

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« Disgressions sur l'emploi des seniors »	2
HORIZON FRANCE	4
le made in France a-t-il encore un sens ?	4
Quand les marges deviennent des territoires de croissance	8
HORIZON EXTÉRIEUR	9
Allemagne, panne sèche ?	9
États-Unis, une croissance en trompe l'œil ?	11
HORIZON FINANCE	13
Actions américaines ou actions européennes, faites votre choix !	13
Taux d'intérêt, le début d'un nouveau cycle ?	16
HORIZON LOINTAIN	21
Economie de guerre, vous avez dit économie de guerre ?	21
Comment être intelligent face à l'Intelligence artificielle	22
POINTS DE REPÈRE	25
Niveau de vie, la France dans la moyenne	25
Remontée des défaillances d'entreprise en France	26
Les statistiques économiques	27
Tableau de bord des marchés financiers	28

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« DISGRESSIONS SUR L'EMPLOI DES SENIORS »



Aux États-Unis, les deux candidats potentiels à la prochaine élection présidentielle de 2024, Joe Biden et Donald Trump ont respectivement 82 ans et 77 ans. Quand Joe Biden est né, Franklin D Roosevelt était Président des États-Unis ; pour Donald Trump, c'était Harry Truman. Aux États-Unis – pays des start-up des entreprises créées par des jeunes de moins de 30 ans, première puissance technologique du monde, et pays où des vedettes comme Taylor Swift deviennent milliardaires à moins de 35 ans – la population remet son destin politique entre les mains de seniors. A contrario, en France, Emmanuel Macron a été élu la première fois à 39 ans. Pour les prochaines élections européennes prévues en 2024, la tête de liste du parti communiste, Léon Deffontaines a 27 ans, celle du Rassemblement National, Jordan Bardella, 28 ans, sachant qu'il en avait 24 ans lors de la précédente élection, et la candidate de LFI, Manon Aubry, également déjà candidate en 2019, 33 ans. Au niveau du Gouvernement, le Ministre de l'Éducation nationale, Gabriel Attal a 34 ans. Dans le passé, Valéry Giscard d'Estaing ou Jacques Chirac faisaient figures d'exception en ayant commencé leur carrière ministérielle dans la trentaine mais ils quittèrent, comme

bien d'autres, leur dernier mandat bien au-delà de 60 ans. C'était une autre époque ! Le rajeunissement de la classe politique française trouve ses sources non pas dans la démographie mais dans la suppression du cumul des mandats. Les élus dépendent d'un seul mandat, ce qui les contraint plus souvent que dans le passé, à abandonner la vie politique en cas de défaite. Par ailleurs, en quelques décennies, les élus, confrontés à des contraintes juridiques et médiatiques accrues, voire physiques avec la multiplication des actes de violence, sont plus nombreux que dans le passé à démissionner de leurs mandats ou à ne pas se représenter.

La propension au rajeunissement concerne de nombreux secteurs. Dans le monde économique, dans un contexte de profondes mutations technologiques et énergiques, les entreprises appellent de plus en plus de jeunes aux commandes afin de bénéficier d'un regard neuf et disruptif. Les start-up n'ont pas l'exclusivité du rajeunissement. À seulement 28 ans, Agathe Monpays est ainsi devenue le 1^{er} septembre dernier, la nouvelle directrice de l'enseigne de grande distribution de bricolage, Leroy Merlin. Le choix de la jeunesse démontre également la qualité des systèmes de formation. Cette situation vaut également pour le sport. Le joueur de football, Warren Zaïre-Emery, bat des records de précocité, que ce soit au PSG ou à l'équipe de France qu'il a intégrée à 17 ans.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Jeunesse des dirigeants d'un côté de l'Atlantique et vieillesse de l'autre côté ne sauraient résumer la question des seniors et de l'emploi mais elle en est une des expressions. En France, un consensus a longtemps prévalu entre employeurs et salariés. Le souhait des uns et des autres, pour des motifs certes différents, convergeait vers un départ précoce. Or, celui-ci s'avère coûteux en termes de croissance et porte atteinte au bon équilibre des finances publiques. Par ailleurs, selon une récente enquête de la DREES, le service statistique du Ministère de la Santé, 28 % des nouveaux retraités de 2021 se sont déclarés insatisfaits de leur vie après la liquidation de leurs droits au point de regretter leur départ du monde professionnel. La « retraite couperet » crée une rupture psychologique parfois difficile à surmonter. L'adaptation de l'emploi aux seniors est une ardente obligation au vu du vieillissement de la population active. Le développement de

la retraite progressive, encouragé par la dernière réforme des retraites, constitue une des voies possibles. Pour le moment, ce dispositif qui permet de concilier travail à temps partiel et retraite est confidentiel. Au 31 décembre 2022, il comptait 24 237 bénéficiaires. Une meilleure programmation des emplois en fonction de l'âge devrait être encouragée afin de faciliter le maintien des seniors en activité. Ces derniers devraient jouer un rôle plus important dans la transmission des compétences. Même au temps de l'intelligence artificielle, l'expérience conserve de la valeur. Des entreprises sans mémoire sont des entreprises hors sol bien souvent moins performantes que celles disposant d'une solide histoire transmise de génération en génération.

Jean-Pierre Thomas

Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

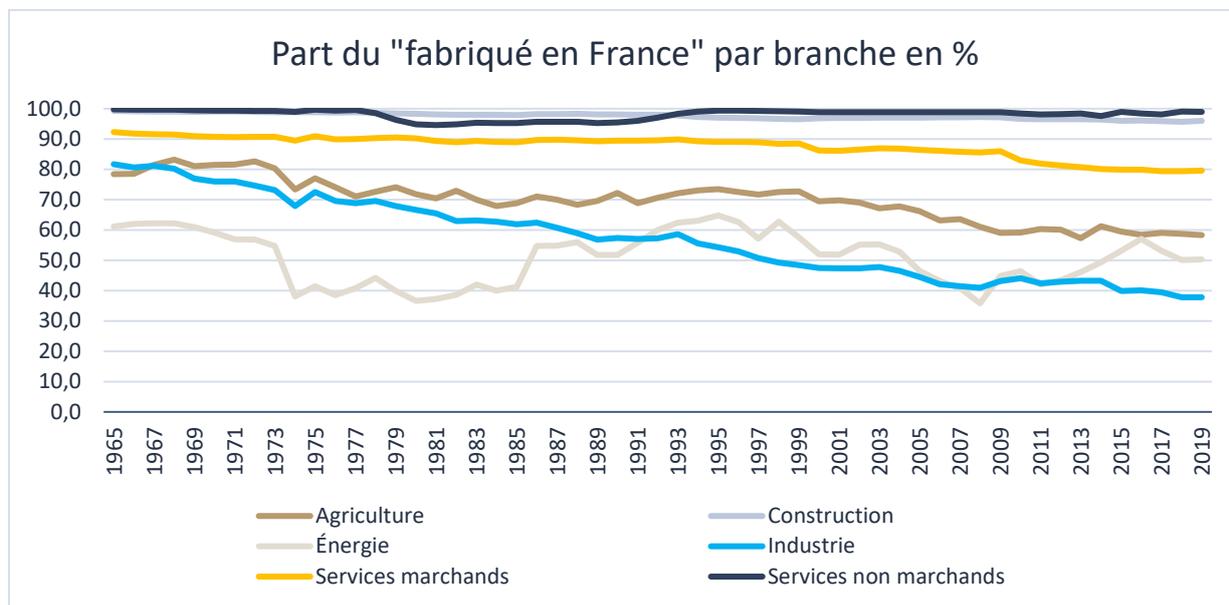
LE MADE IN FRANCE A-T-IL ENCORE UN SENS ?

Avec la mondialisation et la progression des exportations chinoises, le « fabriqué en France » ou « made in France » défini comme le contenu en valeur ajoutée française de la demande intérieure finale a fortement reculé depuis 50 ans. Il a ainsi baissé de 11 points entre 1965 et 2019, passant de 89 % à 78 %. Cette attrition n'est pas spécifique à la France. Tous les pays européens ont été concernés mais la France se démarque par l'importance du recul du « fabriqué en France » dans le domaine des biens manufacturiers pour lesquels il est passé de 82 % à 38 % sur la période précitée. Depuis quelques années, les pouvoirs publics ont exprimé la volonté de réindustrialiser le pays au nom de la souveraineté nationale et au nom de la lutte contre les émissions des gaz à effet de serre. Sur le plan mondial, les produits importés ; en raison du transport, seraient plus émetteurs de gaz à effet de serre que les biens fabriqués et consommés nationalement. Ce choix qui vient en opposition à la théorie des avantages comparatifs de Ricardo aurait pour conséquence, s'il était mis réellement en œuvre, une réduction importante

des échanges, une hausse des prix et une diminution de la croissance. Il freinerait le développement des pays les plus pauvres.

TROIS QUARTS DE LA DEMANDE INTÉRIEURE FINALE EST D'ORIGINE FRANÇAISE

Plus d'un emploi sur quatre dépend des exportations en France mais, dans le même temps, 78 % de la demande intérieure finale en 2019 puise son origine en France. Ainsi, a contrario, seulement 22 % de cette demande est assurée par l'étranger. Le fabriqué en France est minoritaire pour les biens industriels. En ce qui concerne l'énergie, cette part est de 50 %. Elle atteint 80 % pour les services marchands et 96 % pour la construction. Dans les services, la demande intérieure est française dans les activités dites résidentes comme l'hébergement, la restauration, la santé ou l'éducation. Pour l'industrie, l'éclatement des chaînes de valeurs aboutit à ce que la production réalisée sur le territoire incorpore, en règle générale, des biens intermédiaires importés.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

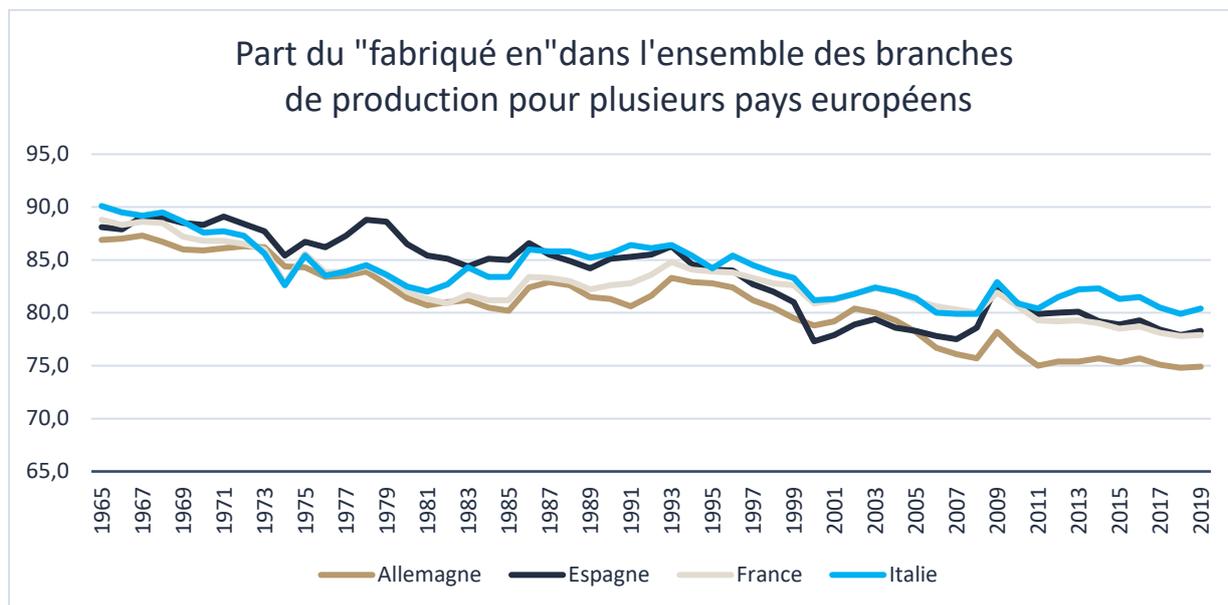
BAISSE DU « FABRIQUÉ MAISON », UN PHÉNOMÈNE MONDIAL

Le poids du « fabriqué maison » est assez semblable en Europe pour des pays de taille comparable. En 2019, il est de 75 % en Allemagne, 78 %, en Espagne, et de 80 % en Italie. L'Irlande et les Pays-Bas-, plus petits, sont davantage intégrés au commerce international. Ils ont, de ce fait, des taux de « fabriqué en » plus faibles (respectivement 44 % et 63 %). Ce taux est, en revanche, plus élevé aux États-Unis (83 %) et en Chine (87 %), deux pays de taille plus importante.

Le « fabriqué en France » a diminué dans une proportion comparable à celle de ses grands voisins européens. Il n'y a

guère de différences entre les pays ayant des excédents ou des déficits commerciaux.

La décomposition du « fabriqué en » par branche varie d'un pays à l'autre. En 2019, le « fabriqué en » pour les biens manufacturiers est de 38 % en France contre 52 % en Allemagne, 51 % en Italie et 40 % en Espagne. Celui des États-Unis s'établit à 66 %. Entre 1965 et 2019, le « fabriqué en » pour les produits manufacturiers a baissé de 44 points en France et de 33 points en Allemagne. A contrario, la baisse est moins marquée pour les produits agricoles en France qu'en Allemagne (baisse respective de 20 points et de 28 points).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

LA MONTÉE EN PUISSANCE DE LA CHINE

Entre 2000 (avant l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce) et 2019, la part de la Chine dans les contenus importés de la demande finale française a augmenté de 5 points. La part des partenaires européens dans le contenu importé français tend diminuer. La baisse atteint, entre 2000 et 2019, 5,9 points pour le Royaume-Uni, 3,6 points pour l'Allemagne et 2,3 points pour l'Italie. Le contenu en importations espagnoles se maintient (-0,2 point), alors que celui en importations américaines (+1,7 point) augmente.

En 2019, le contenu importé des produits consommés en France provient principalement d'Allemagne (12,0 %), des États-Unis (11,8 %) et, dans une moindre mesure, de Chine (7,3 %), d'Italie (6,7 %) et d'Espagne (6,4 %). Les importations provenant d'Allemagne pour satisfaire la demande intérieure finale française sont assez variées. Certains produits proviennent

principalement d'un pays particulier : c'est le cas par exemple des produits informatiques importés surtout de Chine ou des véhicules automobiles importés principalement d'Espagne. Les biens relevant du champ manufacturier sont surtout importés d'Allemagne et de Chine, et les denrées alimentaires d'Allemagne, des Pays-Bas et d'Italie.

PRÈS DE 30 % DES EXPORTATIONS FRANÇAISES COMPOSÉES DE PRODUITS IMPORTÉS

L'indicateur du « fabriqué en France » peut être complété par un indicateur de contenu en valeur ajoutée française dans les exportations afin d'avoir une idée fine du poids des intrants étrangers. Cet indicateur renseigne également sur le degré d'intégration aux chaînes de valeur mondiales.

Depuis 1965, le contenu en valeur ajoutée intérieure des exportations françaises a diminué de près de 14 points, avec une stabilisation depuis



2011. En 2019, les exportations contiennent 71 % de valeur ajoutée intérieure et 29 % de valeur ajoutée étrangère. La part de valeur ajoutée intérieure dans les exportations est la plus élevée pour les matériels de transport et les services aux entreprises. Cette évolution est parallèle à celle constatée en Allemagne, en Espagne et en Italie, en lien avec le ralentissement de l'intégration des chaînes de valeur mondiales depuis 2008. L'Italie se distingue, en revanche, par une part plus élevée du contenu en valeur ajoutée intérieure.

Les tenants des relocalisations mettent en avant la réduction de la dépendance stratégique à l'égard de l'étranger, la diminution à l'échelle mondiale des émissions des gaz à effet de serre et l'augmentation de l'emploi industriel. La France serait en situation de vulnérabilité économique sur plus de 600 biens industriels essentiellement importés de Chine ou des États-Unis. Les relocalisations supposent la présence d'une main-d'œuvre qualifiée ainsi que des terrains disponibles pour l'implantation d'usines. Compte tenu des coûts de recherche et d'investissement, la construction

d'usines concurrentes au sein de nombreux États européens serait coûteuse et risquerait d'aboutir à des productions non rentables, contraignant les pouvoirs publics à maintenir des subventions élevées. Cette volonté de restaurer une souveraineté économique s'apparente à de l'autarcie. Les petits États européens sont pénalisés par cette pratique ne disposant pas des moyens financiers suffisants pour inciter les entreprises à s'y installer. La relocalisation entre, par ailleurs, en négation avec la théorie des avantages comparatifs en vertu de laquelle chaque État doit se spécialiser dans les secteurs où il est le moins mauvais. Elle est potentiellement sources d'inflation et peut grever fortement les finances publiques. Sur le plan des émissions des gaz à effet de serre, l'éclatement des chaînes de valeurs, ces dernières années, a conduit à un indéniable augmentation des transports sur longue distance. Si une rationalisation est souhaitable, elle ne devrait pas aboutir à une remise en cause des échanges internationaux, ces derniers étant bénéfiques à la croissance et au développement des pays les plus pauvres.



QUAND LES MARGES DEVIENNENT DES TERRITOIRES DE CROISSANCE

La France métropolitaine partage ses frontières terrestres avec huit pays (Belgique, Luxembourg, Allemagne, Suisse, Italie, Monaco, Espagne et Andorre). Sept sont membres de l'Union européenne, la Suisse est membre de l'Association économique de libre-échange et Andorre a signé des accords de partenariat avec l'Union. Les zones frontalières, en Europe, ont été longtemps des zones tampons peu propices à la croissance. Strasbourg s'est ainsi développée en tournant le dos à l'Allemagne. Mais avec la construction européenne et la libre circulation des biens, des personnes et des capitaux, ces territoires connaissent, quand ils ne sont pas marqués par des barrières physiques difficilement franchissables comme les Pyrénées, un essor important se caractérisant par des niveaux de revenus élevés pour les ménages. De nombreux territoires frontaliers enregistrent une forte augmentation de leur population. Ces territoires sont souvent dotés d'infrastructures de transports importantes (autoroutes, voies ferrées, aéroports).

Entre 2013 et 2022, la population augmente dans les territoires autour des frontières avec la Suisse et le Luxembourg. Les départements frontaliers français bénéficient de l'élan économique de ces deux pays, les travailleurs transfrontaliers y étant nombreux (215 200 travaillent en Suisse en 2020, et environ 95 800 au Luxembourg). Autour de Genève et du lac Léman, la population est en forte augmentation en particulier dans le

canton de Vaud, dans le canton de Genève et dans celui du Valais. La population augmente également du côté français (+10,8 % en Haute-Savoie et +7,7 % dans l'Ain). En revanche, du fait de la désindustrialisation, la population diminue dans le Territoire de Belfort et dans le Jura.

La croissance de la population est très marquée au Luxembourg (+19,8 % entre 2013 et 2022) et dans une moindre mesure dans les zones frontalières belges et allemandes à proximité. Côté français, la population est quasi stable en Moselle (+0,4 %) et en Meurthe-et-Moselle (-0,1 %). Cette quasi-stabilité masque des évolutions contrastées : en Moselle, la population augmente nettement à proximité de la frontière luxembourgeoise, alors qu'elle diminue à proximité de la frontière allemande autour de Forbach et de Sarreguemines, comme en Sarre de l'autre côté de la frontière. Les évolutions sont contrastées côté allemand le long de la frontière.

La population augmente aussi près de la frontière avec l'Espagne et Andorre, en particulier en Andorre (+14,0 %) ainsi qu'en Haute-Garonne (+11,9 %). La situation de ce département est un peu spécifique puisqu'il inclut seulement une petite partie de frontière et qu'il bénéficie de l'attractivité de Toulouse. La population croît dans la plupart des zones frontalières proches du littoral, comme les Pyrénées-Orientales (+5,5 %) et la province espagnole de Gérone (+3,7 %). Elle augmente plus faiblement, voire diminue, dans les autres zones frontalières éloignées du littoral.



Près de la frontière avec la Belgique, l'évolution démographique est différente de part et d'autre de la frontière : la population augmente dans tous les arrondissements belges, quand du côté français, elle est quasi stable dans le Nord et dans le Pas-de-Calais, et baisse dans la Meuse (-6,5 %), les Ardennes (-5,1 %) et dans l'Aisne (-2,8 %). Les difficultés économiques des Hauts-de-France expliquent cette évolution.

Au niveau de la frontière italienne, la population augmente dans les départements français du Sud-Est (notamment la Savoie, +5,0 %), et croît particulièrement à Monaco (+8,3 %). À l'inverse, elle diminue dans les provinces

italiennes voisines. L'Italie est en déclin démographique depuis 2015 et accueille peu d'immigration. Par ailleurs, la barrière naturelle des Alpes limite les déplacements conduisant à un nombre réduit de transfrontaliers.

Autrefois, les zones frontières étaient bien souvent des « no man's land », territoires fortifiés peu propices aux échanges et aux activités économiques. La paix en Europe leur a permis de changer de statuts, d'être au contraire, des espaces de rencontre, d'enrichissement mutuel. Leur développement en France est intimement lié à la bonne santé de ces voisins comme la Suisse, le Luxembourg ou l'Allemagne.

HORIZON EXTÉRIEUR

ALLEMAGNE, PANNE SÈCHE ?

Depuis vingt ans, l'Allemagne avait pris l'habitude de faire la course en tête en Europe. Son modèle vertueux reposant sur une industrie puissante génératrice d'importants excédents commerciaux, un faible chômage et des finances publiques relativement saines, était loué. L'année 2023 marque une réelle rupture avec une récession qui semble s'être installée dans la durée. La guerre en Ukraine avec les embargos croisés entre la Russie et l'Union européenne a remis en cause un des fondements de la réussite allemande de ces dernières années : l'accès à une énergie bon marché. D'autres facteurs expliquent les problèmes que rencontre actuellement

l'Allemagne, la transition énergétique, le vieillissement démographique, les tensions commerciales avec la Chine.

Depuis la fin du rebond post covid, en 2021, l'économie allemande connaît un ralentissement marqué au point d'être entrée en récession en 2023, récession qui pourrait perdurer sur une partie de l'année 2024. Contrairement aux années 2010, la croissance allemande est, depuis 2020, plus faible que celle de la France. De mars 2021 à septembre 2023, la croissance allemande a été inférieure à 4 %, contre 6 % pour la France, 8 % pour l'Italie et 12 % pour l'Espagne.



LA PANNE ALLEMANDE EST-ELLE TEMPORAIRE OU TÉMOIGNE-T-ELLE DE PROBLÈMES STRUCTURELS ?

La petite croissance allemande depuis la fin de la crise sanitaire est en partie imputable à une moindre utilisation des dépenses publiques pour soutenir l'activité. L'Allemagne est le pays qui s'est le moins endetté depuis quatre ans. Son taux d'endettement public est de 65 % du PIB, contre 118 % pour la France et l'Espagne et 140 % pour l'Italie. Ces trois derniers pays ont accru leur dette publique de vingt points de PIB entre 2020 et 2023, contre 10 points pour l'Allemagne.

L'Allemagne est en souffrance depuis 2021 en raison des problèmes rencontrés par son industrie qui a dû faire face à des problèmes d'approvisionnement de biens intermédiaires durant la crise sanitaire puis au renchérissement de l'énergie. En outre, la transition énergétique remet en cause certaines de ses productions phares dont celles liées à l'automobile. Les faiblesses de l'industrie allemande sont en partie conjoncturelles. Cette dernière demeure, au sein de la zone euro, incontournable. La valeur ajoutée de l'industrie manufacturière représente 20 % du PIB en Allemagne, contre 14 % en Italie, 12 % en Espagne et 10 % en France. Les entreprises industrielles allemandes peuvent s'appuyer sur un niveau élevé de compétences des salariés. Selon le classement PIAAC de l'OCDE mesurant cette dernière, l'Allemagne devance de loin la France, l'Espagne et l'Italie. Le tissu économique allemand demeure dense et les entreprises allemandes peuvent compter sur l'appui des banques locales.

Plusieurs facteurs d'ordre structurel pourraient freiner la reprise allemande. Le vieillissement démographique et, en premier lieu, le déclin de la population active constituent un réel handicap. La population âgée de 16 à 64 ans diminue depuis 2015 et cette baisse devrait s'accélérer dans les prochaines années. Depuis huit ans, l'Allemagne a favorisé l'arrivée de travailleurs immigrés pour atténuer les effets du vieillissement. Cette politique est contestée par une part croissante de la population allemande, ce qui pourrait aboutir à sa remise en cause. Or, l'économie allemande est en situation de plein emploi. Les pénuries de main-d'œuvre se multiplient avec comme conséquence une augmentation des salaires qui nuit à la compétitivité des produits allemands. Les salaires devraient connaître une croissance de plus de 6 % en 2023.

La compétitivité allemande est altérée par la stagnation de la productivité, y compris dans l'industrie manufacturière. L'Allemagne doit faire face à la concurrence de plus en plus vive des pays émergents dans les secteurs qui, jusqu'à maintenant, relevaient de sa chasse gardée. La multiplication des mesures protectionnistes pénalise les entreprises exportatrices allemandes. Le commerce mondial qui était un important vecteur de croissance ralentit ces dernières années.

Dans les prochaines années, l'Allemagne devra consacrer une part importante de sa richesse nationale à la transition énergétique qui limitera d'autant les capacités d'investissement des entreprises dans d'autres domaines. En



2022, les énergies fossiles représentaient encore près de 78 % de la consommation d'énergie totale. La guerre en Ukraine s'est traduite par une consommation accrue de charbon.

L'économie allemande dispose de marges de manœuvre pour renouer avec la croissance. Elle peut compter sur la force de son réseau d'entreprises et

sur le haut niveau de compétences de ses salariés. La bonne tenue de ses finances publiques constitue un autre atout indéniable. Dans les prochaines années, la France, l'Italie, l'Espagne ou les États-Unis devront assainir leurs comptes publics quand l'Allemagne pourra au contraire augmenter ses dépenses publiques pour moderniser son économie.

ÉTATS-UNIS, UNE CROISSANCE EN TROMPE L'ŒIL ?

La croissance des États-Unis depuis 2019 est deux fois plus élevée que celle de la zone euro. Dans les années 2010, les premiers avaient déjà creusé un écart conséquent avec les États européens confrontés à la crise des dettes publiques entre 2010 et 2013. Dans les prochaines années, plusieurs facteurs pourraient continuer à jouer en faveur des États-Unis. Le pouvoir d'achat des salaires augmente plus vite aux États-Unis que dans la zone euro en raison de la plus forte désinflation aux États-Unis. L'investissement des entreprises est soutenu par les mesures d'aide aux États-Unis (*Inflation Reduction Act*, *Chips Act*). Le prix élevé du pétrole augmente les revenus des producteurs américains. Les États-Unis sont redevenus exportateurs nets d'énergie. En revanche, la facture énergétique de l'Union européenne a fortement augmenté ces deux dernières années pesant sur la croissance et contribuant à détériorer le solde commercial.

UN ÉCART DE CROISSANCE EN FAVEUR DES ÉTATS-UNIS DEPUIS PLUS DE 10 ANS

Depuis 2010, la croissance américaine surpasse celle de la zone euro. L'écart de croissance entre les deux grandes régions économiques tend à s'accroître depuis la crise sanitaire. En 2023, le taux de croissance devrait être inférieur à 1 % en zone euro et supérieur à 2 % aux États-Unis. Plusieurs États membres de la zone euro comme l'Allemagne sont à l'arrêt depuis le début de l'année 2022 quand les États-Unis ont enregistré un taux de croissance record au troisième trimestre.

UNE DÉSINFLATION PLUS RAPIDE AUX ÉTATS-UNIS

L'économie américaine dispose de réels atouts pour rester en tête au sein de l'OCDE en matière de croissance. La désinflation est plus forte aux États-Unis que dans la zone euro. Les États-Unis sont moins exposés que l'Europe aux problèmes d'accès et de prix de l'énergie. Ils sont même redevenus exportateurs nets pour les hydrocarbures. Le taux d'inflation était



de 3,2 % en octobre outre-Atlantique. La zone euro a certes enregistré un taux de 2,9 % pour le même mois mais l'inflation sous-jacente y demeure plus élevé.

UNE CONSOMMATION ET UN INVESTISSEMENT PLUS DYNAMIQUES AUX ÉTATS-UNIS

Les salaires aux États-Unis augmentent en valeur réelle permettant le maintien d'un fort courant de consommation à la différence de la zone euro. Les ménages américains n'hésitent pas, de plus, à puiser dans leur cagnotte covid quand les Européens continuent, au contraire, à la renforcer. Le taux d'investissement aux États-Unis est un point de PIB supérieur à celui constaté en zone euro notamment grâce à l'*Inflation Reduction Act* qui vise à accélérer la transition énergétique. Les aides de l'État en faveur des entreprises pourraient dépasser 1 000 milliards de dollars. La valeur refuge du dollar conduit les investisseurs à privilégier les États-Unis et à contribuer, ainsi, au financement de l'économie américaine.

LES ÉTATS-UNIS, UNE GRANDE PUISSANCE ÉNERGÉTIQUE

Les États-Unis peuvent également compter sur leurs exportations d'énergie. Ils sont redevenus exportateurs nets de pétrole et de gaz quand la zone euro subit de plein fouet la hausse des cours en étant importatrice nette. Les États-Unis ont exporté, en 2022, 10 millions de barils jour quand les États membres de la zone euro en ont importé 8 millions de barils jour. Le solde de la balance commerciale

des États-Unis était, en 2022, positif de 0,5 point de PIB quand celui de la zone euro était déficitaire de 3 points de PIB. Le prix élevé des hydrocarbures pénalise les consommateurs de part et d'autre de l'Atlantique mais avantage les producteurs américains.

LES ÉTATS-UNIS, UNE PUISSANCE TECHNOLOGIQUE

L'économie américaine est mieux positionnée que celle de l'Europe en ce qui concerne les techniques de l'information et de la communication. Les grandes entreprises qui développent l'intelligence artificielle sont majoritairement américaines. Les dépenses de recherche et développement sont plus importantes aux États-Unis qu'en zone euro. Par ailleurs, la population active américaine continue à augmenter à la différence de celle de l'Europe. Enfin, le volume de travail et les gains de productivité y sont plus élevés. Tous ces facteurs devraient contribuer à maintenir un taux de croissance plus élevé aux États-Unis qu'en Europe.

DES FINANCES PUBLIQUES DÉTÉRIORÉES OUTRE-ATLANTIQUE

Parmi les facteurs pouvant contrarier la croissance américaine figure l'importance du déficit public qui conduit à la hausse de la dette publique. Cette dernière peut déboucher sur une hausse des taux longs qui pourraient à terme peser sur l'économie américaine. Les tensions politiques intérieures pourraient, par ailleurs, s'accroître en fonction des résultats des élections prévues en 2024 (Présidentielle et



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Congrès). La multiplication des tensions géopolitiques et, en premier lieu celles avec la Chine, pourrait également freiner l'activité.

La croissance américaine devrait néanmoins rester plus forte en 2024 que celle de la zone euro. Les atouts des États-Unis restent importants et

tendent à se renforcer. L'Union européenne est pénalisée par sa dépendance à l'énergie et par la teneur de ses exportations (biens d'équipements, automobiles). La construction des usines de microprocesseurs et de batteries ne portera ses fruits sur le terrain économique que d'ici quelques années.

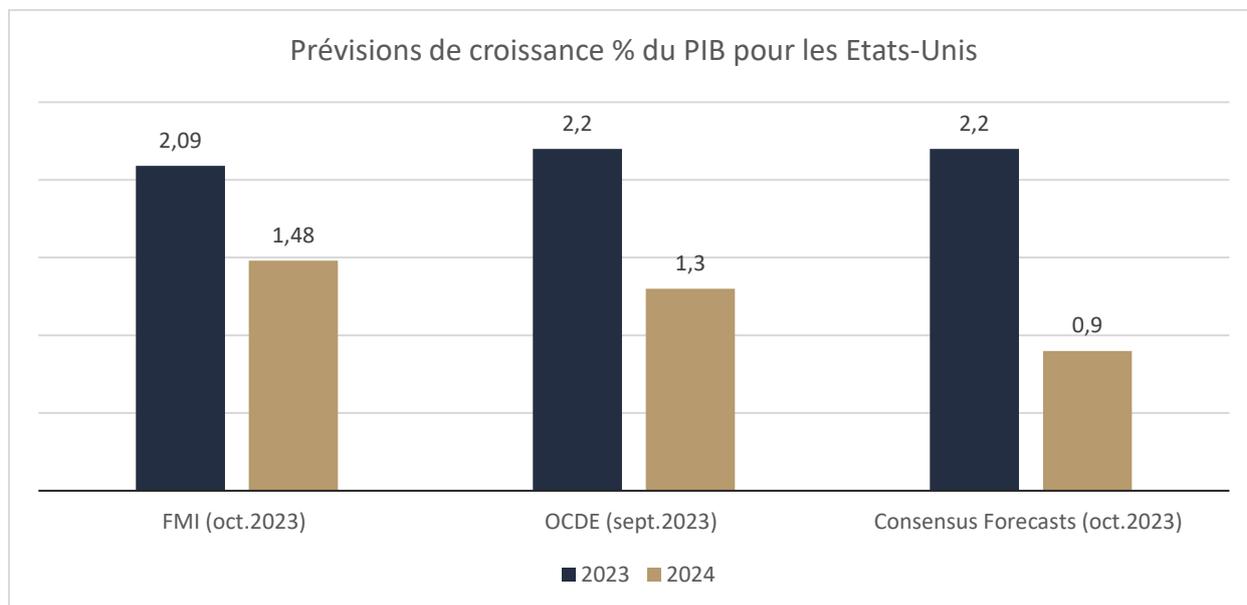
HORIZON FINANCE

ACTIONS AMÉRICAINES OU ACTIONS EUROPÉENNES, FAITES VOTRE CHOIX !

Depuis le début de l'année 2022, les taux d'intérêt sont orientés à la hausse ce qui, traditionnellement, est peu favorable aux actions et à l'immobilier. Si l'année dernière, les indices « actions » ont accusé un fort recul après une année 2021 de fort rebond, ils enregistrent une hausse en 2023. Bien que cette dernière soit atténuée depuis le milieu de l'été par un mouvement de correction. Malgré tout, sur les onze premiers mois de l'année, le gain est de plus de 14 % pour le CAC 40, de plus de 15 % pour le S&P 500 et de plus de 35 % pour le Nasdaq. Les investisseurs ont anticipé une baisse assez rapide de l'inflation et un effet limité de la hausse des taux d'intérêt sur les résultats des entreprises ce qui a conduit à une augmentation, au cours du premier semestre, du cours des actions.

COMPTE TENU DES PRÉVISIONS EN MATIÈRE DE TAUX ET DE CROISSANCE, FAUT-IL ACHETER DES ACTIONS OU OPTER POUR D'AUTRES TYPES DE PLACEMENTS ?

Aux États-Unis, la croissance se montre résiliente à la hausse des taux d'intérêt, aidée en cela par une politique d'inspiration keynésienne se traduisant par un déficit public élevé. La croissance américaine devrait être supérieure à 2 % en 2023. Pour l'année prochaine, les différents instituts de conjoncture prévoient un taux autour de 1 %, sachant que, en règle générale, depuis de nombreuses années, les prévisions américaines sont revues à la hausse en cours d'exercice.



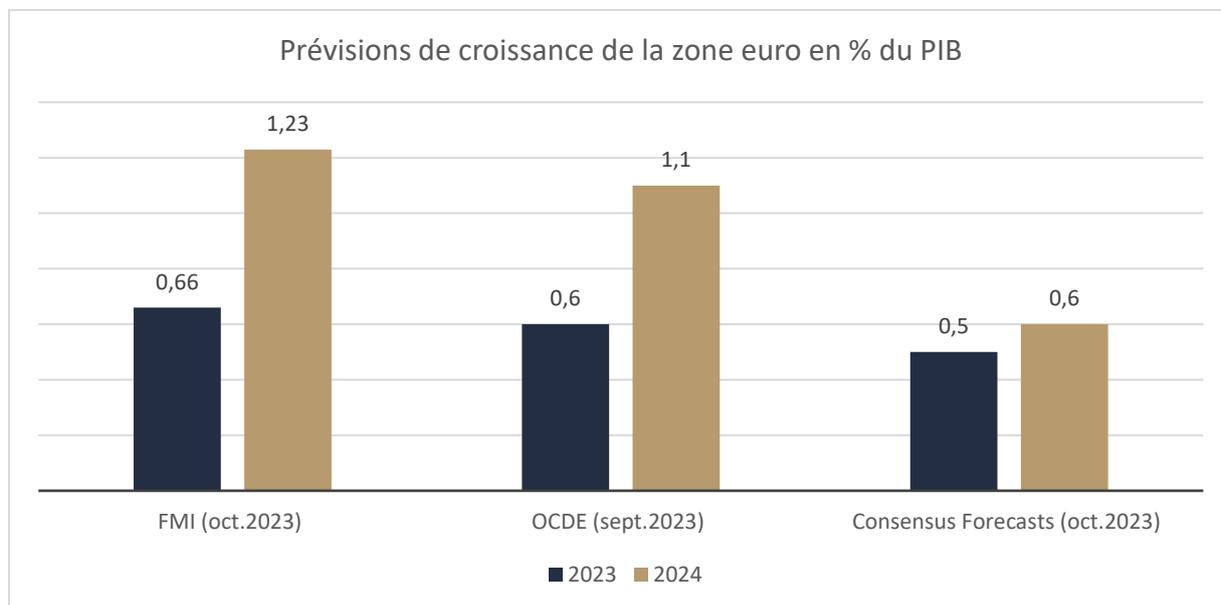
Cercle de l'Épargne – données FMI

Le cycle de hausse des taux directeurs est censé être arrivé à son terme, ou presque. Les États-Unis jouent toujours leur fonction de valeur refuge en période de tensions géopolitiques, ce qui favorise l'arrivée de capitaux étrangers. Les investisseurs ne parient plus sur la poursuite de la hausse des taux des obligations. Ils estiment que le processus de réduction de l'inflation est bien engagé. Le montant des achats d'actions américaines par les non-résidents représente 2 % du PIB soit bien plus que durant la période 2010/2020. Le marché « actions » américain demeure attractif pour les valeurs non technologiques. La valorisation des sept

principales entreprises technologiques (Microsoft, Apple, Google, Amazon, Nvidia, Meta, et Tesla) explique l'essentiel de la hausse du marché américain. Leur valorisation a été multipliée par 15 en quatorze ans. Les autres valeurs américaines ont connu une croissance bien plus faible (+80 %).

FAIBLE CROISSANCE DANS LA ZONE EURO

A la différence des États-Unis, la croissance dans la zone euro sera faible en 2023 comme en 2024. L'Europe est pénalisée par le prix de l'énergie, par la chute des exportations vers la Russie et par la baisse de la productivité par tête.



Cercle de l'Épargne – données FMI

La décrue de l'inflation y est plus lente qu'aux États-Unis. Les taux d'intérêt réels à long terme sont, de ce fait, encore faibles par rapport à sa moyenne historique. Ils se situent autour de 1 % quand, avant 2014, ils se situaient entre 2 et 3 %. Les achats d'obligations par les non-résidents sont faibles voire nuls.

Compte tenu de la situation économique et financière en zone euro, les probabilités de valorisation des actions y sont moindres qu'aux États-Unis (hors valeurs technologiques). Les actions européennes redeviendront attractives quand les taux d'intérêt arrêteront d'augmenter et que les perspectives de croissance

s'amélioreront. La bonne tenue du dollar, en lien avec les entrées de capitaux, joue – pour le moment – en faveur des États-Unis. A contrario, sur moyenne période, l'euro devrait s'apprécier. Dans ce contexte, une entrée en bas de cycle sur les marchés européens est, d'ici quelques mois, envisageable en encaissant des plus-values des valeurs américaines. Aux États-Unis, plusieurs risques doivent être pris en compte : le protectionnisme, le problème récurrent du plafond de dettes et les incertitudes liées aux élections de novembre 2024. Pour la zone euro, l'accès à l'énergie, les divisions internes et le surendettement de certains États (Italie, Espagne, France) sont également des points de vigilance.

TAUX D'INTÉRÊT, LE DÉBUT D'UN NOUVEAU CYCLE ?

Dans les années 2010, des économistes, en particulier ceux de la théorie monétaire moderne, ont souligné que les taux d'intérêt faibles étaient le résultat d'une évolution de long terme. Du XIVe au XXIe siècle, les taux à long terme tendent en effet à décliner passant de 15 à moins de 5 %. En termes réels, la baisse est encore plus marquée. Les économistes en déduisaient que les États devaient s'endetter afin de profiter de la manne des crédits à bas coûts. Depuis le début de l'année 2022, les taux sont orientés à la hausse. Ils sont revenus à leur niveau du début du siècle, ce qui n'est pas exceptionnel au vu de l'inflation. La sensibilité des acteurs économiques a augmenté en raison de la progression impressionnante de leur endettement. Après un an et demi d'augmentation, la question est de savoir quand les taux baisseront-ils ?

Des analystes de Bank of America ont déclaré au mois d'octobre que les taux d'intérêt « sortaient de leur plus bas niveau depuis 5 000 ans ». Les taux sur les obligations d'État à 10 ans s'élevaient à près de 5 % aux États-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni, moins de 3 % en Allemagne et moins de 1 % au Japon. Une augmentation des taux d'intérêt signifie que les emprunteurs devront payer des sommes plus importantes au profit des épargnants qui, ces dernières années, avaient été mis à la diète. Malgré la hausse des taux, le rendement réel de nombreux placements reste négatif. Aux États-Unis, la hausse des taux d'intérêt ne provoque pas, pour le moment, un ralentissement de la

croissance. En rythme annuel, au troisième trimestre, le PIB s'est accru de près de 5 %. Les entreprises, outre-Atlantique, avaient accru leurs liquidités en s'endettant à faible taux avant 2022. Elles peuvent même tirer profit des placements à court terme qu'elles ont réalisés. La banque Goldman Sachs estime que seulement 16 % de la dette des entreprises américaines arrivera à échéance au cours des prochaines années. Son refinancement fera passer le taux d'intérêt moyen sur l'encours total de la dette de 4,2 % cette année à seulement 4,5 % en 2025. Par ailleurs, les entreprises américaines sont moins dépendantes que leurs homologues européennes des crédits bancaires. Les paiements d'intérêts nets par les entreprises américaines ont diminué cette année. La bonne santé américaine s'explique également par l'importance de la cagnotte covid. En septembre, les statisticiens du Bureau du recensement américain ont révisé à la hausse l'estimation de l'épargne accumulée pendant la pandémie. Les ménages américains disposent encore de 1 000 milliards de dollars de liquidités ce qui représente 5 % de leur revenu disponible annuel.

Aux États-Unis, en revanche, les petites entreprises sont plus exposées en ayant généralement souscrits à des prêts sur des durées plus courtes que ceux des grandes entreprises. En Europe, le ralentissement de la croissance met en difficulté des entreprises qui ont recouru avant, pendant et après la crise sanitaire à l'endettement. L'exposition à la hausse des taux est élevée dans



plusieurs pays européens. Fin 2021, la maturité médiane des dettes des entreprises espagnoles et italiennes n'était respectivement que de 2,6 ans et 2,1 ans. En Suède, où la dette des entreprises représente 155 % du PIB, le taux d'intérêt effectif moyen sur les prêts bancaires aux entreprises est passé de 1,5 % à 3,9 % entre 2022 et 2023. Ce taux continuera d'augmenter dans les prochains mois. En septembre, le nombre de faillites des entreprises était, en zone euro, supérieur de 14 % à celui constaté an plus tôt.

Au cours des années 2010, les entreprises ont emprunté fortement. Les sociétés non financières américaines ont ainsi émis pour 4 100 milliards de dollars nets de dettes. Dans le même temps, elles ont distribué sous forme de dividendes ou de rachats d'actions pour 3 200 milliards de dollars. Au sein de l'OCDE, la dette des entreprises représente, selon les données du FMI, en 2023 près de 95 % du PIB, contre moins de 80 % au milieu des années 2000. La hausse des taux devrait conduire à un ralentissement de l'endettement et donc de l'investissement ce qui pourrait peser sur la croissance.

Les ménages qui se sont endettés à taux fixe avant 2021, très majoritaires au sein de l'OCDE, ne sont pas touchés par la hausse des taux. Si leurs rémunérations augmentent, ils sont même gagnants. En revanche, cette hausse pénalise les nouveaux acquéreurs d'autant plus que les prix des logements ont peu baissé au regard des hausses enregistrées depuis une vingtaine d'années. Aux États-Unis, l'augmentation des taux hypothécaire

est forte. Selon Mortgage News Daily, un fournisseur de données, le prêt hypothécaire moyen à 30 ans outre-Atlantique était assorti d'un taux de 8 % pour la première fois depuis 2000. De 2021 à 2022, le coût mensuel de remboursement pour un ménage américain a pu doubler. La hausse des taux d'intérêt, même si elle se fait attendre, devrait conduire à une diminution sensible du prix des logements. Selon la Banque des règlements internationaux, les prix réels de l'immobilier ont, dans douze États membres de l'OCDE, baissé de 10 % entre le début de 2022 et le deuxième trimestre de 2023. D'ici 2025, une nouvelle baisse de 14 % pourrait intervenir. Certains envisagent même une contraction de 35 %. Entre 2007 et 2010, lors de la crise financière, la baisse avait été de 13 % au sein de l'OCDE. Plusieurs facteurs pourraient néanmoins atténuer le caractère baissier du marché immobilier. Compte tenu des mouvements de population, le marché immobilier se caractérise par la persistance de nombreux déséquilibres. Les ménages souhaitent en effet habiter au sein des grandes agglomérations ou à proximité du littoral. La multiplication des divorces et des familles monoparentales conduit également à une demande accrue de logements.

Sur le terrain financier, la hausse rapide des taux d'intérêt a conduit à quelques tensions mettant en difficulté plusieurs banques aux États-Unis. Les banques qui possèdent de nombreuses obligations acquises quand les taux étaient bas ont enregistré d'importantes moins-values. La hausse du rendement des bons du Trésor à dix ans, passé de



1,5 % fin 2021 à environ 3,5 % un an plus tard, a généré une moins-value de 600 milliards de dollars aux banques américaines. Pour endiguer cette crise obligataire, la Réserve fédérale a proposé de prêter aux banques à la valeur nominale, plutôt qu'à la valeur marchande de leurs bons du Trésor, allégeant ainsi la pression sur leur bilan. Compte tenu de la forte croissance de l'économie américaine, les banques pourraient se trouver en manque de liquidités les contraignant à vendre à perte leurs obligations. Cette situation pourrait créer de nouvelles tensions dans les prochains mois d'autant que les prêts de la FED arriveront à échéance.

Selon une étude réalisée par les économistes, Erica Jiang, Gregor Matvos, Tomasz Piskorski et Amit Seru, si toutes les pertes obligataires non comptabilisées étaient pleinement reprises dans les bilans, la moitié des banques américaines, détenant environ la moitié de tous les actifs bancaires, ne respecteraient pas leur capital réglementaire minimum et seraient potentiellement insolvables. Le risque semble se diffuser dans l'ensemble des banques américaines. Il n'est plus cantonné, comme au printemps, aux seuls petites établissements. Parmi les 2 500 milliards de dollars de moins-values potentielles, environ les deux tiers concernent des banques jugées systémiques. Les prêts immobiliers commerciaux constituent une menace. Ils représentent environ un dixième des actifs bancaires. Or, depuis le covid, avec le développement du télétravail, et avec la hausse des taux d'intérêt, la valeur des immeubles de bureaux est orientée à la baisse. Les faillites

d'entreprises en augmentation provoquent des défauts au niveau des remboursements. Ces défauts peuvent concerner non seulement les banques mais également des institutions financières comme les fonds de pension qui ont racheté, ces dernières années, de nombreux prêts.

L'augmentation des taux d'intérêt touche en premier lieu les États qui n'en finissent pas de s'endetter. Le niveau de la dette publique bat records sur records. En 2009, après la crise financière, il se situait déjà au-dessus de son niveau de 1946. Depuis la pandémie, les dettes publiques auraient, selon The Economist, atteint un niveau inconnu depuis les guerres napoléoniennes. Les taux bas ont incité, durant les années 2010, les États à s'endetter. Le retournement des taux a changé la donne. La soutenabilité des dettes massives ne dépend pas seulement des taux d'intérêt, mais aussi de la manière dont ces taux se comparent à la croissance économique. Le scénario catastrophique serait la poursuite de la hausse des taux combiné avec une récession généralisée. En octobre, le FMI prévoyait que, entre 2023 et 2028, le taux de croissance économique des économies de l'OCDE continuerait de dépasser de 1,4 point de pourcentage en moyenne le taux d'intérêt payé par leurs gouvernements sur leurs dettes, malgré les récentes hausses de taux, ce qui rend la situation supportable. Mais le ratio dette/PIB continue à augmenter car de nombreux gouvernements maintiennent des déficits publics élevés. Les États-Unis et la France pratiquent des politiques d'inspiration keynésienne. Le déficit



public des premiers atteint 7,5 % du PIB et celui de la seconde 5 %. Des déficits aussi élevés ne sont généralement observés que pendant les guerres ou les récessions catastrophiques. À l'exception de l'Allemagne, du Japon, du Canada ou des Pays-Bas, dans les autres pays de l'OCDE, des mesures d'assainissement sont nécessaires pour empêcher, à terme, un emballement des dettes publiques. Les États-Unis devraient réduire leur déficit budgétaire primaire – c'est-à-dire le déficit hors intérêts sur la dette – de 2,4 % du PIB. Or, la transition énergétique et le vieillissement sont des postes de dépenses de plus en plus importants tout comme le souverainisme économique. Le FMI estime que la facture annuelle de la lutte contre le réchauffement climatique, de l'effort supplémentaire de défense provoqué par la multiplication des tensions géopolitiques et du vieillissement démographique pourrait atteindre 7,5 % du PIB pour les pays de l'OCDE. Les rendements à dix ans sont désormais supérieurs aux estimations plausibles de croissance à long terme dans la plupart des économies riches. Le service de la dette des États devrait progresser plus vite que les ressources fiscales, contraignant à des arbitrages budgétaires sensibles.

La crise financière n'est pas une fatalité. Une augmentation du taux de croissance sur fond d'une progression du volume du travail constitue une première solution. La seconde repose sur un relèvement du taux d'épargne. Plus l'épargne est abondante, moins les taux sont susceptibles d'augmenter. Les taux d'intérêt sont, en effet, déterminés

à long terme par l'équilibre entre le désir mondial d'épargner et d'investir. Le vieillissement de la population est un facteur favorable à l'épargne, les ménages mettant de l'argent de côté pour préparer leur retraite. En revanche, ce vieillissement tend à peser défavorablement sur la croissance et serait un des moteurs de la « stagnation séculaire », thèse des économistes Alvin Hansen et Larry Summers. La hausse des taux à long terme peut anticiper celle de la croissance. Les investisseurs acceptent des taux plus élevés car ils estiment que, dans les prochaines années, ils pourront vendre plus tout en obtenant des gains de productivité. Sur longue période, croissance et taux d'intérêt sont intimement liés. Les espoirs mis dans l'intelligence artificielle conduisent ainsi à une hausse des taux, ce qui expliquerait pourquoi leur hausse n'a pas entraîné, pour le moment, une forte chute des marchés boursiers. En théorie, des rendements obligataires plus élevés devraient réduire la valeur des bénéfices futurs des entreprises et donc la valeur des actions. Mais les perspectives de profits liés à la haute technologie compensent l'effet taux. Grâce à l'intelligence artificielle, la valeur des grandes entreprises technologiques comme Microsoft ou Nvidia ont fortement augmenté. Le maintien d'une forte croissance aux États-Unis, alimentée au troisième trimestre par d'importants gains de productivité, semble donner raison aux optimistes. L'augmentation des taux offre, par ailleurs, quelques avantages, en stimulant la concurrence et en régénérant la « destruction créatrice ». L'ère des taux bas des années 2010



aurait rendu l'économie moins dynamique. Des entreprises à faible rentabilité ont pu se maintenir. Appelées « entreprises zombies », elles sont aujourd'hui confrontées à des charges d'intérêts croissantes qui peuvent les amener à la faillite, ce qui permet le renouvellement du tissu productif.

Depuis une trentaine d'années, tous les agents économiques, ménages, entreprises, administrations publiques, ont accru leur niveau d'endettement, ce qui conduit naturellement à une hausse des taux d'intérêt. Selon les économistes Larry Summers et Lukasz Rachel, une augmentation de dix points de pourcentage de la dette par rapport au PIB s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt de 0,35 point de pourcentage à long terme et chaque point de pourcentage d'augmentation des déficits augmente les taux d'un montant similaire. En vertu de cette règle, les taux devraient donc rester élevés dans les prochaines années. Avec une dette publique en forte progression, l'économie mondiale devra faire face à des taux d'intérêt plus élevés et à une croissance plus faible. Selon Maurice Obstfeld du Peterson Institute for International Economics, la situation

n'est pas tenable. Il a ainsi déclaré que « *quelque chose doit céder, qu'il s'agisse d'une politique budgétaire plus restrictive ou d'une sorte de crise de la dette* ». Au-delà d'une crise budgétaire, la résolution des tensions pourrait passer par une inflation persistante et élevée qui érodera la valeur réelle des dettes publiques, comme cela s'est produit dans le passé après des guerres ou des crises économiques. En cas d'épisodes inflationnistes, les taux d'intérêt nominaux demeurent élevés mais les taux d'intérêt réels tendent à diminuer. L'autre voie serait un long hiver économique marqué par une stagnation de la croissance. Les tensions sociales résultant de l'absence de croissance pourraient déboucher sur des politiques non-coopératives au niveau mondial avec des risques de conflits militaires comme dans les années 1930. L'investisseur Bill Ackman de Pershing Square Capital estime que la croissance de l'économie mondiale diminue plus rapidement que les données statistiques et prédit une forte crise. Le ralentissement du commerce international est un signe inquiétant de repli des États suggérant qu'un nouveau cycle économique commence, cycle porteur de nombreux dangers.

HORIZON LOINTAIN

ÉCONOMIE DE GUERRE, VOUS AVEZ DIT ÉCONOMIE DE GUERRE ?

Depuis le début de l'épidémie de covid, les gouvernements mettent en avant que nous sommes passés en situation d'économie de guerre. Que ce soit face au virus du covid ou au nom de la transition énergétique, les pouvoirs publics entendent planifier l'usage des ressources en fonction d'objectifs qu'ils ont au préalable fixés. Ils souhaitent orienter le comportement des agents économiques et orienter les flux de capitaux.

L'économie de guerre telle qu'elle a été connue durant les deux derniers conflits mondiaux, vise à affecter le plus de ressources disponibles à l'effort de guerre. Les entreprises et les actifs sont mis en demeure de servir cet effort. Les règles de l'économie de marché sont suspendues, notamment celle relative à la libre fixation des prix par la confrontation de l'offre et de la demande. L'économie de guerre est une économie administrée. Les mécanismes habituels d'allocation des ressources (travail, équipements, matières premières) sont abandonnés au profit de mécanismes de planification et de rationnement de la consommation privée. Les objectifs habituels des politiques économiques (inflation faible, limitation des déficits publics et de l'endettement) sont abandonnés au profit d'un seul objectif : la victoire militaire. L'épargne est forcée, à travers une diminution de la consommation et le lancement d'emprunts obligatoires. Les taux d'intérêt réels sont maintenus à un

niveau extrêmement bas voire deviennent négatifs afin de réduire le coût de l'endettement.

Le renouveau de l'économie de guerre est né de l'épidémie de covid qui a amené les pouvoirs publics à organiser la diffusion des masques, à opérer, en urgence, les populations et à subvenir aux moyens de celles-ci pendant les confinements. Avec l'arrêt des importations de gaz et de pétrole en provenance de Russie, la guerre en Ukraine a amené les gouvernements à mettre en place des plans d'accès à l'énergie et à compenser les effets de la hausse des prix du pétrole et gaz pour les entreprises ainsi que pour les ménages.

Pour de nombreux gouvernements, la transition énergétique justifie la mise en place d'une économie administrée avec la mise entre parenthèses des lois du marché. Les investissements nécessaires à la réduction des émissions des gaz à effet de serre devraient atteindre plus de 4 points de PIB par an jusqu'au milieu du siècle. Le développement des énergies renouvelables – solaire et éolien – la création d'une filière d'hydrogène vert, la mise en place de capacité de stockage d'énergie, la construction d'usines de batteries, la modification des processus de production, la rénovation des logements, etc. se traduisent par un interventionnisme sans précédent en période de paix. Les gouvernements estiment que la réussite de la transition



énergétique passe par une modification des mécanismes d'allocation des ressources et un changement des comportements.

La transition énergétique exige la mobilisation de capitaux, ce qui suppose une orientation ciblée de l'épargne. En générant des hausses de prix, elle nécessite l'instauration de compensations en faveur, par exemple, des ménages les plus modestes ou des entreprises les plus touchées.

L'interventionnisme des États ne peut que se traduire par une augmentation des déficits publics et de l'endettement. Est-il possible dans ces conditions de maintenir des règles de maîtrise des déficits publics au sein de l'Union européenne ? L'augmentation de l'endettement pose le problème de sa soutenabilité. Les banques centrales risquent d'être contraintes de revenir rapidement à une politique monétaire expansive. Or, celle-ci est source

d'inflation. Par ricochet, les pouvoirs publics pourraient être conduits à fixer un nombre croissant de prix pour tenter de limiter l'inflation.

Pour le moment, les économies occidentales demeurent régies par les règles du marché. Les gouvernements préfèrent l'adoption de mesures de soutien temporaires (chèque énergie, aides aux entreprises, etc.) ou de mesures d'incitation (bonus/malus) que de passer à un système totalement administré. Les gouvernements essaient de réduire les déficits publics et de maîtriser la dette publique. La lutte contre l'inflation est jugée prioritaire. À cette fin, les gouvernements acceptent une hausse des taux d'intérêt. Dans les prochaines années, la question sera celle de la soutenabilité de la dette. Afin d'éviter une tension sur les taux d'intérêt, la mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes sera sans nul doute nécessaire tout comme un recours aux prélèvements obligatoires.

COMMENT ÊTRE INTELLIGENT FACE À L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

L'intelligence artificielle (IA) apparaît aux yeux des gouvernements, des investisseurs, et des entreprises comme une nouvelle terre promise. Preuve de l'importance du sujet, le gouvernement britannique a décidé de réunir une centaine de dirigeants mondiaux à Londres, dans le même immeuble que celui occupé, durant la Seconde Guerre mondiale, par l'équipe d'Alan Turing qui a travaillé sur le premier ordinateur numérique programmable. L'objectif de cette réunion est de déterminer comment rendre l'intelligence artificielle utile pour la société.

Tous les États ou les organisations internationales essaient tout à la fois de favoriser le développement de l'intelligence artificielle et de la réguler. La commission Bruxelles tente de finaliser une directive de l'Union européenne d'ici la fin de l'année. L'administration américaine devrait prochainement publier un texte réglementaire sur l'intelligence artificielle. Le G7 a publié, fin octobre, un projet de code de conduite pour les entreprises. Le texte contient 11 recommandations non contraignantes en faveur d'une IA « sûre, sécurisée et digne

de confiance ». Le G7 estime que l'IA est une source potentielle de dangers. Elle faciliterait le développement des armes chimiques, biologiques et nucléaires en « abaissant les barrières à l'entrée, y compris pour des acteurs non étatiques ». L'IA pourrait être utilisée pour mener des cyberattaques, ou pour prendre le contrôle sur des infrastructures critique. Le G7 a également souligné que l'IA est porteuse de risques sociétaux et politiques : biais algorithmiques potentiellement discriminants, piratage de données personnelles, désinformation. Le G7 recommande des tests systématiques des modèles d'IA avant leur arrivée sur le marché, le lancement de compétitions pour encourager la découverte de failles par des tiers, rapports de transparence, la mise en place d'outils de sécurité robustes.

De son côté, la Chine a présenté le 18 octobre dernier une « Initiative mondiale pour la gouvernance de l'intelligence artificielle » visant à concurrencer le code du G7. La régulation réglementaire masque des tentations protectionnistes. Elle est l'expression de la rivalité croissante des trois grandes zones économiques que sont les États-Unis, la Chine et l'Union européenne. Le Royaume-Uni entend jouer un rôle de flibustier en créant un cadre relativement ouvert. Les États-Unis estiment que les Britanniques sont complaisants à l'égard de la Chine.

Si autrefois, les entreprises de la haute technologie étaient opposées à toute régulation, elles se montrent, avec l'IA, plus enclines à l'accepter. Alphabet et Microsoft, craignent qu'une concurrence

effrénée ne remette en cause leur plan d'investissement et leur rentabilité.

L'élaboration d'un cadre réglementaire est complexe car l'IA est en plein essor avec des innovations présentées de manière quotidienne. Les prévisions sont difficiles à réaliser. Des voies peuvent être ouvertes et refermées rapidement faute de réel intérêt. Certains dangers sont explicitement soulignés mais ne sont pas obligatoirement nouveaux. Lors d'une audition au Sénat à Washington en juillet, Dario Amodei, directeur général d'Anthropic, a averti que les modèles d'IA seront en mesure de fournir dans quelques années toutes les informations nécessaires à la fabrication d'armes biologiques, permettant ainsi à « beaucoup plus d'acteurs de mener des attaques biologiques à grande échelle ». Ces informations circulent déjà sur la toile, l'IA permettra simplement de gagner du temps. La question se pose également pour les armes nucléaires et cyberarmes. La désinformation est pointée du doigt parmi les menaces. ChatGPT est capable de générer des textes pouvant créer de la confusion chez les électeurs. Toujours lors d'une audience au Sénat, Gary Marcus, un sceptique notoire à l'égard de l'IA, a ouvert son témoignage avec un extrait d'actualité rédigé par GPT-4 d'Openai qui affirmait de manière convaincante que certaines parties du Congrès étaient « *secrètement manipulées par des entités extraterrestres* ». La création de fausses vidéos serait devenue un jeu d'enfant. Pour éviter l'utilisation abusive de l'IA, Microsoft a réclamé un régime de licence obligeant les entreprises à enregistrer les modèles dépassant certains seuils de performance. D'autres propositions



incluent le contrôle de la vente de puces puissantes utilisées pour former les logiciels de langage et l'obligation pour les entreprises de cloud computing d'informer les autorités quand des clients développent des modèles pionniers. Les entreprises, dans leur majorité, conviennent que ce sont les applications plutôt que les modèles eux-mêmes qui devraient être réglementées. Une réglementation fondée sur l'utilisation permettrait d'exploiter le cadre des lois existantes. Les développeurs d'IA y sont favorables, considérant que des règles plus larges et plus intrusives ralentiraient l'innovation. L'Union Européenne estime néanmoins qu'au-delà des applications, les modèles eux-mêmes devraient être surveillés. Le Parlement européen souhaite que les modélistes évaluent les conséquences de leur technologie dans tous les domaines, de la santé aux droits de l'humain. Il insiste pour obtenir des informations sur les données sur lesquelles les modèles sont formés. Le Canada a présenté un cadre plus stricte avec le projet de Loi sur l'intelligence artificielle et les données (LIAD). Le Brésil réfléchit également à une législation assez stricte. Aux États-Unis, l'administration de Joe Biden évolue sur

le sujet. Tout comme la Grande-Bretagne, elle pourrait revoir son approche non interventionniste.

Un cadre plus contraignant constituerait un changement de cap par rapport aux nouvelles technologies. Le principe de précaution deviendrait de mise. Les entreprises devraient faire tester leurs modèles en interne et en externe avant leur publication et partager des informations sur la manière dont elles gèrent les risques liés à l'intelligence artificielle.

Pour la régulation de l'intelligence artificielle, les États-Unis et la Grande-Bretagne considèrent que les agences gouvernementales ou les autorités administratives indépendantes existantes suffisent quand l'Union européenne souhaite en créer une nouvelle. Des dirigeants du secteur technologique appellent à la création d'un organisme international semblable au Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), créé en 1988 sous l'égide de l'Organisation météorologique mondiale (OMM) et du Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE).

POINTS DE REPÈRE

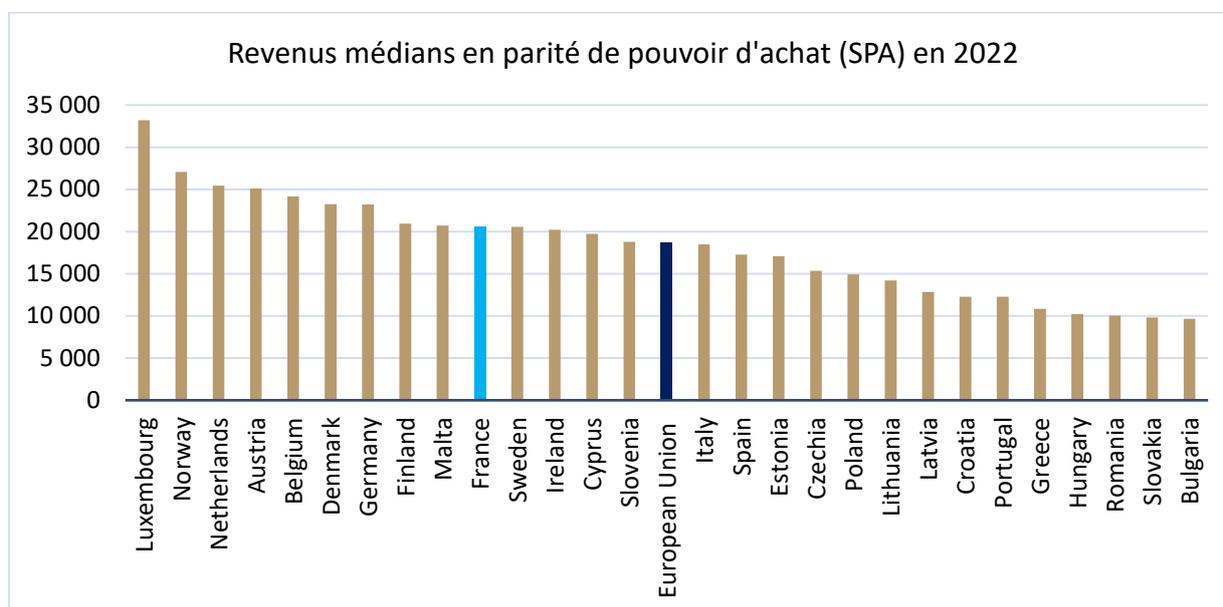
NIVEAU DE VIE, LA FRANCE DANS LA MOYENNE

En 2022, le revenu disponible équivalent médian dans l'Union Européenne (UE) était, selon Eurostat, de 18 706 euros en standards de pouvoir d'achat (SPA) par habitant, contre 18 011 euros en 2021.

Les pays de l'UE ayant les revenus disponibles médians les plus élevés en 2022 étaient le Luxembourg (33 214), les Pays-Bas (25 437), l'Autriche (25 119 euros) et la Belgique (24 142). Les pays ayant les revenus disponibles médians les plus faibles en parité de pouvoir d'achat sont la Bulgarie (9 671),

la Slovaquie (9 826), la Roumanie (10 033) et la Hongrie (10 217). La France se classe en 9^e position (10^e en prenant en compte la Norvège non-membre de l'Union avec des revenus médians de 20 575 euros par personne.

Le revenu disponible équivalent médian, exprimé en SPA, tient compte de la répartition des revenus ainsi que de la taille et de la composition des ménages. L'unité SPA prend en compte les variations du niveau des prix, garantissant ainsi la comparabilité entre les pays.



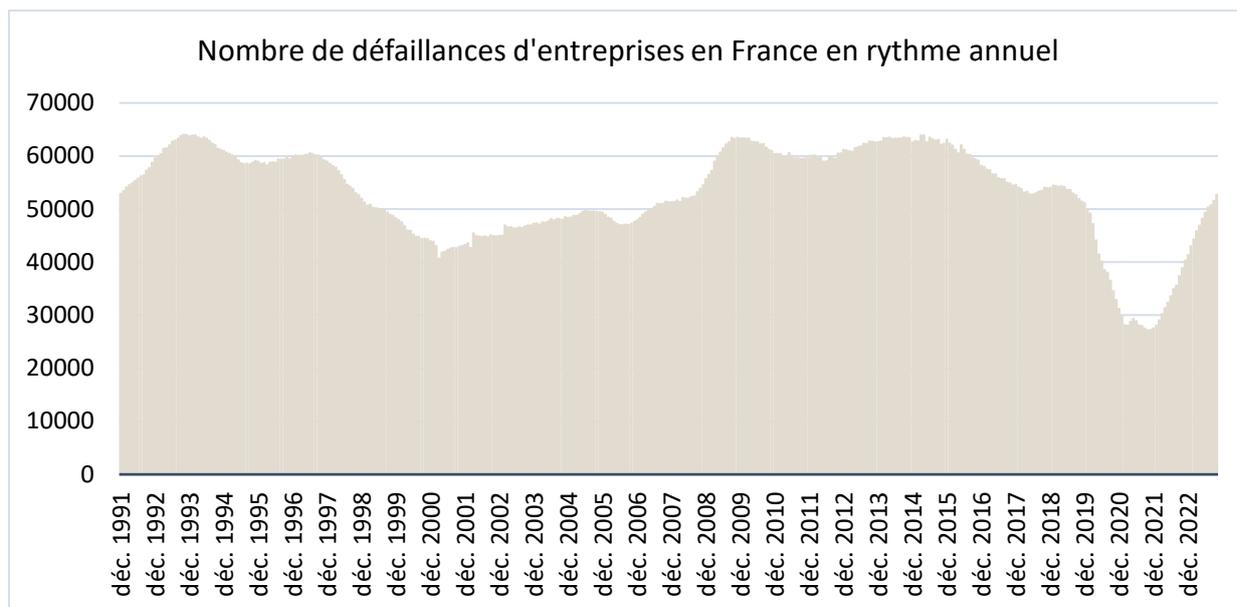
Cercle de l'Épargne - données Eurostat



REMONTÉE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISE EN FRANCE

À partir de la crise sanitaire, le nombre de faillites, en France, chute fortement avec un point bas atteint en octobre avec 27 222 faillites en rythme annuel. Le nombre de défaillances remonte assez rapidement depuis le mois de mars 2022 pour s'élever 52 695 en octobre 2023. Le nombre de défaillances sur un an demeure sensiblement inférieur au niveau moyen enregistré sur la période 2010-2019 (59 342), avant la pandémie de COVID-19.

Un mouvement de rattrapage est en cours. Des entreprises dites "zombies" qui auraient dû faire faillite en 2020 et 2021 ont pu survivre grâce aux mesures de soutien. Avec la fin de la politique de soutien, ces entreprises sont contraintes au dépôt de bilan. Tous les secteurs de l'économie sont concernés. Si ce processus s'observe également pour toutes les tailles d'entreprises, il reste de moindre ampleur pour les microentreprises.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France



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 % novembre 2023	3,8	3,0	1,9	3,5	2,9
Taux de chômage En % octobre 2023	7,3	3,1	7,8	12,0	6,5
Durée annuelle du Travail (2022)	1493,7	1337,9	1696,5	1643,6	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2022)* en %	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
Dépenses publiques En % du PIB 2022	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
Solde public En % du PIB 2022	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
Balance des paiements courants En % du PIB - 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 (1/12/23)	2,998	2,430	4,177	3,431	-

*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



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

		Résultats - novembre 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	30 novembre 2023	7 310,77
	Évolution en novembre 2023	+7,12 %
	Évolution sur 12 mois	+8,49 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	30 novembre 2023	16 215,43
	Évolution en novembre 2023	+12,21 %
	Évolution sur 12 mois	+10,65 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	30 novembre 2023	7 453,75
	Évolution en novembre 2023	+1,66 %
	Évolution sur 12 mois	-1,64 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	30 novembre 2023	4 382,47
	Évolution en novembre 2023	+8,82 %
	Évolution sur 12 mois	+10,57 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	30 novembre 2023	35 950,89
	Évolution en novembre 2023	+8,74 %
	Évolution sur 12 mois	+3,52 %
Nasdaq	30 décembre 2022	10 466,48
	30 novembre 2023	14 226,22
	Évolution en novembre 2023	+11,23 %
	Évolution sur 12 mois	+24,05 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	30 novembre 2023	4 567,80
	Évolution en novembre 2023	+9,62 %
	Évolution sur 12 mois	+11,95 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	30 novembre 2023	33 486,89
	Évolution en novembre 2023	+9,09 %
	Évolution sur 12 mois	+19,73 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	30 novembre 2023	3 029,67
	Évolution en novembre 2023	+0,27 %
	Évolution sur 12 mois	+3,86 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1,0697
	30 novembre 2023	1,0904
	Évolution en novembre 2023	+2,77 %
	Évolution sur 12 mois	+4,80 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	30 novembre 2023	2 039,75
	Évolution en novembre 2023	+2,05 %
	Évolution sur 12 mois	+15,18 %



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