N°180
Janvier
2024

LA LETTRE ÉCO
THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS 2
« 2024, année capitale » 2
HORIZON FRANCE 4
France, pas de rebond à attendre ! 4
de Valéry Giscard d'Estaing à Emmanuel Macron, le chemin de croix des finances publiques en France 8
HORIZON EXTÉRIEUR 12
Les États-Unis, les grands gagnants de la guerre en Ukraine ? 12
Chine, quand tout se complique ! 13
Russie, la résilience toujours au rendez-vous 15
HORIZON FINANCE 17
Hausse des taux d'intérêt et valorisation des actifs, des relations contrariées 17
Quand les États-Unis se nourrissent des flux de capitaux internationaux ! 19
HORIZON LOINTAIN 20
Quand il n'y a de richesses que dans l'homme et la femme 20
Fin de partie pour la mondialisation ? 23
POINTS DE REPÈRE 25
Recherche & Développement, la France un cran en-dessous 25
Des coûts de financement en hausse pour les entreprises en France 26
Les statistiques économiques 28
Tableau de bord des marchés financiers 29

Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

« 2024, ANNÉE CAPITALE »

En 2023, la fragmentation du monde s'est accentuée. Le bloc des pays émergents constitué autour de la Chine, la Russie et l'Inde poursuit son ascension économique. Les pays occidentaux sont confrontés à un recul de leur poids relatif, recul surtout dû à l'Europe qui doit faire face à une série de problèmes majeurs. Le Vieux continent apparaît fragilisé par sa forte dépendance énergétique, par son absence sur le terrain des technologies de l'information et de la communication et par sa désindustrialisation. Même l'Allemagne qui a longtemps été considérée comme un modèle doit revoir en urgence son paradigme en raison de l'augmentation du prix de l'énergie et de la nécessité de décarboner sa production. Les États-Unis apparaissent, dans l'ensemble occidental, comme les gagnants avec une croissance qui demeure forte, en grande partie alimentée par un imposant déficit public et par les exportations d'hydrocarbures. La croissance américaine est également liée au rôle joué par le dollar à l'échelle internationale. De son côté, la Russie qui devait sombrer avec la multiplication des sanctions a bénéficié d'une croissance élevée en 2023, prouvant la résilience de son économie et sa santé financière.

Si 2023 a été marquée par la lutte contre l'inflation, 2024 pourrait s'avérer cruciale en matière géopolitique. Dans plusieurs grands pays (Russie, Inde, Royaume-Uni, et États-Unis) des élections nationales sont attendues. En fonction des résultats, le cours de l'histoire peut changer. Les États-Unis pourraient être tentés par un puissant isolationnisme. À ce titre, leurs relations avec l'Europe pourraient fortement évoluer. L'Inde qui est devenue la première puissance démographique mondiale et dont la croissance est désormais supérieure à celle de la Chine devrait bientôt occuper la troisième place au sein des puissances économiques. Son rôle sur la scène internationale devrait s'affirmer. En 2024, la question palestinienne devrait rester d'une profonde acuité avec certainement une implication plus importante des pays du Golfe. De son côté l'Union européenne élira, cette année, son Parlement et un nouvelle Commission sera composée. Celle-ci devrait proposer aux États membres des solutions pour échapper à une morne stagnation économique qui met mal son unité et celle des États membres. Les tensions internes se multiplient. L'immigration, l'aide à l'Ukraine, les règles budgétaires, l'effort de défense, ou encore la transition énergétique sont autant de sujets de conflits et de divisions. Les élections européennes, à défaut de trancher tous ces problèmes, donnera néanmoins l'occasion d'en débattre, du moins il faut l'espérer.

2024 sera, par ailleurs, une année capitale pour la France avec l'organisation des Jeux Olympiques, cent ans après la dernière édition ayant eu lieu à Paris. Les Jeux sont une occasion unique de montrer au monde entier les atouts sportifs, culturels et économiques d'un pays. Au-delà des polémiques, cet évènement devrait dans les prochaines années générer de belles retombées.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

FRANCE, PAS DE REBOND À ATTENDRE !

Après un premier semestre correct, le PIB a connu un léger repli au troisième trimestre (-0,1 %). Selon la Banque de France, le PIB progresserait à un rythme de +0,1 % au quatrième trimestre, grâce aux services marchands. La France éviterait ainsi la récession. Sur l'ensemble de l'année 2023, la croissance serait de 0,8 %. En 2024, la croissance du PIB devrait rester à 0,9 %, mais pourrait être davantage tirée par la demande intérieure qu'en 2023, tandis que la contribution du solde extérieur deviendrait légèrement négative. La consommation des ménages serait portée par les gains de pouvoir d'achat bien qu'un peu pénalisée par la légère remontée du taux de chômage. En 2025, la croissance du PIB augmenterait légèrement pour atteindre 1,3 %. La consommation continuerait à soutenir la croissance du PIB. La contribution de l'investissement redeviendrait positive à la croissance (à 0,2 pp, après -0,2 pp en 2024). L'impact négatif des hausses de taux d'intérêt sur l'investissement privé commencerait à se réduire en 2025. En 2026, la Banque de France prévoit une croissance du PIB de 1,6 % en moyenne annuelle, soit un rythme supérieur à la croissance potentielle. Les économistes de la banque centrale estiment que les effets récessifs liés à l'augmentation des prix de l'énergie s'atténueraient. Le taux d'épargne est attendu également en baisse, ce qui favoriserait la consommation.

UN RETOUR DE L'INFLATION DANS SA ZONE CIBLE

Mesurée ici par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation est passée de 7,3 % en glissement annuel en février à 3,9 % en novembre 2023. Cette baisse s'explique par le recul de l'inflation de l'alimentation et des produits manufacturés. De son côté, la hausse sur un an des prix des services s'est maintenue autour de 4,0 % depuis février, traduisant en particulier la diffusion progressive des revalorisations du Smic et des salaires négociés au niveau des branches d'activité. En novembre, l'inflation dans les services a reculé à 3,2 %. Sur l'ensemble de l'année 2023, l'inflation totale s'établirait à 5,7 % en moyenne annuelle, et l'inflation hors énergie et alimentation à 4,0 %. Le glissement annuel de l'indice IPCH total s'élèverait à 4,2 % au quatrième trimestre 2023, et à 3,2 % pour l'indice IPCH hors énergie et alimentation (contre respectivement 7,0 % et 4,2 % un an plus tôt).

En 2024, l'inflation totale reculerait à 2,5 % et l'inflation hors énergie et alimentation diminuerait plus lentement à 2,8 %. La modération des hausses de prix de l'alimentation se poursuivrait en lien avec la moindre progression des prix de production agroalimentaires observée depuis plusieurs mois, dans l'hypothèse que les révisions de prix discutées dans le cadre des prochaines

négociations commerciales s'achevant fin janvier 2024 restent contenues. Malgré les tensions géopolitiques au Proche-Orient, les prix de l'énergie ne devraient pas s'accroître. Les augmentations des prix des produits manufacturés s'amenuisent nettement dans le sillage des prix de production, qui ralentissent depuis le début de l'année. L'inflation hors énergie et alimentation serait ainsi essentiellement tirée par la composante services, sous l'effet des hausses retardées des salaires.

En 2025 et 2026, sous le double effet de la poursuite de la normalisation des prix des matières premières alimentaires et énergétiques, mais aussi de l'impact retardé du resserrement passé de la politique monétaire sur l'inflation hors énergie et alimentation, l'inflation totale s'élèverait respectivement à 1,8 % et 1,7 %. L'inflation hors énergie et alimentation serait de 2,2 % et 1,9 %, sans tension sur l'offre à ce stade du cycle économique.

Salaire, une atténuation des hausses

Le rythme d'augmentation sur un an des salaires nominaux pourrait avoir passé son pic du premier semestre 2023. Les augmentations de salaires résultent des revalorisations encore importantes du Smic et des minima de branche ainsi que les versements de la prime de partage de la valeur (PPV). En 2024, une modération est attendue avec le recul de l'inflation et de moindres versements de PPV, pénalisées par le changement de fiscalité qui entrera en vigueur au 1er janvier prochain. Pour l'ensemble des salariés, la PPV restera exonérée de cotisations sociales mais ne sera plus exonérée de l'impôt sur le revenu (IR), de la CSG et de la CRDS. La croissance du salaire moyen d'un emploi à plein temps s'élèverait à un peu plus de 4 % et de 3 % respectivement en 2024 et 2025. En 2026, les salaires nominaux continueraient de progresser à un rythme assez élevé, soutenus par le rebond des gains de productivité et un taux de chômage qui recommencerait à se réduire.

Dégradation du marché de l'emploi jusqu'en 2025

Après deux années de fortes créations d'emploi, celles-ci ont nettement ralenti aux deuxième et troisième trimestres (respectivement +16 000 et +21 000 créations nettes, après +70 000 au premier trimestre). L'emploi salarié pourrait se dégrader au quatrième trimestre. Cet ajustement de l'emploi qui se poursuivrait jusqu'en 2025 correspond à la fois aux effets retardés du ralentissement de l'activité et à un rétablissement partiel de la productivité du travail, qui a connu des pertes importantes depuis 2019.

Avec la disparition des créations d'emploi, le taux de chômage augmenterait jusqu'en 2025 pour atteindre 7,8 % de la population active. Il s'élevait à 7,4 % au troisième trimestre et à 7,2 % au deuxième trimestre. En 2026, l'économie française renouerait avec les créations nettes d'emplois, à la faveur d'une croissance du PIB plus forte. Le taux de chômage recommencerait à se réduire pour atteindre 7,5 % au quatrième trimestre 2026.

UNE REPRISE DE LA CONSOMMATION ATTENDUE

La consommation des ménages a été assez nettement révisée à la hausse sur les récents trimestres, suite notamment à l'utilisation de nouvelles données de caisses, plus détaillées. La consommation mensuelle de produits alimentaires estimée par l'INSEE a ainsi été révisée à la hausse mais sa baisse demeure toujours d'une ampleur historique (environ -10 % en volume entre mars 2021 et septembre 2023).

La consommation des ménages serait portée dans les prochains mois par les gains de pouvoir d'achat (1,0 % en 2023 et 2024, 0,7 % en 2025 et 0,9 % en 2026). Ces gains seraient principalement tirés par la progression du salaire moyen par tête, redevenue supérieure à l'inflation, prenant le relais de la forte augmentation de l'emploi observée en 2021 et 2022. Les ménages ne ressentent pas l'amélioration du pouvoir d'achat. Plusieurs raisons peuvent expliquer ce décalage. L'estimation de l'INSEE est une moyenne. La situation des ménages peut différer en fonction de la catégorie sociale, du lieu d'habitation ou du niveau de revenus. L'amélioration du pouvoir d'achat est en partie liée aux créations d'emploi. Celles-ci n'ont pas d'effets sur ceux qui sont déjà en emploi. L'inflation ressentie au quotidien donne un poids plus important aux produits fréquemment achetés, comme les produits pétroliers et alimentaires, qu'à l'inflation totale mesurée par l'INSEE. Après une croissance en demi-teinte en 2023, soutenue par les gains de pouvoir d'achat et la baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages se rétablirait entre 2024 et 2026, avec des taux de croissance de 1,5 % par an en moyenne.

UNE LÉGÈRE BAISSE DU TAUX D'ÉPARGNE

À 17,4 % au troisième trimestre 2023, le taux d'épargne demeure au-dessus de sa moyenne de longue période d'avant crise sanitaire (14,7 % entre 2000 et 2019). La succession de chocs a eu comme conséquence une forte augmentation de l'épargne de précaution. Avec la diminution de l'inflation, la Banque de France s'attend à une légère baisse du taux d'épargne qui reviendrait à 16 % en 2026, soit un niveau toujours supérieur à celui d'avant covid.

FORT REPLI DE L'INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

En lien avec la hausse des taux d'intérêt, l'investissement des ménages (essentiellement à travers l'acquisition de logement) diminuerait de 3,6 % en 2023 et 4,1 % en 2024. L'investissement des ménages dans la transition énergétique devrait être néanmoins soutenue en 2024 par le dispositif MaPrimeRénov'.

L'investissement se stabiliserait dans le courant de 2025, pour progresser en 2026, quand les effets du resserrement des conditions financières se seront estompés et que le pouvoir d'achat immobilier des ménages aura commencé à se redresser.

Une reprise de l'investissement des entreprises prévue pour 2025

Avec le durcissement de l'accès au crédit et l'augmentation des coûts de financement, l'investissement des entreprises connaîtrait un creux à la mi-2024, avant de progresser à nouveau en 2025-2026. Après avoir atteint 31,7 % en 2022, le taux de marge des sociétés non financières resterait relativement stable, pour s'établir à 32,5 % en 2026. Les gains de productivité par tête compenseraient la progression soutenue des salaires réels, alors que les années précédentes les pertes de productivité avaient été compensées par le repli des salaires réels. Le taux de marge, plus élevé en 2026 que son niveau pré-Covid de 31,5 % en 2018 (année retenue comme référence au lieu de 2019, pour éviter le double compte du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, CICE), s'expliquerait également par le maintien des soutiens budgétaires (baisse des impôts de production, subventions à l'investissement, etc.) mis en place ces dernières années, dont l'impact serait cependant amorti par une transmission partielle aux salaires et aux prix. Cette bonne résilience des marges est toutefois à nuancer du fait de charges financières en hausse à mesure que les entreprises renouvelleront leurs emprunts à des taux d'intérêt plus élevés.

Une faible réduction du déficit public

En 2023, le déficit public se stabiliserait autour de 4,8 % du PIB, comme en 2022. Le déficit public devrait diminuer progressivement pour atteindre environ 3,9 % du PIB en 2026, un niveau encore supérieur à 2019. Cette diminution proviendrait d'une baisse du taux de dépenses publiques, tandis que les recettes resteraient stables en pourcentage du PIB. Le taux de dépenses publiques hors crédits d'impôt resterait cependant encore bien supérieur au ratio de 2019, en raison notamment de la hausse de la charge de la dette, ainsi que de la persistance de certaines mesures discrétionnaires (France 2030, mesures environnementales, etc.).

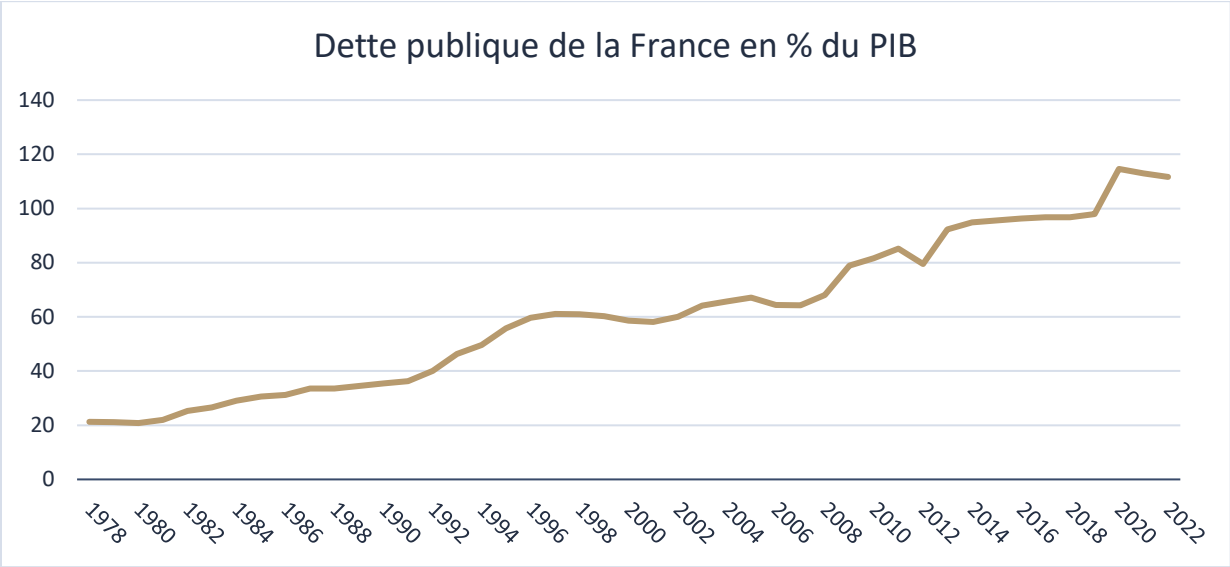
Après avoir un peu reculé à 109,9 % du PIB en 2023, le ratio de la dette publique cesserait de se replier et s'établirait, sans nouvelles mesures, à environ 111 % du PIB en fin d'horizon de prévision, soit un niveau à peine inférieur à celui de 2020. À titre de comparaison, pour l'ensemble de la zone euro, ce ratio baisserait de 9 points entre 2020 et 2026 (pour s'établir à 88 % du PIB selon les projections de l'Eurosystème), effaçant ainsi la quasi-totalité de la hausse antérieure. Cela entraînerait un écart de plus de 20 points de PIB entre la France et la zone euro en fin de projection. La charge d'intérêt serait de 1,7 % du PIB en 2023, contre 1,4 % du PIB en 2021).

DE VALÉRY GISCARD D'ESTAING À EMMANUEL MACRON, LE CHEMIN DE CROIX DES FINANCES PUBLIQUES EN FRANCE

Si jusqu'aux années 1970, la dette publique française était faible, elle a connu depuis une progression rapide, conséquence d'une accumulation de déficits publics. Face aux crises qui se sont succédé, les gouvernements ont opté pour une augmentation des dépenses publiques. Jusqu'à maintenant, le financement de la dette publique n'a pas posé de réel problème à la France, l'écart avec le taux allemand restant stable autour de 0,6 point.

50 ANS DE PROGRESSION DE LA DETTE PUBLIQUE EN FRANCE

Le taux d'endettement public de la France est passé de 14,5 % du PIB en 1974 à 111,8 % du PIB au 2e trimestre 2023. La progression a été particulièrement forte au début des années 1990, entre 2007 et 2010 et entre 2020 et 2021.



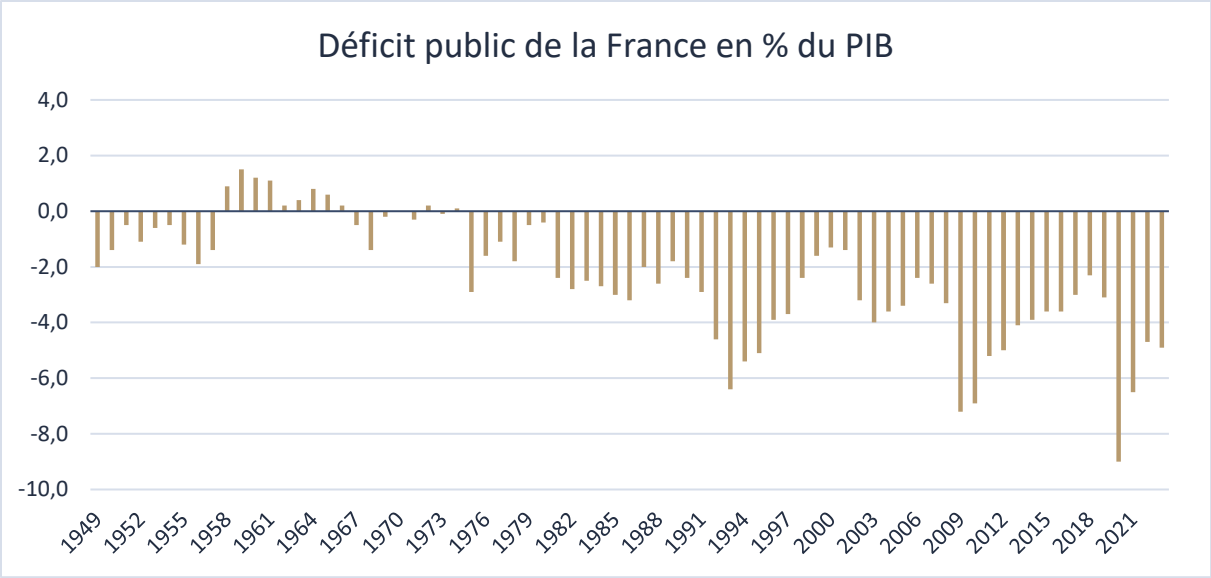
Cercle de l'Épargne – données INSEE

DES DÉFICITS PUBLICS TOUJOURS PLUS HAUTS À CHAQUE CRISE

L'endettement public s'est accru en raison de l'accumulation de 50 années de déficits publics. À chaque crise, ceux-ci augmentent sans jamais revenir à leur niveau d'origine.

L'apparition des déficits publics durant la présidence de Valéry Giscard d'Estaing (1974-1981) est imputable aux deux chocs pétroliers qui ralentirent la croissance et qui obligèrent l'État à soutenir plusieurs secteurs d'activité dont la sidérurgie. Les déficits demeurent alors néanmoins limités. De 1974 à 1980, le déficit moyen est de 1,2 % du PIB, la dette publique représentant en 1980 un cinquième du PIB.

François Mitterrand avec sa politique de relance se traduisant par une forte augmentation des dépenses sociales accroît fortement le déficit public. Il atteint 2,8 % en 1982 et dépasse 3 % du PIB en 1986. Avec la récession de 1993, le déficit atteint 6,4 % du PIB. Grâce au retour de la croissance, celui-ci diminue entre 1995 et 2000. Il passe de 5,1 à 1,3 % du PIB. Le ralentissement de la croissance intervenu ensuite, engendre une hausse des déficits après 2002 pour atteindre plus de 4 % du PIB en 2004. La crise des subprimes durant la présidence de Nicolas Sarkozy (2007-2012) provoque une nouvelle envolée du déficit public qui dépasse 7 % en 2009. De 2012 à 2017, sous la présidence de François Hollande, le déficit public est réduit. Durant le quinquennat, il passe de 5 à 3 %. Le processus de baisse s'interrompt en 2019 sous la présidence d'Emmanuel Macron et atteint le niveau de 9,1 % du PIB en 2020 avec la crise sanitaire. Depuis, le déficit public reste supérieur à 4,5 % du PIB. Après avoir été de 4,7 % du PIB en 2022, il devrait s'élever à 4,9 % du PIB en 2023. Pour 2024, le projet de loi de finances prévoit un déficit de 4,4 % du PIB.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Entre 1974 et 2023, les dépenses publiques ont eu tendance à augmenter plus vite que les prélèvements obligatoires, ce qui explique le déficit public récurrent de la France. Sur cette période, les dépenses publiques sont passées de 40 à 57 % du PIB et les prélèvements de 34 à 45 % du PIB.

20 ANS DE DIVERGENCE AVEC L'ALLEMAGNE

La France a commencé à réellement diverger avec l'Allemagne à partir de 2003 pour les déficits publics et à partir de 2010 pour la dette publique. Pour cette dernière, l'écart est désormais de 50 points de PIB en défaveur de la France.

Dans les années 1970, la dette publique allemande était supérieure de 5 points à celle de la France. L'Allemagne a réussi à renouer avec des excédents budgétaires entre 2013 et 2019, ce qui lui a permis de réduire de 20 points son endettement public.

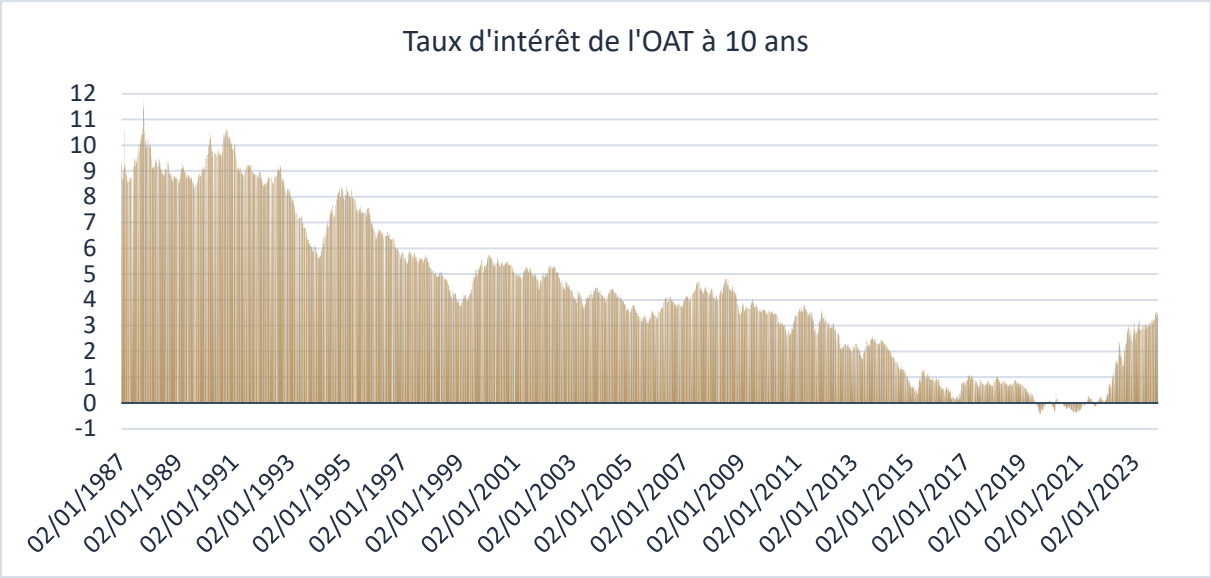
L'assainissement des finances publiques en Allemagne est essentiellement la résultante de l'amélioration sensible du taux d'emploi qui est passé de 66 à 77 % de 2003 à 2023. Le taux d'emploi de la France en 2023 est près de 10 points inférieur à celui de l'Allemagne et son augmentation est récente (2019). Si la France avait le même taux d'emploi que l'Allemagne, elle aurait, toute chose étant égale par ailleurs, un solde budgétaire légèrement positif.

La France plus dépensière que l'Allemagne sur de nombreux postes

Que ce soit en matière de retraites, d'éducation, de logement, la France dépense plus que l'Allemagne.

Les dépenses publiques de retraite sont passées en France de 8 à 14 % du PIB de 1980 à 2023 contre une évolution de 11 à 10 % du PIB en Allemagne qui a adopté des réformes structurelles de grande ampleur dans les années 2000. Pour l'éducation nationale, l'Allemagne y consacrait 4,5 % du PIB en 2022, contre 5,5 % du PIB pour la France sans que cela se traduise par un avantage concurrentiel pour cette dernière au vu des derniers résultats de l'enquête PISA de l'OCDE. En 2022, la France dépensait plus en matière de logement et famille que l'Allemagne : 3,1 % du PIB contre 2,2 % du PIB. Au vu de la crise immobilière, cet écart ne semble pas justifié. Les dépenses militaires représentaient 1,4 % du PIB en Allemagne et 1,9 % du PIB en France. En revanche, en matière de santé, les deux pays sont assez proches, 8,8 % du PIB pour l'Allemagne et 9,1 % du PIB pour la France. Si la France a longtemps dépensé plus que l'Allemagne pour soutenir son économie, ces dernières années, cette dernière a accru ses dépenses en la matière. La France y consacre 7,5 % de son PIB et l'Allemagne 6 % de son PIB. Enfin, ces deux pays consacrent la même part de leur PIB à la sécurité publique et à la justice (1,7 % du PIB).

Après la crise des dettes souveraines (2010/2013), la question du taux d'endettement public avait disparu du débat public en France en raison de la baisse des taux d'intérêt. L'État a réussi en 2020 et en 2021 à s'endetter à taux négatif.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Avec le relèvement des taux directeurs et la fin des achats d'obligations par la BCE, les taux d'intérêt à long terme sont à la hausse. Tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance à long terme, le taux d'endettement public converge vers une limite stable, puisque la croissance rembourse la dette publique. En 2022/2023, la hausse de l'inflation a conduit à une baisse du taux d'endettement public puisque l'inflation était nettement supérieure au taux d'intérêt à long terme. Le PIB augmente plus vite que la dette publique et les taux d'intérêt réels sont négatifs. Mais avec la désinflation, l'affaiblissement de la croissance et le maintien de taux élevés, la situation pourrait à terme se compliquer sur le front de la dette publique. Le recul de la productivité du travail constitue une réelle menace car il diminue le potentiel de la croissance. Entre 2019 et 2023, la productivité par tête a reculé de 6 % en France. L'augmentation des taux d'intérêt renchérit par ailleurs le service de la dette qui pourrait devenir le premier poste budgétaire d'ici 2027.

HORIZON EXTÉRIEUR

LES ÉTATS-UNIS, LES GRANDS GAGNANTS DE LA GUERRE EN UKRAINE ?

L'invasion de l'Ukraine par la Russie, le 24 février 2022, a provoqué une forte hausse de l'énergie et des matières premières ainsi que la réduction des échanges avec la Russie. La guerre entre ces deux puissances européennes a touché plus directement et plus fortement les États de la zone euro que les États-Unis, ces derniers ayant pu valoriser leurs ressources en gaz et en pétrole.

La guerre en Ukraine et la volonté des pays de l'OPEP de maintenir des prix du pétrole élevés avec le concours de la Russie ont conduit à un transfert de richesses au détriment de la zone euro. Les importations d'énergie de cette dernière sont passées de 1 point de PIB, en 2021, à 3 points de PIB par an en 2023. À l'inverse, les prix de l'énergie ont été favorables aux États-Unis qui sont redevenus, exportateurs nets. Ils sont les premiers fournisseurs de plusieurs pays européens dont la France pour le gaz liquéfié. La balance commerciale pour l'énergie est déficitaire de 3,5 points de PIB pour la zone euro mais excédentaire de 0,5 point de PIB pour les États-Unis.

La hausse des prix de l'énergie et l'augmentation des exportations ont accru le revenu des États-Unis de plus de 0,2 point de PIB par an entre 2021 et aujourd'hui. Si les consommateurs américains paient plus cher leur énergie, les revenus des producteurs augmentent.

Depuis le début du conflit, la croissance américaine demeure au-dessus de 2 % quand elle tend vers zéro pour la zone euro. La divergence entre les deux régions économiques ne peut pas s'expliquer par la politique monétaire. Celle-ci est plus restrictive outre-Atlantique qu'en Europe.

L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro s'explique, selon Patrick Artus, le chef économiste de Natixis, à 70 % par la hausse des prix du pétrole, du gaz naturel et du charbon. Ce décalage de croissance pourrait perdurer en 2024 d'autant plus que d'autres facteurs jouent en faveur des États-Unis, tels que la productivité, l'investissement dans les technologies et une consommation des ménages élevée.

CHINE, QUAND TOUT SE COMPLIQUE !

Après vingt ans d'ample mondialisation, la crise financière mondiale de 2007-2009 a marqué une rupture. Si l'implosion du système économique a été évitée, son cours a profondément changé et cela d'autant plus que plusieurs grandes crises se sont succédé. Les pays émergents ont pris conscience de la fragilité des pays occidentaux. Ces derniers sont de plus en plus confrontés à la segmentation de leur population et à la montée en puissance de forts courants populistes. Les tentations protectionnistes se sont multipliées notamment aux États-Unis. L'Union européenne a été depuis quinze ans confrontée à la crise des dettes souveraines, au Brexit et à la guerre en Ukraine. La Chine qui a été durant vingt ans le moteur de la croissance mondiale est d'abord apparue comme l'une des grandes gagnantes de la crise financière. Elle avait même, en 2020, réussi à échapper à la récession mondiale provoquée par l'épidémie de covid dont elle serait pourtant à l'origine. Depuis deux ans, cependant, le pays est confronté à une série de défis qui remettent en cause son modèle de développement.

La politique du zéro covid maintenue jusqu'au début de l'année 2022 a entraîné un profond ralentissement de l'économie. Son abandon a été suivi d'un rebond de courte durée. La crise immobilière latente depuis des années a pris des formes plus aigües depuis deux ans, plusieurs promoteurs immobiliers rencontrant de réelles difficultés financières. Les perspectives de croissance de la Chine semblent structurellement plus faibles. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles l'agence de notation, Moody's, a décidé le 5 décembre dernier, tout en maintenant la note de la Chine inchangé (A1) de la placer sous perspective négative signifiant qu'elle pourrait l'abaisser à moyen terme. Au-delà de l'immobilier, la Chine doit faire face au ralentissement du commerce international sur fond de montée du protectionnisme, de vieillissement démographique et de transition énergétique. Le 12 décembre dernier, la Conférence centrale sur le travail économique du Parti communiste a souligné la nécessité de rebâtir une croissance pour les prochaines années. Elle a établi une liste de priorités dans les domaines suivants :

- augmenter les efforts en faveur des innovations scientifiques et technologiques afin de moderniser l'industrie ;
- accroître la demande interne pour être moins dépendante des exportations ;
- augmenter le niveau de gamme de la production chinoise ;
- évaluer les risques pesant sur les secteurs clefs de l'économie et disposer des moyens pour les prévenir ;
- encourager l'agriculture et soutenir les zones rurales ;
- développer le lien urbain/rural ;
- promouvoir une croissance en phase avec les objectifs de lutte contre la réduction des gaz à effet de serre ;
- garantir et améliorer les moyens de subsistance de la population.

Les travaux de la conférence servent de base à la fixation de la prévision de croissance pour 2024, qui sera annoncée en mars. La plupart des prévisionnistes estiment qu'elle ne devrait pas dépasser 5 %. Moody's prévoit même un taux de 4 %.

La Chine est ainsi entrée dans un processus de banalisation de sa croissance. Compte tenu de ses fondamentaux, elle ne peut guère espérer revenir à un taux de croissance se situant entre 6 et 10 %. Le déclin de sa population active et la tertiarisation des activités ainsi que les moindres gains de productivité l'exposent à une croissance plus lente. Le pays doit en outre gérer l'atterrissage de son marché immobilier. Dans le passé, les ventes étaient stimulées par la demande spéculative d'acheteurs qui pensaient que les prix augmenteraient. À l'avenir, le marché devra répondre principalement à la demande fondamentale des acheteurs désireux d'acquérir un logement neuf ou de meilleure qualité. Pendant des années, les Chinois ont acquis des logements pour préparer leur retraite. L'absence de locataires risque de peser sur les revenus des retraités dont le nombre augmente rapidement avec le vieillissement de la population. Le marché immobilier chinois est saturé. La surface habitable est de 42 m² par personne, selon le recensement de 2020 ; un ratio comparable à celui de nombreux pays européens. Ces derniers n'ont pas le monopole de la baisse des transactions. En Chine, celles-ci se sont contractées de 40 % entre 2019 et 2023, ce qui met sous tension les promoteurs immobiliers. La crise immobilière place également en difficulté de nombreuses collectivités locales qui tiraient profit de la vente de terrains. Ces dernières disposent de structures de financement en lien avec l'immobilier ce qui les place en grande difficulté financière. Le gouvernement central souhaite empêcher un effet domino tout en évitant de se lancer dans un large plan de sauvetage qui grèverait les finances publiques et qui pourrait déresponsabiliser les acteurs locaux.

Quoi qu'il en soit, l'immobilier ne sera pas, dans les prochaines années, un moteur de croissance pour la Chine. Les responsables politique de ce pays tablent désormais sur trois nouveaux leviers à savoir les voitures électriques, les batteries lithium-ion et les énergies renouvelables. Pour le moment, ces industries ne représentant que 3,5 % du PIB chinois, contre 23 % du PIB pour l'immobilier, en prenant en compte la sous-traitance et les implications financières pour les finances locales. Les nouveaux secteurs industriels seront moins créateurs d'emplois que le bâtiment. Ce secteur avait l'avantage d'intégrer des salariés peu formés ce que ne pourra faire les secteurs de haute technologie.

La crise immobilière tout comme l'épidémie de covid ont porté atteinte à la confiance des consommateurs chinois. Cela les a conduits à augmenter leur taux d'épargne en annulant ou en reportant certains achats. Des économistes craignent qu'une nouvelle baisse des prix de l'immobilier n'inhibe la consommation en nuisant à la richesse des Chinois, les poussant à mettre plus d'argent de côté. D'un autre côté, la fin

de la bulle immobilière permettrait des dégager des sommes pour la consommation. L'économiste Hui Shan de Goldman Sachs affirme que les ventes au détail, à l'exclusion des voitures et de l'ameublement sont corrélées de manière négative aux prix de l'immobilier. Quand les logements deviennent moins chers, les ventes au détail augmentent un peu plus rapidement.

Face à la remise en cause de son modèle de croissance, la Chine à défaut de trouver des solutions économiques, pourrait être tentée par un coup de force en organisant par exemple un blocus de Taïwan afin d'imposer des négociations. Jusqu'à maintenant, les autorités chinoises ont fait preuve d'une relative prudence en la matière sachant qu'elles avaient plus à perdre qu'à gagner en cas de bras de fer avec les États-Unis. Cette prudence pourrait disparaître en cas de dégradation de la situation économique et en cas d'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis au mois de novembre 2024. Une montée du protectionnisme outre-Atlantique, remettant en cause les intérêts de la Chine, pourrait inciter ce pays à défier la première puissance mondiale.

Russie, la résilience toujours au rendez-vous

La Russie, tout au long de son histoire agitée, a connu des épisodes de forte inflation. En 1917, en pleine période révolutionnaire, les prix ont fortement augmenté sur fond de pénurie. Durant le règne de Staline, plusieurs vagues inflationnistes ont mis à mal le pouvoir d'achat des ménages. La fin de l'URSS en 1991 et la crise financière mondiale entre 2007 et 2009 ont donné lieu à des hausses de prix importantes. L'invasion de la Crimée en 2014 et la guerre en Ukraine depuis le 20 février 2022 ont également généré une forte accélération des prix. Près de deux ans après le début du conflit, l'inflation demeure élevée. L'inflation en Russie était de 7,5 % sur un an en novembre 2023, contre 6,7 % le mois précédent. La banque centrale n'a pas d'autre solution que de relever ses taux directeurs pour empêcher l'enclenchement d'une spirale inflationniste. Ils ont été ainsi portés à 16 % le vendredi 15 décembre dernier. Au regard du choc subi par la mise en place d'embargos sans précédent, la vague inflationniste en cours doit être relativisée.

Les hausses de prix depuis le début de l'année en 2022 sont provoquées par les embargos et par les pénuries de main-d'œuvre. La chute du rouble renchérit le coût des importations. Le rouble a perdu 25 % de sa valeur dans les jours qui ont suivi le déclenchement des hostilités. Après s'est réapprécié dans un deuxième temps, il est à nouveau légère baisse depuis le mois d'octobre.

L'économie russe doit faire face à la mobilisation de centaines de milliers de réservistes pour combattre en Ukraine. Les problèmes de main-d'œuvre ne datent pas d'aujourd'hui. La faible

fécondité pèse sur la croissance de la population active. Les salaires sont en forte hausse, +8 % sur un an et le taux de chômage est à un niveau historiquement bas (3,5 %).

L'inflation est assez logique pour un pays engagé dans des opérations militaires. Les dépenses militaires seront en progression de 70 % en 2024. Les besoins de l'armée en logistique sont de plus en plus importants. De 10 000 à 15 000 tonnes de matériels sont livrées chaque jour selon le ministère de la Défense (nourriture, armement, linge, matériels, système de santé, etc.). Les dépenses militaires devraient atteindre 106 milliards d'euros en 2024, soit 30 % des dépenses fédérales et 6 % du PIB, une première dans l'histoire moderne de la Russie. Les dépenses sociales sont également en forte progression avec le versement d'indemnités aux familles dont un ou plusieurs enfants sont partis en Ukraine. Les chiffres du ministère russe des Finances suggèrent que les mesures de relance budgétaire représentent cette année environ 5 % du PIB.

Le PIB est la bonne surprise de l'économie russe. L'effondrement présagé n'a pas eu lieu. La croissance devrait être de 3,3 % en 2023 et supérieure à 2 % en 2024, bien au-dessus du taux de croissance de la zone euro. Ce n'est pas la récession qui menace mais la surchauffe. La Russie a réussi à maintenir ses exportations d'énergie en obtenant de nouveaux clients. Au niveau des importations, même si des pénuries existent pour certains biens technologiques, elle a réussi à palier la disparition des fournisseurs occidentaux pour un grand nombre de produits.

La situation économique de la Russie dépend de l'évolution du cours du pétrole. Si celui-ci se maintient autour de 90 dollars, la situation économique devrait rester du pays favorable dans les prochains mois. Le déficit public même s'il est en hausse demeure faible tout comme la dette publique.

HORIZON FINANCE

HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT ET VALORISATION DES ACTIFS, DES RELATIONS CONTRARIÉES

Jusqu'à maintenant, la hausse des taux d'intérêt a eu peu d'effets sur la valeur des actifs à l'exception des prix de l'immobilier commercial. En France, les logements enregistrent une baisse mais celle-ci demeure limitée entre 3 et 5 % en 2023.

Les taux d'intérêt réels (taux d'intérêt – l'inflation) à long terme ont rapidement et fortement augmenté. Ils sont passés, aux États-Unis, de -1,5 % au début de 2022 à +2,1 % fin 2023. Dans la zone euro, les taux respectifs sont de -2 % et +0,9 %. L'augmentation des taux réels s'explique par la hausse des taux et, depuis quelques mois, par la baisse de l'inflation. Les taux réels ont retrouvé leur niveau du début des années 2010.

Dans le passé, une hausse des taux d'intérêt réels s'accompagnait d'un fort recul du prix de l'immobilier résidentiel. Or, ces deux dernières années, ce n'est pas le cas. Aux États-Unis, une diminution de 12 % a bien été constatée en 2022 mais elle a été effacée en 2023. Depuis 2012, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 120 % dopés par la politique monétaire accommodante de la FED. Dans la zone euro, les prix des logements ont baissé de 5 % depuis 2022 mais de 2012 à 2023, la hausse est de plus de 60 %.

L'immobilier commercial connaît, en revanche, un ajustement plus marqué. Il a baissé de plus de 10 % depuis 2022 aux États-Unis et de plus de 16 % en zone euro. Dans certaines villes, la contraction peut atteindre 30 %.

Avec la hausse des taux d'intérêt, le cours des actions aurait dû diminuer, les investisseurs privilégiant les obligations. Si les indices ont enregistré un net recul en 2022, ils sont en forte hausse en 2023. Le CAC 40 a gagné du 1er janvier au 11 décembre plus de 15 % et l'indice américain S&P 500 près de 20 %. Le Price Earnings ratio (PER) qui correspond au rapport entre le cours d'une entreprise et son bénéfice après impôts, passe de 12 à 11 dans la zone euro. La valorisation des actifs des fonds de private equity, après avoir baissé en 2022, est à nouveau en augmentation en 2023. Les multiples d'EBITDA dans les opérations de private equity sont plus élevés aux États-Unis aujourd'hui qu'au début de 2022 et ils n'ont que peu baissé (de 10 à 9) dans la zone euro.

La non-correction de la valeur des actifs peut s'expliquer par le fait qu'ils ne s'étaient pas appréciés autant qu'ils auraient dû durant a période faibles taux, par l'existence d'une forte liquidité sur le marché et par des facteurs spécifiques à certains marchés.

De 2002 à 2023, la base monétaire a été multipliée par près de huit aux États-Unis et par près de 6 en zone euro. L'encours des actifs liquides et monétaires des ménages représente, en

2023, 70 % du PIB, en zone euro, contre 55 % en 2022. Aux États-Unis, les chiffres respectifs sont 50 et 35 % du PIB.

La faible décrue des prix du marché immobilier résidentiel s'explique par la rareté des logements face à une demande qui reste importante. Les populations se concentrent toujours au sein de grandes agglomérations ou à proximité des littoraux. Aux États-Unis, la Floride accueille un nombre croissant de personnes en provenance du Nord du pays. Le marché du logement est confronté à un problème de pénurie. Les mises en chantier sont orientées à la baisse en 2023 et sont inférieures de 20 % à leur niveau de 2002 aux États-Unis et de 30 % en zone euro. L'absence de foncier disponible et le durcissement des normes environnementales contribuent à réduire le nombre de constructions et à maintenir des prix élevés. Les propriétaires rechignent également à accepter des baisses de prix. Le marché commercial et de bureaux est touché de plein fouet par le développement du télétravail et du e-commerce. Ce marché est plus sensible aux fluctuations de la conjoncture que celui des logements.

De leur côté, les actions ont profité de la bonne tenue des bénéfices des entreprises. Celles-ci ont, en outre, relativement facilement répercuté sur leurs prix de vente les hausses de prix. L'espoir entretenu que la hausse des taux d'intérêt est temporaire et que rapidement une baisse est envisageable favorise également les actions.

Ces dernières années, des déséquilibres sont apparus sur certains marchés, notamment l'immobilier résidentiel et les valeurs de la haute technologie. La valeur des logements est de plus en plus déconnectée des revenus des ménages ou de loyers qu'ils peuvent générer. L'intelligence artificielle provoque un engouement de la part des investisseurs, sans doute exagéré. Des ajustements pourraient intervenir dans les prochains mois afin de corriger ces déséquilibres.

QUAND LES ÉTATS-UNIS SE NOURRISSENT DES FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX !

Les pays émergents, les pays producteurs de pétrole, la zone euro et le Japon financent, depuis des années, les États-Unis, pays où le capital par tête est le plus élevé. Ces flux de capitaux contribuent en partie à la croissance de l'économie américaine qui est, depuis le début du siècle, supérieure à celle de la zone euro ou du Japon. Sur fond de transition énergétique, une inversion des flux de capitaux, privant les États-Unis d'un facteur important d'expansion, est-elle envisageable ?

LES ÉTATS-UNIS, GRANDS BÉNÉFICIAIRES DES FLUX DE CAPITAUX MONDIAUX

Les États-Unis ont un besoin important de capitaux étrangers compte tenu du déficit structurel de leur balance courante. Ils peuvent compter sur les excédents commerciaux des pays émergents, des producteurs de pétrole et de gaz naturel, de la zone euro et du Japon pour financer leur importante dette extérieure. Lors de ces vingt dernières années, la balance courante américaine a été déficitaire de 2 à 4 % du PIB. Sur cette même période, le Japon a dégagé un excédent moyen de 2,8 % du PIB, la zone euro de 1,5 % du PIB, les pays émergent de 1 % du PIB et les pays pétroliers de plus de 6 % du PIB. L'accumulation des déficits de la balance courante conduit, les États-Unis à avoir une dette extérieure de plus de 60 % du PIB en 2023. Les avoirs extérieurs de la Russie, toujours, en 2023, s'élevaient à 45 % du PIB, ceux de l'OPEP à 35 % du PIB, ceux du Japon à 75 % du PIB et ceux de la zone euro à 5 % du PIB.

UNE INVERSION DES FLUX DE CAPITAUX EST-ELLE POSSIBLE ?

La transition énergétique exige pour chaque pays la réalisation d'importants investissements qui pourraient réduire les capitaux pouvant être placés à l'étranger. Par ailleurs, de nombreux pays ont indiqué leur intention de limiter leur exposition au dollar (Chine, Russie, Inde, Brésil, etc.). La dédollarisation s'inscrit dans la volonté de segmentation de l'économie en deux camps, les pays occidentaux et le « Sud global ». La non-exportation des capitaux est considérée comme un moyen permettant de réduire l'écart de croissance entre les États. Ces dernières années, en parité de pouvoir d'achat, le PIB par habitant des États-Unis a progressé plus vite que ceux des autres zones économiques. En 2023, il s'élève à 80 0000 dollars (PPA), contre 60 000 pour la zone euro, 50 0000 pour le Japon, 38 000 pour la Russie et 20 000 pour les pays émergents (y compris Chine).

QUELLES SONT LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN MATIÈRE DE FLUX DES CAPITAUX INTERNATIONAUX ?

Avec l'augmentation des cours de l'énergie et des matières premières, les pays producteurs enregistrent des excédents records (10 % du PIB) quand, dans le même temps, la balance courante de la zone euro est désormais à l'équilibre et celle des pays émergents consommateurs en léger déficit. Les États-Unis en exportant du gaz et du

pétrole ont réduit d'un point de PIB leur déficit qui reste néanmoins supérieur à 3 points de PIB.

Les États-Unis restent toujours bénéficiaires des flux de capitaux internationaux qui proviennent du Japon, de l'OPEP et de la Chine. La zone euro n'a plus d'épargne à investir dans le reste du monde. Les États-Unis ne sont pas pénalisés par la réduction des flux de capitaux en provenance de l'Europe, leurs besoins étant couverts par les pays de l'OPEP. La dédollarisation souhaitée par la Russie voire la Chine n'a pas d'effets tangibles sur les conditions de financement de l'économie américaine qui jouit toujours de son rôle de valeur refuge. Les rendement élevés des placements aux États-Unis continuent à attirer les capitaux extérieurs. Les tensions commerciales avec la Chine ont freiné les flux en provenance de ce pays mais sans les arrêter.

HORIZON LOINTAIN

LE TRAVAIL, LE FACTEUR RICHESSE

Depuis le début de l'épidémie de covid, Contrairement à de nombreuses allégations, les machines, les robots et, sans nul doute demain, l'intelligence artificielle, ne suppriment pas le travail. Bien au contraire, au sein des pays occidentaux, les travailleurs se monnaient de plus en plus cher car ils deviennent rares. Le vieillissement démographique a, en quelques années, changé le rapport de force. Dans de nombreux secteurs d'activité, les pénuries de main-d'œuvre se multiplient. Les entreprises éprouvent les pires difficultés à recruter des travailleurs manuels, ce qui induit des hausses de salaires. Le recours à la haute technologie devrait, de son côté, également faciliter l'augmentation des salaires en générant des gains de productivité.

La mondialisation est intervenue à une période où les pays asiatiques avaient un avantage démographique important. La population active, des années 1980 jusqu'aux années 2010, était en forte augmentation. Avec l'élévation de son niveau de compétences le pays a réussi à s'industrialiser à grande vitesse. Depuis plusieurs années, la population chinoise en âge de travailler diminue. Avec l'augmentation des risques géopolitiques, la lutte contre les émissions des gaz à effet de serre, les avantages des délocalisations s'estompent. Mais, en parallèle, les pays dits avancés, faute de main-d'œuvre, sont à la peine pour relocaliser certaines activités. La population active de l'OCDE est également en baisse. Selon une enquête menée, en 2023, dans 41 pays par la société d'intérim, ManpowerGroup, 77 % des entreprises ont du mal à pourvoir les postes vacants, soit deux fois plus qu'en 2015. Les deux tiers des entreprises industrielles polonaises déclarent que la pénurie de main-d'œuvre est l'un des principaux freins à la production. En Allemagne, les

services de transports publics ont été réduits en raison du manque de chauffeurs de bus et de train. Ce fut le cas également en région parisienne en 2022. En Corée du Sud, les personnes âgées restent de plus en plus longtemps en activité. 59 % des 55 à 79 ans travaillent, contre 53 % il y a dix ans. Ce phénomène est imputable également à la dégradation du pouvoir d'achat des pensions.

La main-d'œuvre est devenue si précieuse que les entreprises commencent à la thésauriser. Même en période faible activité, elles hésitent à licencier de peur de ne pas pouvoir embaucher en cas de retournement de la conjoncture. Une enquête auprès des petites entreprises américaines a révélé qu'en 2023, plus de 90 % d'entre elles cherchent à fidéliser leurs employés. En Allemagne, malgré la récession en 2023, 730 000 postes sont vacants, un niveau record. Selon l'Agence allemande pour l'emploi, en 2023, 48 professions ont été ajoutées à la liste des 152 en manque de main-d'œuvre. Les pénuries étant plus pressantes dans le secteur de la construction et des soins de santé. Le Japon, jusqu'à maintenant averse à l'immigration, offre des visas à durée limitée aux travailleurs étrangers dans une douzaine de domaines, notamment la fabrication de pièces de machines et la construction navale. Les salaires du pays augmentent plus rapidement qu'à aucun autre moment au cours des trois dernières décennies. Changement notoire, les salaires des travailleurs manuels augmentent plus vite que ceux des diplômés de l'enseignement supérieur. Au Japon, ces derniers enregistrent même une baisse de leur rémunération.

Le caractère tendu du marché du travail encourage également les syndicats à exiger de nouvelles réductions du temps de travail. Les métallurgistes allemands réclament une semaine de travail de 32 heures, contre 35 heures actuellement. En Espagne, le nouveau gouvernement souhaite réduire de deux heures et demie la semaine de travail standard, fixée actuellement à 40 heures. Dans la zone euro, le temps de travail est en baisse, les salariés rechignent à accepter des emplois à horaire décalés et à effectuer des heures supplémentaires. Si aux États-Unis, le nombre d'heures de travail par salarié ne baisse pas, des demandes se font jour en la matière.

La raréfaction de la main-d'œuvre donne l'espoir que les salaires augmenteront. Cette loi de l'offre et de la demande n'est, toutefois, pas sans limite. Faute de débouchés, le marché peut s'étioler. Si aujourd'hui, certains se réjouissent de la montée du protectionnisme censé protéger l'emploi, ils pourraient vite déchanter car ce dernier devrait réduire les possibilités d'exportation. La transition énergétique, la multiplication des mesures protectionnistes et la rareté du personnel disponible favorisent la hausse des prix et pèseront sur le pouvoir d'achat des ménages.

Les pays occidentaux sont menacés d'une implosion de leur économie faute de main-d'œuvre d'autant plus que le recours à l'immigration suscite une hostilité de plus en plus importante au sein des populations résidentes. Or, la

croissance économique dépend fortement de l'évolution de la population active. L'Italie, un des pays les plus touchés par le vieillissement démographique, est celui dont la croissance potentielle est la plus faible. L'absence d'emplois signifie moins de ressources pour financer les dépenses publiques et en premier lieu les retraites.

La bonne tenue des marchés de l'emploi actuels n'est pas sans lien avec l'application de politiques d'inspiration keynésienne. Les États subventionnent de nombreux investissements (énergies renouvelables, production de batteries ou de microprocesseurs) et aident les ménages ainsi que les entreprises ayant subi les effets de la hausse des prix après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Ces aides ont succédé à celles attribuées durant l'épidémie de covid. Le recours à l'endettement public contribue à un flux de créations d'emplois mais un ajustement pourrait se produire à moyen terme. Tant que des épargnants acceptent des titres publics, ce système économique peut se maintenir. Si, en revanche, ces derniers commencent à douter des capacités de remboursement des États ou si leurs moyens financiers viennent à se restreindre, des tensions apparaîtront avec de possibles effets sur l'emploi. Aujourd'hui, l'effort d'épargne repose essentiellement sur les plus de 55 ans. Or, avec la baisse à venir des pensions, ces derniers seront amenés à vendre tout ou partie de leur patrimoine. Pour attirer les épargnants, les États seront condamnés d'accepter des taux d'intérêt plus élevés ce qui limitera leur possibilité d'investissement.

LA HAUTE TECHNOLOGIE EST-ELLE LA SOLUTION AUX PÉNURIES DE MAIN-D'ŒUVRE ?

Depuis le début de la révolution industrielle, le recours aux machines a permis de décupler la force physique. Désormais, grâce à l'intelligence artificielle, les capacités intellectuelles de l'être humain sont également démultipliée. Face au manque de personnel, face aux demandes d'augmentation des salaires et de réduction du temps de travail, les employeurs espèrent que l'intelligence artificielle génèrera d'importants gains de productivité mais cela ne signifiera pas qu'ils pourront se passer de leurs salariés.

Une étude réalisée par Dean Alderucci de l'Université Carnegie Mellon, à partir des données sur les brevets américains de 1990 à 2018, a révélé que les entreprises qui innovaient en recourant à l'intelligence artificielle connaissaient une croissance de l'emploi 25 % plus rapide et une croissance des revenus 40 % plus rapide que les entreprises similaires n'ayant pas fait ce choix.

L'intelligence artificielle devrait permettre d'accroître la productivité au sein des services. Une étude récente réalisée par Erik Brynjolfsson du Mit souligne ainsi que les salariés des centres d'appel parviennent à résoudre 14 % de problèmes en plus par heure quand ils sont assistés par une application d'intelligence artificielle. Selon une enquête de l'OCDE, environ 80 % des travailleurs du secteur manufacturier et des services financiers utilisant l'intelligence artificielle

déclarent que leur production augmente. Une large majorité affirme également que cela est positif sur leurs conditions de travail.

L'intelligence artificielle contribuera à une montée en compétences de nombreux métiers. Les infirmiers ou les médecins pourront être épaulés par des robots pour réaliser des diagnostics et pour sélectionner des solutions appropriées à leurs patients. L'intelligence artificielle supprimera sans nul doute des emplois mais moins qu'elle n'en créera. Des emplois de rédaction basique pourraient disparaître au profit d'emplois d'analyse plus poussée. La question de la transmission des gains de productivité liés à l'intelligence artificielle est cruciale pour la croissance des prochaines années. Les gains peuvent être soit conservés par les entreprises de la haute technologie sous forme de rente, soit redistribués à l'ensemble des secteurs d'activité. Dans le premier cas, les effets sur la croissance et l'emploi seront moindres que dans le second.

FIN DE PARTIE POUR LA MONDIALISATION ?

La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis est plus sourde qu'aux temps de Donald Trump mais elle persiste sur fond de droits de douane et de mesures non tarifaires. L'Union européenne estime que les États-Unis avec l'*Inflation Reduction Act (IRA)* mènent une politique industrielle contraire aux intérêts de ses membres. Elle autorise de ce fait les subventions à l'installation d'usines sur leur sol, au risque que cette bataille des implantations se retourne contre certains États membres qui n'auront pas les moyens de financer les aides. L'Organisation Mondiale du Commerce est affaiblie depuis le désengagement américain décidé par Donald Trump.

Le Commerce international est mis à mal par la multiplication des crises géopolitiques. La guerre en Ukraine a abouti à réduire les échanges entre la Russie et les pays de l'OCDE. Elle entrave également les exportations de l'Ukraine, un des principaux exportateurs céréaliers, causant des ravages dans l'approvisionnement et le transport des céréales. Taïwan qui produit près des deux tiers des semi-conducteurs mondiaux est sous la menace permanente d'un conflit avec la Chine. L'Inde a imposé ses propres interdictions d'importation. Les échanges mondiaux d'énergie sont toujours sous le risque d'une déflagration au Proche-Orient. Les prédictions sur la mort du commerce se sont multipliées.

L'essor de l'intelligence artificielle ne s'accompagne pas d'une compréhension accrue entre les peuples. Les utilisations militaires potentielles de cette nouvelle technologie induisent des mesures de protection de la part des États qui la maitrisent.

La bataille concernant l'approvisionnement des métaux rares, indispensables pour l'informatique et les nouvelles énergies renouvelables, contribue à accroître les tensions entre

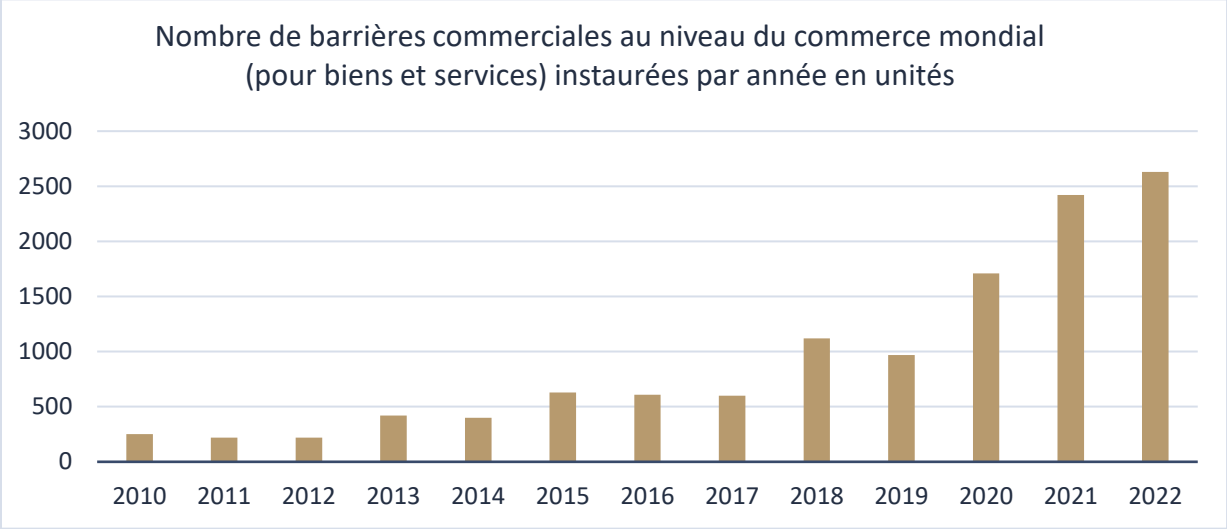
les États producteurs et les États consommateurs.

En 2023, l'Indonésie a interdit l'exportation de bauxite, nécessaire à la fabrication de l'aluminium, après une interdiction similaire en 2020 sur le nickel, un composant crucial des batteries vertes. La Chine entend privilégier son industrie en augmentant le prix de vente des métaux rares destinés à l'exportation. Les pays occidentaux pour limiter l'influence de cette dernière tentent de l'exclure des chaînes de valeurs. La Chine répond en cherchant des alliés parmi les États émergents et en développement afin, le cas échéant, bâtir un nouveau système commercial parallèle. Pour contrecarrer les sanctions occidentales, les entreprises chinoises recourent, par ailleurs, à des pays comme le Vietnam ou le Cambodge pour exporter ses produits en Occident.

Les États-Unis, en contradiction avec les règles de l'OMC, conditionnent le montant des droits de douane à des accords de libre-échange. En ce qui concerne les technologies vertes, les États doivent passer sous les fourches caudines du Ministère du Commerce pour pouvoir exporter aux États-Unis avec des droits de douane réduits.

En juin, les décideurs politiques de Washington ont exclu les minéraux verts du régime tarifaire de l'IRA, réservant le dispositif aux pays exportateurs ayant conclu un accord de libre-échange avec l'Amérique. Un plus grand nombre de pays en développement pourrait commencer à négocier des accords similaires. Si le ralentissement économique de la Chine continue de freiner sa demande de matières premières vertes, l'Occident pourrait bénéficier de la baisse des prix mondiaux (même si les producteurs pauvres comme le Turkménistan et la Zambie, fortement dépendants de leurs exportations vers la Chine, pourraient en souffrir).

L'air du temps est au protectionnisme. Le nombre de mesures prises depuis 2017 est en forte augmentation.



Cercle de l'Épargne – données WTO

Les mesures protectionnistes s'amplifient mais l'Europe et les États-Unis n'en continuent pas moins d'importer des biens électroménagers, des biens informatiques et des véhicules électriques à la Chine. Des années seront nécessaires avant que les pays de l'OCDE puissent produire en masse des éoliennes, des panneaux solaires, des batteries et des véhicules électriques. Avec une demande interne en fort ralentissement la part du commerce extérieur au sein du PIB chinois s'est accrue en 2023. L'Empire du Milieu, loin des discours nationalistes de ses dirigeants dépend des exportations réalisées à l'Ouest. La démondialisation n'est pas encore d'actualité. En incluant les biens intermédiaires, les importations chinoises par rapport au PIB des États-Unis sont, en 2023 équivalentes à leur niveau de leurs cinq dernières années. La réorientation du commerce extérieur de la Chine au profit de la Russie reste avant tout politique. Ce dernier pays arrive bien loin derrière les États-Unis ou la zone euro au niveau des ventes. La Chine a besoin des États-Unis et de l'Europe pour maintenir un minimum de croissance et ces derniers ont besoin de la Chine pour de nombreux biens.

POINTS DE REPÈRE

RECHERCHE & DÉVELOPPEMENT, LA FRANCE UN CRAN EN-DESSOUS

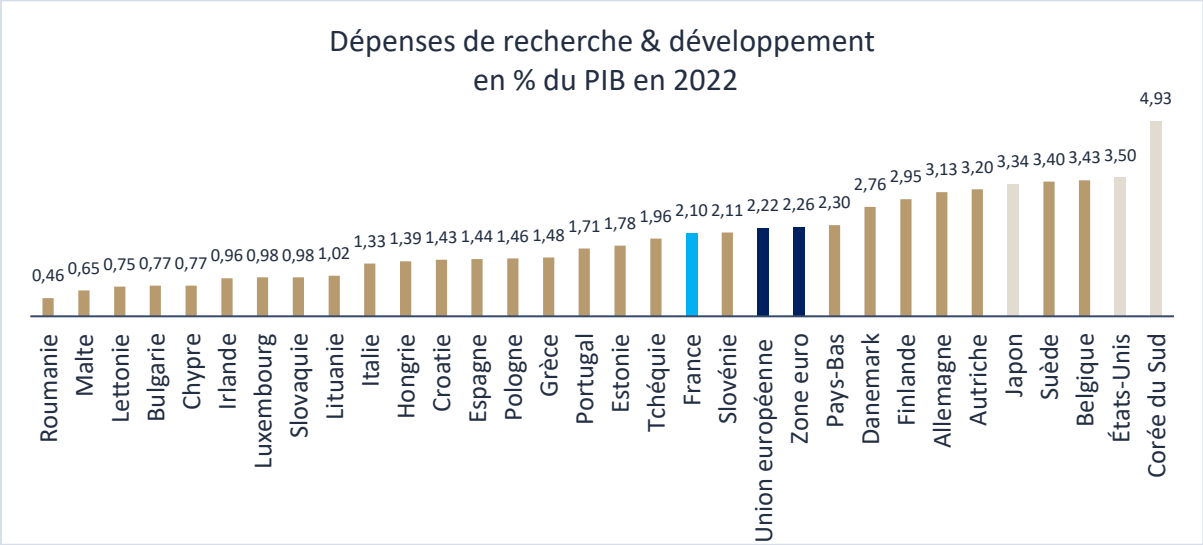
En 2022, les dépenses de recherche et développement (R&D) au sein de l'Union européenne se sont élevées à 352 milliards d'euros, soit 6,34 % de plus que l'année précédente (331 milliards d'euros) et 48,52 % de plus qu'en 2012 (237 milliards d'euros). Les dépenses de R&D ont, en revanche, diminué par rapport au PIB. Elles sont passées de 2,27 % en 2021 à 2,22 % en 2022.

Parmi les membres de l'UE, 4 pays ont enregistré une intensité de R&D supérieure à 3 % en 2022 : la Belgique (3,44 %), la Suède (3,40 %), l'Autriche (3,20 %), l'Allemagne (3,13 %). En revanche, huit pays de l'UE ont déclaré une intensité de R&D inférieure à 1 % : la Roumanie (0,46 %), Malte (0,65 %), la Lettonie (0,75 %), Chypre et la Bulgarie (0,77 % chacune). Avec un taux de 2,1 % du PIB, la France se situe en-dessous de la moyenne européenne.

Entre 2012 et 2022, l'intensité de R&D dans l'Union a augmenté de 0,14 point de pourcentage (pp). Les plus fortes augmentations ont été enregistrées en Belgique (1,16 pp), en Grèce (0,77 pp) et en Croatie (0,69 pp). En revanche, l'intensité de R&D a diminué dans 8 pays. L'Irlande a connu une baisse de -0,6 pp, suivie par la Finlande (-0,45 pp), l'Estonie (-0,35 pp), la Slovénie (-0,30 pp), le Luxembourg (-0,23 pp), le Danemark (-0,22 pp), Malte (-0,15 pp). pp), et France (-0,13 pp).

Le secteur des entreprises commerciales continue de représenter

la plus grande part des dépenses de R&D. En 2022, il représentait 66 % des dépenses de R&D de l'UE, pour un total de 233 milliards d'euros. Il était suivi par le secteur de l'enseignement supérieur (22 % ; 76 milliards d'euros), du secteur public (11 %, 37 milliards d'euros) et du secteur privé à but non lucratif (1 % ; 5 milliards d'euros).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

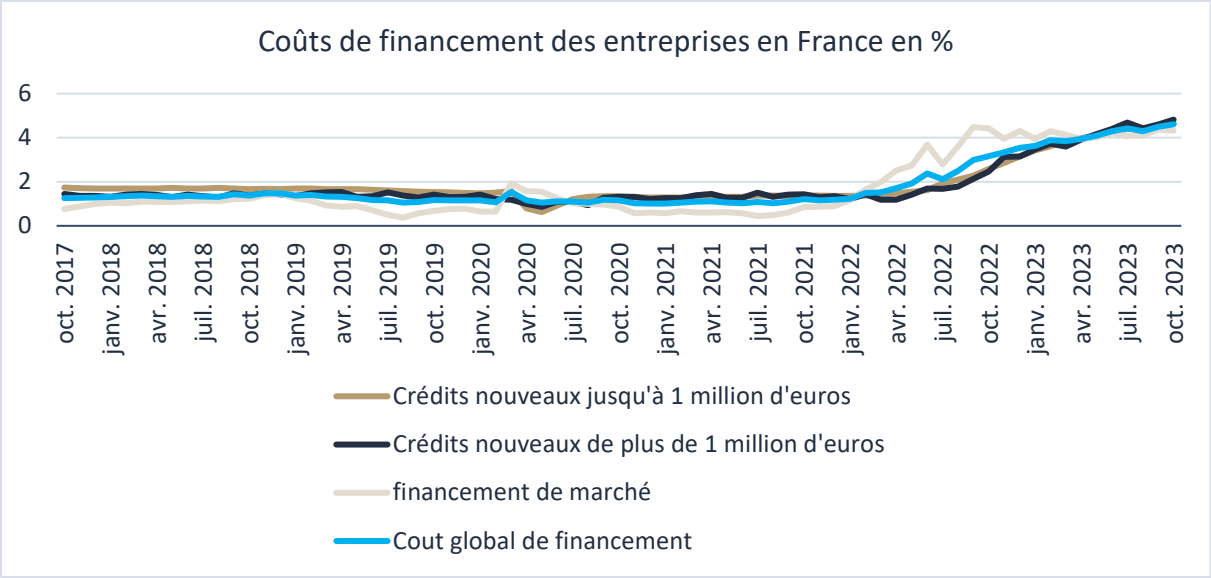
DES COÛTS DE FINANCEMENT EN HAUSSE POUR LES ENTREPRISES EN FRANCE

L'encours des financements des entreprises à fin octobre 2023 s'élevait à 2 047 milliards d'euros dont 1 344 au titre du crédit bancaire et 702 au titre du financement de marché, selon la Banque de France. L'encours des crédits d'investissement fin octobre a atteint 951,7 milliards d'euros, et celui des crédits de trésorerie 319,2 milliards d'euros.

En octobre, la croissance du crédit bancaire accordé aux sociétés non financières (SNF) a été de +2,1 % en glissement annuel, après +2,9 % en septembre. Le taux de croissance annuel des crédits à l'équipement reste soutenu (+5,5 %, après +6,2 % en septembre).

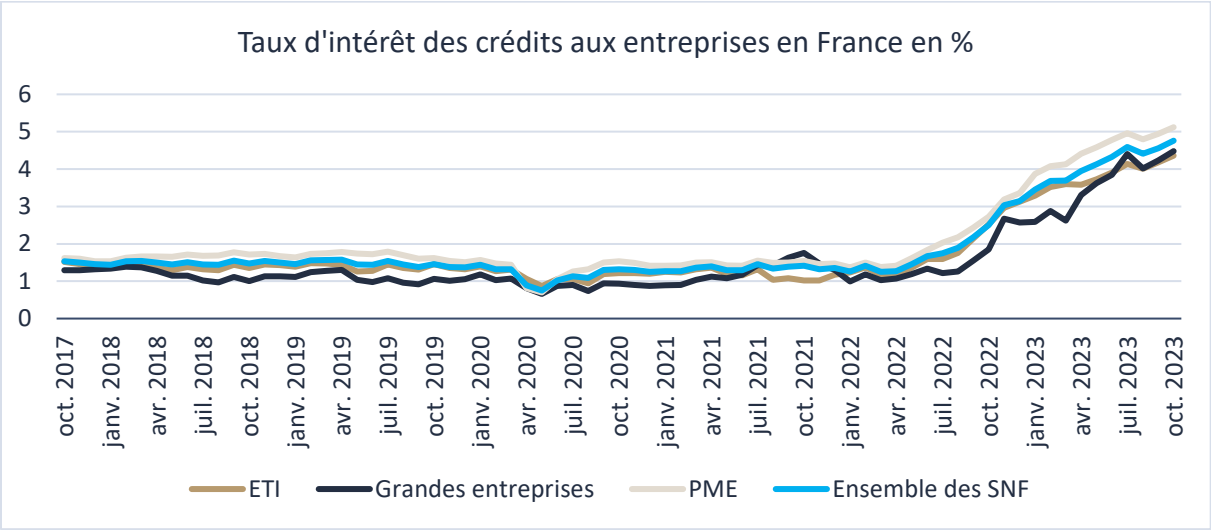
Le moindre recours au crédit est plus marqué pour les grandes entreprises que pour les PME et ETI. En parallèle, le financement sous forme de titres de dette se redresse à nouveau (+1,7 % en octobre en glissement annuel, après +0,7 % en septembre).

Le coût des crédits bancaires aux SNF progresse (4,76 %, après 4,56 % en septembre), quelle que soit la taille des entreprises, tandis que celui des titres de dette est quasi stable (4,32 %, après 4,37 % en septembre.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Pour les seuls crédits, les PME s'endettent désormais à un taux supérieur à 5 % contre 4,5 % pour les grandes entreprises. En un an, les taux des crédits se sont accrus de plus de deux points.



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	3,9	2,9	0,6	3,3	2,4
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
Dette publique En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
Balance des paiements courants En % du PIB – sept. 2023	-1,5	+6,3	-0,0	+2,4	+1,3
Échanges de biens En % du PIB – sept.2023	-4,4	+5,5	+1,0	-3,1	-0,3
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 juin 2023	18,5	20,7	8,2	11,7	14,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État (30/12/23)	2,558	2,023	3,689	2,994	-

*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 – décembre 2023
CAC40	30 décembre 2022	6 471,31
	29 décembre 2023	**7 543,18**
	Évolution en décembre 2023	+3,66 %
	Évolution sur 12 mois	+16,37 %
DAXX	30 décembre 2022	13 923,59
	29 décembre 2023	**16 751.64**
	Évolution en décembre 2023	+3,62 %
	Évolution sur 12 mois	+20,31 %
Footsie	30 décembre 2022	7 451,74
	29 décembre 2023	**7 733,24**
	Évolution en décembre 2023	+4,17 %
	Évolution sur 12 mois	+3,78 %
Eurostoxx	30 décembre 2022	3 792,28
	29 décembre 2023	**4 518,28**
	Évolution en décembre 2023	+3,54 %
	Évolution sur 12 mois	+17,53 %
Dow Jones	30 décembre 2022	33 147,25
	29 décembre 2023	**37 689,54**
	Évolution en décembre 2023	+6,35 %
	Évolution sur 12 mois	+13,67 %
Nasdaq Composite	30 décembre 2022	10 466,48
	29 décembre 2023	**15 011,35**
	Évolution en décembre 2023	+5,47 %
	Évolution sur 12 mois	+43,69 %
S&P 500	30 décembre 2022	3 839,50
	29 décembre 2023	**4 769,83**
	Évolution en décembre 2023	+4,90 %
	Évolution sur 12 mois	+24,32 %
Nikkei	30 décembre 2022	26 094,50
	29 décembre 2023	**33 464,17**
	Évolution en décembre 2023	+0,43 %
	Évolution sur 12 mois	+28,24 %
Shanghai Composite	30 décembre 2022	3 089,26
	29 décembre 2023	**2 974,93**
	Évolution en décembre 2023	-1,55%
	Évolution sur 12 mois	-3,70 %
Euro/dollar	30 décembre 2022	1,0697
	29 décembre 2023	**1.1060**
	Évolution en décembre 2023	+0,80 %
	Évolution sur 12 mois	+3,33 %
Once d'or en dollars	30 décembre 2022	1 815,38
	29 décembre 2023	**2 066.67**
	Évolution en décembre 2023	+0,93 %
	Évolution sur 12 mois	+13,13 %
Pétrole Baril Brent En dollars	30 décembre 2022	84,08
	29 décembre 2023	**77.13**
	Évolution en décembre 2023	-7,02 %
	Évolution sur 12 mois	-10,34 %

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