plusieurs pôles économiques n'empêchera pas la Chine de conserver une place importante dans la production industrielle. En revanche, la suspicion s'est installée et mine le commerce international au point que celui-ci ait perdu son rôle de moteur.





## POINTS DE REPÈRE

### DETTE PUBLIQUE, LA FRANCE SUR LE PODIUM EUROPÉEN

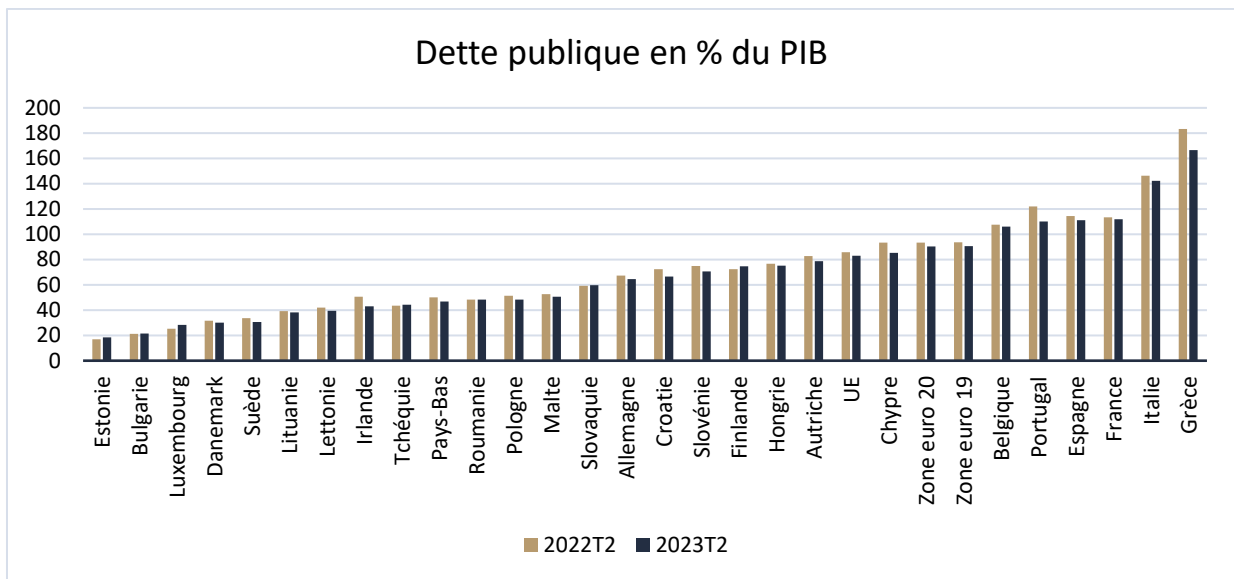
À la fin du deuxième trimestre 2023, selon Eurostat, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB dans la zone euro s'élevait à 90,3 % contre 90,7 % à la fin du premier trimestre. Dans l'ensemble de l'Union européenne (UE), le ratio est passé de 83,4 % à 83,1 % du PIB du premier au deuxième trimestre. Tant pour la zone euro que pour l'UE, la baisse du ratio de la dette publique par rapport au PIB est imputable à la croissance du PIB, supérieure à celle de la dette publique.

Sur un an (comparaison du deuxième trimestre 2023 et du deuxième trimestre 2022), le ratio de la dette publique par rapport au PIB a également diminué tant dans la zone euro (de 93,5 % à 90,3 %) que dans l'UE (de 85,9 % à 83,1 %).

Les ratios les plus élevés de la dette publique par rapport au PIB à la fin du deuxième trimestre 2023 ont été enregistrés en Grèce (166,5 %), en Italie

(142,4 %), en France (111,9 %), en Espagne (111,2 %), au Portugal (110,1 %) et en Belgique (106,0 %). Les plus faibles ratios sont en Estonie (18,5 %), en Bulgarie (21,5 %), au Luxembourg (28,2 %), au Danemark (30,2 %) et en Suède (30,7 %).

Par rapport au deuxième trimestre 2022, six États membres ont enregistré une hausse de leur ratio de la dette publique par rapport au PIB à la fin du deuxième trimestre 2023 et vingt-et-un ont affiché une baisse. Les hausses ont été observées au Luxembourg (+2,9 pp), en Finlande (+2,1 pp), en Estonie (+1,6 pp), en Tchéquie (+0,8 pp), en Slovaquie (+0,4 pp) et en Bulgarie (+0,2 pp), tandis que les baisses les plus fortes ont été enregistrées en Grèce (-16,6 pp), au Portugal (-11,8 pp), à Chypre (-8,1 pp), en Irlande (-7,4 pp), en Croatie (-6,0 pp), en Slovénie (-4,5 pp), en Autriche et en Italie (-4,0 pp chacune), en Espagne (-3,3 pp) et aux Pays-Bas (-3,1 pp).

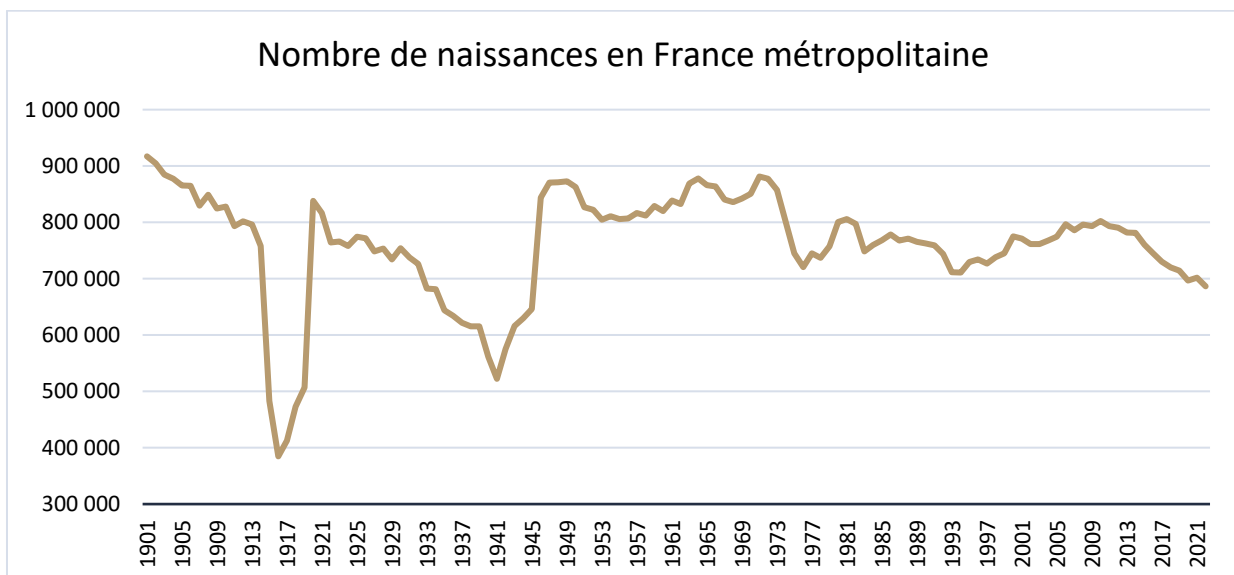


Données Eurostat

## NATALITÉ, UNE BAISSÉ CONFIRMÉE EN FRANCE

En 2022, le nombre de naissances en France (726 000) a connu son plus faible niveau depuis la Seconde Guerre mondiale. Par rapport au pic atteint en

1971 en fin de baby-boom, la baisse atteinte 21 %. Par rapport à 2010, le recul est de 13 %.



Données INSEE

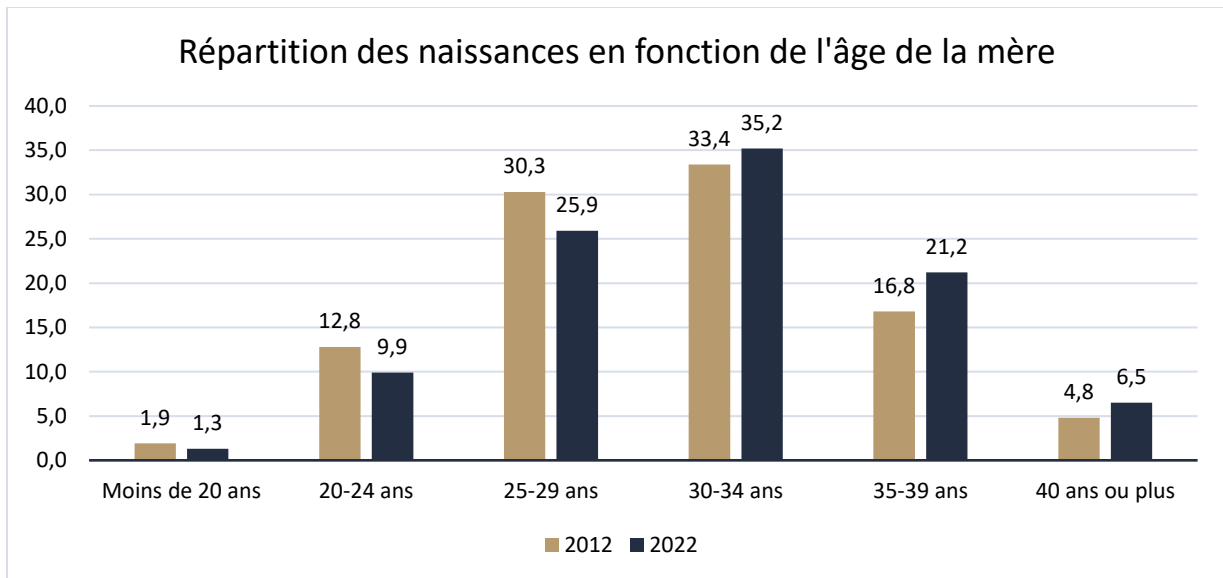
En 2022, deux tiers des naissances ont eu lieu hors mariage, contre 57 % en 2012. En 2012, 83 % des bébés

portaient le nom de leur père, en 2022, ce ratio est de 79 %.



L'âge moyen de la mère pour l'arrivée du premier enfant augmente d'année en année. En 2022, il était de 31,2 ans contre 30,2 ans en 2012. 62,9 % des

naissances se produisent, en 2022, au-delà de la 30<sup>e</sup> année de la mère, contre 55 % en 2012.



Données INSEE



## 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 %
Troisième trimestre 2023	+0,1 %	-0,1 %	0,0 %	+0,3 %	-0,1 %
Inflation En % - octobre 2023	4,5	3,0	1,9	3,5	2,9
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 - août 2023	-1,8	+5,7	-0,4	+2,2	+0,9
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
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'Etat (2/11/23)	3,297	2,696	4,539	3,747	-

\*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 - octobre 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>6 885,65</b>
	Évolution en octobre 2023	-2,58 %
	Évolution sur 12 mois	+9,88 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>14 810,34</b>
	Évolution en octobre 2023	-2,91 %
	Évolution sur 12 mois	+11,70 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>7 321,72</b>
	Évolution en octobre 2023	-2,34 %
	Évolution sur 12 mois	+3,39 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>4 061,12</b>
	Évolution en octobre 2023	-1,88 %
	Évolution sur 12 mois	+12,22 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>33 052,87</b>
	Évolution en octobre 2023	-1,18 %
	Évolution sur 12 mois	+0,93 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>14 409,78</b>
	Évolution en octobre 2023	-2,82 %
	Évolution sur 12 mois	+26,42 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>4 193,80</b>
	Évolution en octobre 2023	-2,21 %
	Évolution sur 12 mois	+8,31 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>30 858,85</b>
	Évolution en octobre 2023	-3,35 %
	Évolution sur 12 mois	+11,27 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>3 018,77</b>
	Évolution en octobre 2023	-2,52 %
	Évolution sur 12 mois	+4,33 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1,0697
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>1,0573</b>
	Évolution en octobre 2023	+1,01 %
	Évolution sur 12 mois	+7,08 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	<b>31 octobre 2023</b>	<b>1 986,10</b>
	Évolution en octobre 2023	+8,91 %
	Évolution sur 12 mois	+21,87 %



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