

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</b> .....	2
<i>L'Europe puissance a-t-elle un sens ?</i> .....	2
<b>HORIZON FRANCE</b> .....	4
<i>France, comment sortir de l'impasse budgétaire ?</i> .....	4
<i>France à la recherche d'un second souffle</i> .....	5
<b>HORIZON EXTÉRIEUR</b> .....	9
<i>L'Espagne, un nouvel eldorado en Europe ?</i> .....	9
<i>Brésil, un potentiel d'un géant</i> .....	11
<i>Japon, la page de la déflation est-elle tournée ?</i> .....	16
<i>Économie américaine, stop ou encore ?</i> .....	18
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	20
<i>Le temps de l'argent pas cher et abondant est-il fini ?</i> .....	20
<i>Le bitcoin, la nouvelle valeur refuge ?</i> .....	21
<b>HORIZON LOINTAIN</b> .....	23
<i>La Russie et les sanctions, des effets de moins en moins certains</i> .....	23
<i>Intelligence artificielle : révolution ou mirage ?</i> .....	26
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	29
<i>Immobilier, des prix en baisse</i> .....	29
<i>France : une normalisation pour les faillites d'entreprise ?</i> .....	32
<i>Les statistiques économiques</i> .....	33
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i> .....	34



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



### L'EUROPE PUISSANCE A-T-ELLE UN SENS ?

Raymond Aron, en 1947, écrivait que « *l'Europe n'a jamais eu conscience d'elle-même comme une réalité politique* »

Trois quarts de siècle plus tard,

cette constatation demeure. L'Europe n'a été unifiée que sous l'Empire Romain et de, manière fugace et partielle, sous Charlemagne. L'Europe est avant tout un concept géographique allant des îles britanniques à l'Oural voire Vladivostok pour reprendre la célèbre formule du Général de Gaulle.

L'Europe est plurielle. L'héritage gréco-romain et le christianisme n'ont pas joué le même rôle au sein des différents États européens. L'Europe repose avant tout sur une combinaison d'unités politiques indépendantes avec une culture et des traditions qui leurs sont propres. Si une nostalgie impériale existe, elle ne saurait suffire pour remettre en cause les identités nationales. La France, l'Allemagne ou encore l'URSS en ont fait, à un moment ou un autre de leur histoire, l'amère expérience en essayant d'imposer leur système aux autres pays.

La construction européenne, après la Seconde Guerre mondiale, a été pensée comme un moyen pour éviter la résurgence des ressentiments, des frustrations entre les puissances du Vieux continent que ce soit la France,

l'Allemagne ou l'Italie. Au-delà de la cicatrization des plaies de la Seconde Guerre mondiale, la coopération des États d'Europe de l'Ouest visait également à constituer un front uni face à la menace soviétique. Cette construction, avec le marché commun de l'acier et du charbon, élargi en 1957 à tous les biens ou presque, la politique agricole commune puis le marché ainsi que la monnaie unique, a été couronnée de succès. La chute du mur de Berlin en 1989 s'est traduite par l'élargissement à l'Est. Les anciens membres du Pacte de Varsovie ont été intégrés à l'Union européenne et à l'OTAN. Cette ouverture aux États membres de l'ex-URSS a répondu à des objectifs de solidarité et de géopolitique. Il a été jugé inconvenant de ne pas accepter des pays qui pendant près de 50 ans avaient été sous le joug soviétique. L'Allemagne réunifiée souhaitait, par ailleurs, restaurer ses relations économiques historiques avec les États d'Europe de l'Est. Le passage alors à 28 États membres n'a pas donné lieu à une réelle réflexion au niveau de la structuration des compétences et de la gouvernance. Les relations avec les autres États de l'Est que sont l'Ukraine, la Biélorussie et la Russie ont été négligées, ces États étant passés en pertes et profits compte tenu des difficultés auxquelles ils étaient alors confrontés. Enivrés par « *la fin de l'Histoire* », les Européens en ont oublié qu'elle demeurait éminemment tragique. Ils auraient pu en prendre



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

conscience lors de la guerre des Balkans dans les années 1990 mais ils s'en sont alors remis aux États-Unis. Trente ans plus tard, l'Europe ne sait pas sur quel pied danser. Nul n'imagine réellement une Europe fédérale à laquelle n'a jamais cru Raymond Aron. Nul n'imagine une armée européenne unifiée dotée de la dissuasion nucléaire. Les Français seraient-ils prêts à périr pour Tallinn ? Pour autant, le possible désengagement américain exigera des réponses des États européens. Ce désengagement est inévitable, 80 ans après le débarquement de Normandie. La présence militaire en Europe, des États-Unis, un État profondément isolationniste était motivée par leurs intérêts économiques et la bataille qu'ils menaient contre l'URSS. Il n'est pas certain aujourd'hui que l'Europe soit jugée comme une priorité absolue

par les États-Unis. Les tergiversations du Congrès américain est un signe d'un possible désengagement à terme. Le Général de Gaulle doutait déjà dans les années 1960 du parapluie américain ce qui avait alors justifié le développement de la bombe H en France et sa décision de sortir du commandement intégré de l'OTAN. Il considérait que la France, tout en étant dans le camp atlantique ne pouvait garantir sa sécurité qu'en étant indépendante. Pour lui, l'Europe n'existait que par ses Nations, ce qui n'interdisait aucunement l'approfondissement des coopérations qu'elles soient économiques ou militaires. En 2024, cette vision demeure d'actualité.

**Jean-Pierre Thomas**  
**Président de Thomas Vendôme Investment**



## HORIZON FRANCE

### FRANCE, COMMENT SORTIR DE L'IMPASSE BUDGÉTAIRE ?

Le déficit public a atteint, en France, 5,5 % du PIB en 2023, bien au-dessus de l'objectif de 4,9 % initialement retenu. Le ralentissement de la croissance explique en partie cette dérive. Le retour du déficit public à moins de 3 % du PIB d'ici 2027 est rendu plus difficile et nécessitera une réelle politique d'austérité qu'aucun gouvernement n'a réellement engagée depuis une trentaine d'années.

La croissance moyenne du PIB prévue sur la période 2024-2027 par le gouvernement français était initialement (à la fin de 2023) de 1,6 % par an. Or, en ramenant le taux de croissance de 1,4 à 1 % pour 2024, la croissance moyenne sur quatre ans n'est plus que de 1,5 % par an. Elle pourrait même être moindre, sachant que pour 2024 de nombreux instituts économiques prévoient une croissance inférieure à 1 %. Plusieurs facteurs contribuent à la baisse de la croissance potentielle de la France : insuffisance de l'investissement en nouvelles technologies et des dépenses de Recherche-Développement, attitudes négatives vis-à-vis du travail, recul de la durée du travail, vieillissement de la population active, faiblesse des compétences, etc.

La croissance potentielle d'un pays dépend de sa productivité, de l'évolution de sa population active ainsi que de celle de son taux d'emploi. Or, la productivité par tête a diminué de plus de 5 % de 2018 à 2023. La

population de 15 à 64 ans diminue depuis 2022. Si le taux d'emploi a fortement augmenté passant de 64 à plus de 68 % de 2010 à 2023, il reste près de 10 points inférieur au niveau constaté au sein des États d'Europe du Nord. Dans ces conditions, selon l'économiste de Natixis Patrick Artus, le taux de croissance potentielle du pays ne devrait pas dépasser 0,8 % et déficit public serait, toute chose étant égale par ailleurs, non pas de 2,7 % en 2027 mais de 4,3 %.

Pour respecter les objectifs adressés à la Commission de Bruxelles, le gouvernement serait amené à réaliser au minimum 10 milliards d'euros d'économies en 2024 et 20 milliards d'euros en 2025. La diminution des dépenses publiques aura un effet économique en réduisant la croissance de 0,8 point de PIB par an, soit en cumulé 3,2 points. Le déficit public serait, par ces moindres dépenses, aggravé de 1,6 point. Le risque est la stagnation de la croissance entre 2024 et 2027 avec des tensions sociales à la clef. Ce scénario a été expérimenté par l'Italie dans les années 2010. Pour y échapper, le gouvernement espère une baisse du taux d'épargne et une reprise de l'économie mondiale. La question d'une augmentation du volume de travail et celle de l'investissement se posent. Sur le premier point, aucun consensus ne se dégage en faveur de mesures visant à augmenter le nombre d'heures par actif.



Le gouvernement compte également sur l'amélioration du taux d'emploi. À cette fin, il a reporté l'âge légal de départ à la retraite de 62 à 64 ans. La France a un déficit d'emploi par rapport aux États d'Europe du Nord de 10 points (68 % contre 78 %). L'emploi croîtrait de 0,7 % en 2024 et de 1,3 % par an de 2025 à 2027), ce qui, avec un recul de 0,1 % par an de la population en âge de travailler, implique une hausse de 5 points du taux d'emploi, de 2024 à 2027. Celui-ci passerait à 73 % d'ici 2027. Le respect du programme transmis à Bruxelles suppose que la dépense publique n'augmente que de 0,6 % en volume de 2023 à 2027. Or, depuis plus de vingt ans, la France n'a jamais été capable de respecter les

plans de réduction des déficits publics qu'elle avait communiqué à la Commission, le montant des dépenses ayant tendance à progresser de 1 % par an. De 2010 à 2023, les dépenses publiques ont progressé de 15 % en valeur réelle (déflatées de l'inflation).

Faute de pouvoir compter sur un rebond de la croissance, les marges de manœuvre du gouvernement sont faibles avec des prélèvements obligatoires qui dépassent 43 % du PIB. Toute proposition de réduction des dépenses risque de provoquer une levée des boucliers. L'absence de majorité absolue à l'Assemblée nationale rend difficile l'engagement d'un processus d'assainissement budgétaire.

## FRANCE À LA RECHERCHE D'UN SECOND SOUFFLE

Au mois de mars, la Banque de France a révisé à la baisse ses prévisions de croissance datant de décembre dernier. Cette année, la croissance du PIB de la France ne devrait pas dépasser 0,8 % après avoir atteint 0,9 % en 2023. Pour 2025 et 2026, une amélioration est attendue par la banque centrale avec une croissance respective de 1,5 % et 1,7 % sous l'effet du repli de l'inflation.

### UNE INFLATION EN BAISSÉ JUSQU'EN 2026

La Banque de France estime que la progression de l'indice des prix harmonisé passerait de 5,7 % en 2023 à 2,5 % en 2024, puis à 1,7 % en 2025, niveau auquel elle demeurerait en 2026. En glissement sur un an, elle avoisinerait 2 % d'ici la fin de l'année. La normalisation du prix des matières premières alimentaires et de l'énergie se

poursuivrait et permettrait aux biens de consommation alimentaires et industriels de connaître des hausses de prix mesurées en 2025-2026 tandis que les prix finaux de l'énergie se replieraient sur ces deux années. Pour la banque centrale, le prix des services ralentirait plus tardivement. À l'horizon 2026, ils retrouveraient une inflation proche de leur moyenne 2002-2009 (2,6 %). Au total, l'inflation sous-jacente (IPCH hors énergie et alimentation) s'élèverait à 2,4 % en 2024, à 2,2 % et à 1,9 % respectivement en 2025 et 2026.

### UNE AUGMENTATION ATTENDUE DU POUVOIR D'ACHAT

Les salaires nominaux augmenteraient plus vite en 2024 et 2025 que les prix, permettant une amélioration du pouvoir d'achat des revenus d'activité.



La hausse du salaire moyen par tête corrigé de l'activité partielle a été révisée par la Banque de France à 3,2 % en 2024 (contre une hausse de 4,1 % dans les projections de décembre). En 2025 et 2026, les salaires augmenteraient de 2,5 % par an.

Le taux de chômage augmenterait légèrement pour se rapprocher de 7,8 % de fin 2024, contre 7,5 % au quatrième trimestre 2023. Le chômage serait amené à baisser en 2025 et 2026 pour revenir progressivement à son taux de fin 2023.

#### **DES DÉPENSES DE CONSOMMATION EN AUGMENTATION**

Les dépenses des Français seraient en hausse en 2024 mais la progression resterait faible de l'ordre de 1,1 %, au lieu de 1,5 % envisagé en décembre. La Banque de France estime que les ménages continueraient à maintenir un taux élevé d'épargne.

#### **L'INVESTISSEMENT ATTENDU EN BAISSE**

L'investissement est désormais attendu en recul de 1,2 % en 2024, soit une baisse trois fois plus importante que ce qui était prévu. Même l'investissement des entreprises qui avait jusqu'ici soutenu l'activité se replierait désormais (-0,6 % contre +0,5 % prévu initialement). La reprise de l'investissement est espérée en 2025.

#### **UNE CROISSANCE MODÉRÉE AU PREMIER TRIMESTRE 2024**

D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France

début mars, la croissance du PIB serait au premier trimestre 2024 de 0,2 %. Avec la baisse de l'inflation, la Banque de France espère une reprise de la consommation d'ici 2025. Elle s'attend également à une amélioration de la contribution de l'investissement privé à la croissance d'ici 2026 grâce notamment à la baisse des taux d'intérêt.

La révision de la croissance de l'économie française pour 2024 par la Banque de France est en phase avec les prévisions de la grande majorité des instituts de conjoncture qui tablent sur une croissance du PIB en France se situant entre 0,8 et 0,9 %. En raison de la stagnation de l'activité sur le second semestre, l'acquis de croissance pour 2024 est faible.

#### **PRÉVISIONS DE CROISSANCE DE L'INSEE : UNE LANGUEUR BIEN MONOTONE**

Dans la note de conjoncture de l'INSEE du mois de mars, ce n'est qu'à partir du deuxième trimestre 2024 que l'économie française devrait sortir de la stagnation dans laquelle elle se meut depuis l'été 2023. Le retour de la croissance s'effectuera grâce à une reprise modérée de la consommation. Les incertitudes demeurent nombreuses notamment en ce qui concerne le comportement des ménages en matière d'épargne. Les ménages français n'ont pas, en effet, puisé, dans leur cagnotte covid. Depuis le début de la guerre en Ukraine, ils ont eu tendance à renforcer, le taux d'épargne ayant atteint près de 18 % du revenu disponible brut à la fin de l'année 2023.



### LE PROCESSUS DE DÉSINFLATION BIEN ENGAGÉ

Selon l'INSEE, le processus de désinflation serait, en France, bien engagé. Le taux d'inflation est revenu à +2,9 % sur un an en février 2024 contre +6,3 % un an plus tôt. Si le reflux se poursuit, ce taux serait de +2,6 % en juin. Depuis quelques mois, les prix alimentaires et des produits manufacturés tendent à se stabiliser ; l'inflation étant désormais avant tout portée par les prix de services.

### UNE RÉELLE AMÉLIORATION DU POUVOIR D'ACHAT DES MÉNAGES

Les hausses de salaires demeurent limitées évitant ainsi d'alimenter une boucle prix-salaires. Après deux années de recul (en 2022 et en 2023), les salaires réels augmenteraient néanmoins depuis le début de l'année 2024. Les ménages bénéficient de la revalorisation des prestations, notamment des pensions de retraite et de l'augmentation des revenus du patrimoine. La tendance serait à une augmentation à mi-année du pouvoir d'achat des ménages de 0,8 %, ce dernier ayant augmenté de 0,3 % en 2023.

### UNE REPRISE MODESTE DE LA CONSOMMATION

Les gains de pouvoir d'achat favoriseraient une légère reprise de la consommation des ménages. Une hausse des achats alimentaires est attendue après deux années de recul inédit. Les dépenses d'hébergement-restauration augmenteraient également. Néanmoins, la reprise de la consommation est entravée par le faible niveau de confiance des ménages. Dans les prochains mois, l'INSEE n'escompte pas

une réelle baisse du taux d'épargne qui resterait entre deux et trois points au-dessus de celui observé fin 2019.

La consommation des ménages augmenterait de 0,3 % au premier trimestre puis de +0,4 % au deuxième. Au cours du premier trimestre, le recul des achats dans l'automobile, en contrecoup de la hausse marquée de fin 2023, pénaliserait la consommation. Le marché automobile n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise sanitaire, bien que les immatriculations soient reparties à la hausse en février. En matière de services, la consommation progresserait à un rythme tendanciel. Sur l'ensemble du premier semestre, la progression de la consommation serait globalement comparable à celle du pouvoir d'achat.

### LA PANNE DE L'INVESTISSEMENT CONFIRMÉE

L'investissement demeurerait déprimé dans les prochains mois en raison du resserrement des conditions de financement. Les promoteurs immobiliers restent très pessimistes et la construction de logements neufs poursuivrait son repli, même si celui-ci s'atténuerait un peu au printemps. Les travaux de rénovation seraient, en revanche, en hausse. L'investissement des ménages serait en recul au cours du premier semestre et celui des entreprises se stabiliserait (-0,1 % prévu au premier trimestre puis 0,0 % au deuxième). L'acquis de croissance à mi-année serait négatif (-0,4 %). D'un côté, l'investissement en services, notamment en information-communication, retrouverait un certain dynamisme (+0,6 % par trimestre) après le trou d'air du quatrième trimestre. À l'inverse, l'investissement en



produits manufacturés, notamment en biens d'équipement, continuerait de diminuer (-0,8 % par trimestre). Dans la construction, le recul se poursuivrait, mais à un rythme de plus en plus modéré (-0,6 % au premier trimestre, puis -0,2 % au deuxième), les mises en chantier de bâtiments non résidentiels se stabilisant depuis quelques mois.

Selon les enquêtes de conjoncture, les entreprises restent prudentes sur leurs intentions d'achat et signalent l'impact nettement défavorable des conditions de financement. L'investissement en biens d'équipement reculerait. Seules les dépenses en services, notamment informatiques enregistreraient une progression régulière.

L'investissement des ménages est ainsi attendu en recul de 1,0 % au premier trimestre et de -0,5 % au deuxième. Celui des entreprises baisserait de 0,1 % au premier trimestre et serait atone au deuxième.

#### L'ÉVOLUTION HEURTÉE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS

Les importations sont attendues en hausse au premier trimestre 2024 compte tenu du déstockage constaté en fin d'année dernière. Elles augmenteraient de 1,4 %. Au deuxième trimestre, la hausse serait de 0,7 %, soutenue quelque peu par le redémarrage de la consommation. Les exportations auraient un profil heurté du fait des grands contrats navals (+0,3 % prévu au premier trimestre 2024 puis +1,4 % au deuxième) mais seraient plus dynamiques que la demande mondiale adressée en moyenne au premier semestre, reflétant le rattrapage progressif

des exportations aéronautiques. En 2024, les ventes d'avions seraient en hausse de +9 %, soit un objectif de 800 appareils contre 735 appareils livrés en 2023.

En raison de la progression des importations, le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance du PIB au premier trimestre 2024 (-0,4 point prévu), sous l'effet du rebond des importations, puis positivement au deuxième trimestre (+0,3 point).

#### UNE LÉGÈRE PROGRESSION DE L'EMPLOI

D'ici mi-2024, avec une croissance modeste sur le semestre, l'emploi progresserait toujours mais de manière limitée (+40 000). Compte tenu de la hausse de la population active, notamment sous l'effet de la réforme des retraites, le taux de chômage augmenterait en s'élevant à 7,6 % mi-2024 contre 7,2 % un an plus tôt.

#### CROISSANCE, UN LÉGER REDÉMARRAGE À COMPTER DU DEUXIÈME TRIMESTRE

Au premier trimestre, le PIB resterait étale sur fond de baisse de l'investissement et de faible augmentation de la consommation. L'activité continuerait, par ailleurs de fléchir dans la construction. Au deuxième trimestre, l'activité progresserait de 0,3 %. Au total, l'acquis de croissance à mi-année pour 2024 serait modeste, à hauteur de +0,5 %.

La France échappe à la récession mais la croissance ne tient que d'un souffle. La demande reste atone et le secteur de la bâtiment est toujours en souffrance en raison de la rareté du foncier de la hausse des taux.



## HORIZON EXTÉRIEUR

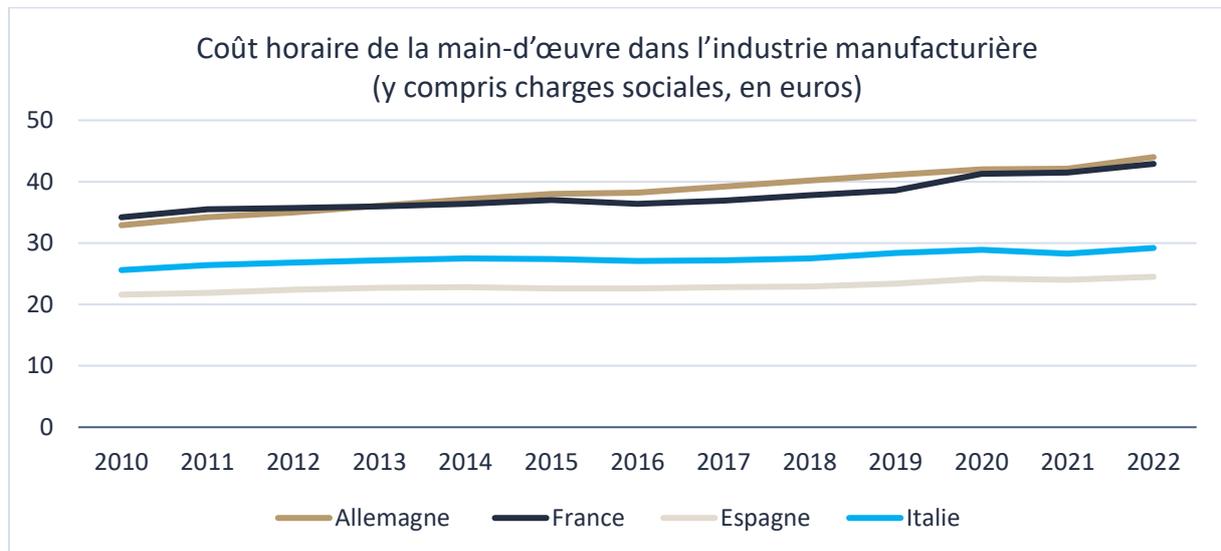
### L'ESPAGNE, UN NOUVEL ELDORADO EN EUROPE ?

L'Espagne, quatrième économie de la zone euro, enregistre depuis plusieurs années de bons résultats. Sa balance commerciale est presque équilibrée et sa balance courante est excédentaire. Sa production industrielle résiste mieux que celle de ses partenaires européens.

Les investisseurs privilégient de plus en plus l'Espagne. Cette attractivité se traduit par une baisse des taux d'intérêt à long terme sur la dette publique. L'écart avec ceux de l'Allemagne ou de la France s'est réduit. Les taux espagnols sont désormais plus proches de ceux de la France que de ceux de l'Italie. Ce choix des investisseurs est loin d'être irrationnel. Il repose sur une croissance élevée, une moindre exposition au commerce mondial de biens, une compétitivité coût avantageuse et un mix énergétique favorable.

De 2010 à 2023, l'Espagne fait, en termes de croissance, aussi bien que la France, (+17 %) et à peine moins que l'Allemagne (+20 %). Ce résultat a été obtenu malgré la forte contraction du PIB subie entre 2010 et 2015 au moment de la crise des dettes souveraines. Depuis 2015, l'Espagne enregistre des taux de croissance plus élevés que les autres grands pays européens. Entre 2018 et 2023, son PIB s'est accru de plus de 6 % quand il n'a progressé que de 4 % pour la France et l'Italie et de 2 % pour l'Allemagne.

Au cours des trente dernières années, l'Espagne a développé ses exportations au point qu'elles représentent 36 % du PIB. Ce ratio est supérieur à celui de la France (32 %) et à celui de l'Italie (34 %). Il est en revanche inférieur à celui de l'Allemagne (48 %). L'Espagne a réussi à conserver ses parts de marché grâce à une bonne compétitivité coût.



Cercle de l'Épargne - données Eurostat



La production industrielle espagnole a progressé depuis 2019 quand elle a diminué de 10 % en Allemagne et reculé de 5 % en France. L'Espagne est devenue le deuxième constructeur automobiles de la zone euro avec plus de 17 usines. Renault produit plus de voitures en Espagne qu'en France.

La balance commerciale pour les produits industriels est presque équilibrée quand elle est structurellement déficitaire en France, autour de 100 milliards d'euros pour la France. L'Espagne est également devenue un acteur important en matière de produits agricoles. 17 % des exportations espagnoles, en 2022, étaient constituées de produits alimentaires.

L'Espagne, démunie d'hydrocarbures, a opté pour les énergies renouvelables aidée en cela par des conditions météorologiques favorables. Le pays a décidé, par ailleurs, de sortir du nucléaire d'ici 2035 (7 réacteurs en exploitations construits après le 1<sup>er</sup> et le 2<sup>e</sup> choc pétrolier). Actuellement,

70 % de l'électricité provient soit du nucléaire, soit du renouvelable, limitant l'exposition du pays aux augmentations des prix des hydrocarbures.

L'Espagne bénéficie par ailleurs, des recettes du tourisme. Si elle est devancée par la France pour le nombre de touristes étrangers, elle occupe la première place mondiale en ce qui concerne les dépenses de ces derniers. Ces recettes contribuent à améliorer la balance des paiements courants qui est excédentaire dans le pays quand celle de la France est déficitaire.

L'Espagne ne manque pas d'atouts économiques grâce à une compétitivité coût favorable et à un recours croissant aux énergies renouvelables. À la différence de la France, elle n'a pas souffert d'une désindustrialisation ces vingt dernières années. Elle est néanmoins exposée aux conséquences du réchauffement climatique susceptible de remettre en cause son agriculture intensive, tout comme les activités touristiques.



## BRÉSIL, UN POTENTIEL D'UN GÉANT

Régulièrement, le Brésil est annoncé comme une future grande puissance devant prendre place aux côtés des États-Unis et de la Chine. Or, à chaque fois, l'espoir retombe brutalement. Malgré des richesses importantes, une population en croissance, le pays retombe dans ses travers, parmi lesquels figurent la corruption, le protectionnisme et les inégalités. Membres des BRICS, le Brésil développe ses relations commerciales avec la Russie et la Chine au détriment de celles avec l'Europe et les États-Unis.

Le Brésil est, après les États-Unis, la deuxième puissance démographique et économique des Amériques. Il comptait, en 2022, 215 millions d'habitants dont plus des quatre cinquièmes habitent en milieu urbain. Il est le cinquième pays du monde par sa superficie (8,5 millions de km<sup>2</sup>). Son PIB s'élevait à 2 127 milliards de dollars en 2023 selon les dernières projections du FMI, ce qui place le pays au 9<sup>ème</sup> rang mondial devant le Canada et juste derrière l'Italie.

Le Brésil peut compter sur une économie diversifiée même si l'agriculture constitue un vecteur important de sa croissance. Le Brésil est le 3<sup>e</sup> exportateur agricole mondial avec 7 % des parts de marché mondiales, tout en ne représentant, de manière globale, que 1,4 % du commerce mondial. L'agroalimentaire et le négoce agricole pèsent 20 % du PIB. Le pays est, en effet, le premier producteur mondial de café, de jus d'orange et de sucre ; le 2<sup>e</sup> producteur

de soja et de viandes bovines et le 3<sup>e</sup> en ce qui concerne les volailles et le maïs. Le Brésil est également un important producteur d'énergie et de matières premières. Il dispose de réserves importantes de fer, d'aluminium et de nombreux métaux précieux. Le Brésil est le 10<sup>e</sup> producteur de pétrole mondial avec une production de plus de 3,7 millions de barils/jour en 2023. Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, le pays pourrait devenir le 6<sup>e</sup> producteur mondial de pétrole d'ici 2035.

Le Brésil dispose également d'un puissant secteur industriel (machines outil, énergie, matériels de transport, automobile, aéronautique, électronique). Le pays peut également compter sur un secteur tertiaire dynamique, en particulier dans les domaines de la banque, l'assurance et de la distribution.

### LES HAUTS ET LES BAS DU BRÉSIL

Les cycles économiques, au Brésil, sont violents, les phases de forte croissance et de forte récession se succèdent à un rythme forcené. Les tensions inflationnistes sont permanentes dans un pays soumis à un interventionnisme public important et se traduisent par une dette publique élevée. Elle dépassait, en 2023, 88 % du PIB. Cette dernière s'élevait à 57 % en 2014.

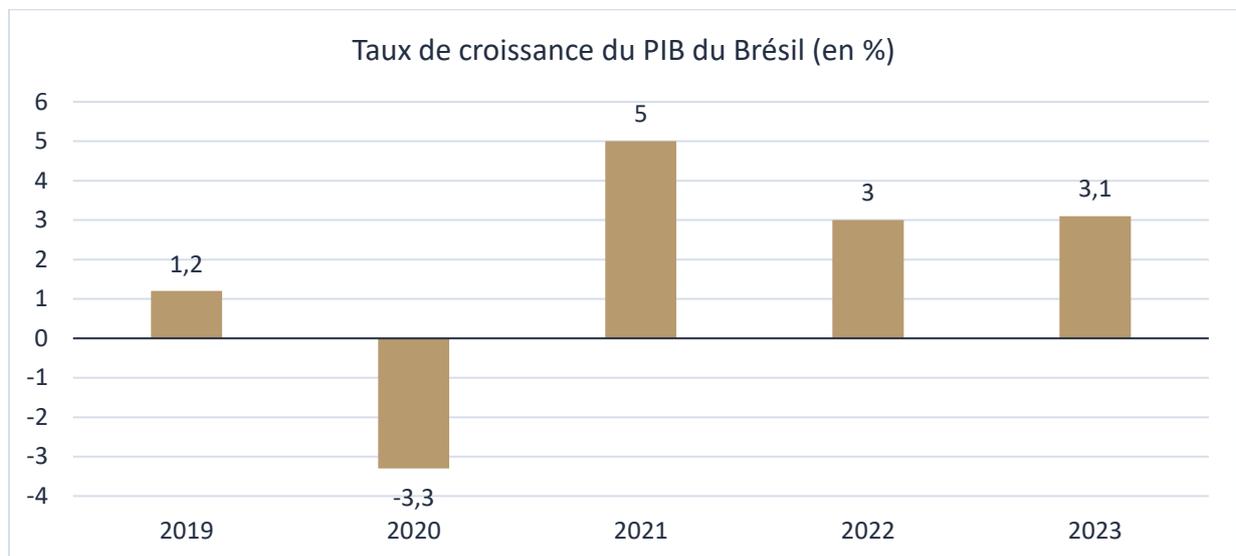
Hormis la période covid, la dernière grande crise date de 2015/2016. Le PIB du pays avait reculé en deux ans de plus de 6 %. La récession s'était nourri des scandales politiques à répétition.



Elle avait été accentuée par la chute des cours des produits agricoles et des matières premières. Durant la première partie des années 2010, l'inflation a provoqué une baisse du pouvoir d'achat des Brésiliens et une fuite des capitaux.

La croissance au Brésil en 2023 a été d'un niveau élevé (+3,1 %), proche de

celle de 2022 (+2,9 %). En 2021, dans le cadre du rebond postpandémie, le taux de croissance avait atteint 5 % faisant plus que compenser le recul de 2020 (-3,3 %). Le PIB brésilien est désormais supérieur à son niveau pré-pandémie (+7,7 % en 2023 par rapport à 2019 en termes réels).



Cercle de l'Épargne – données FMI

Le Brésil semble être entré dans un nouveau cycle d'expansion même si plusieurs facteurs pourraient entraver cette dernière : la faiblesse de l'épargne et de l'investissement, l'inflation, la qualité des infrastructures publiques, l'insécurité, les inégalités et le positionnement géopolitique.

#### LE PROBLÈME DE L'INVESTISSEMENT ET DE L'ÉPARGNE

Un pays émergent se caractérise, en règle générale, par un taux d'investissement et un taux d'épargne élevés. En 2023, le taux d'investissement était, au Brésil de 18 % du PIB, contre 25 % au Mexique,

32 % en Inde et 42 % en Chine. Toujours en 2023, le taux d'épargne s'élevait à 18 % du PIB au Brésil, contre 22 % au Mexique, 30 % en Inde et 45 % en Chine. Un faible taux d'investissement est synonyme, sur moyenne période, d'une croissance faible.

#### DE FAIBLES GAINS DE PRODUCTIVITÉ ET UNE INFLATION STRUCTURELLEMENT FORTE

Les gains de productivité sont, depuis une vingtaine d'années, faibles et plus proches de ceux des pays occidentaux que de ceux des pays émergents. Ces faibles gains constituent un handicap majeur pour l'enclenchement d'un cycle



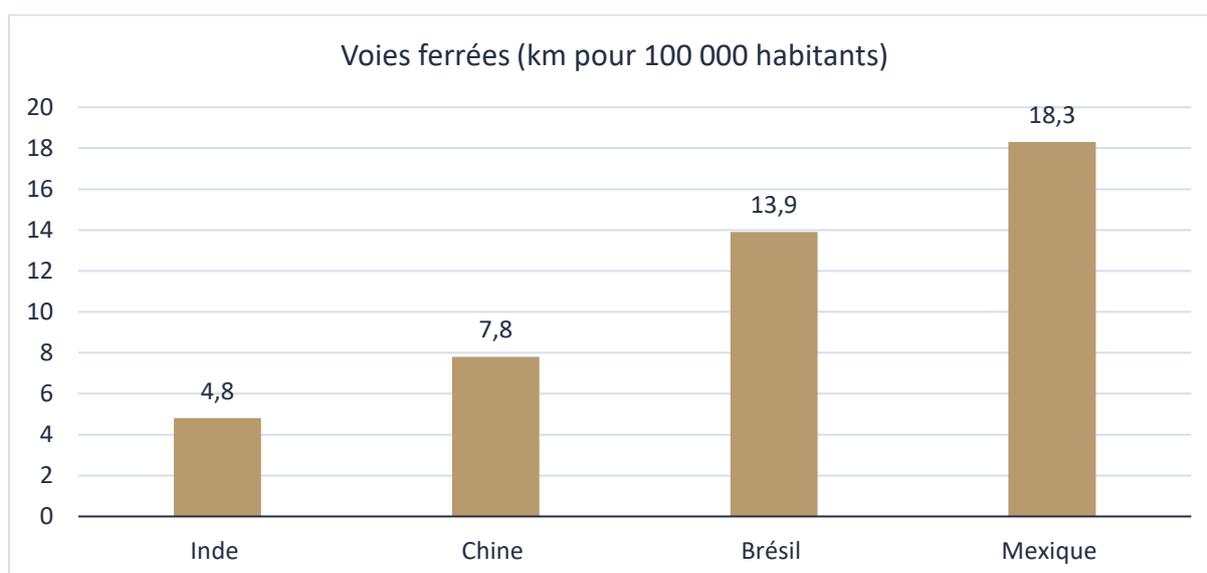
vertueux de croissance. L'inflation sur moyenne période tourne autour de 6 % tout comme l'augmentation des salaires. Cette dernière étant nettement supérieure aux gains de productivité (entre 1 et 2 %), contraint les entreprises à réduire les taux de marge et augmenter leurs prix. Cela induit une dégradation de la compétitivité des entreprises brésiliennes. Les gouvernements successifs ne favorisent pas une recherche accrue de compétitivité et la maîtrise des salaires en privilégiant des politiques protectionnistes. Pour lutter contre l'inflation, la banque centrale est contrainte de maintenir des taux directeurs élevés. Au début de 2024, le taux SELIC (taux directeur brésilien) était de 12 % soit près de trois fois plus que le taux de la BCE. Hormis pendant la période covid, les taux directeurs au Brésil évoluent entre 10 et 12 % ce qui pénalise l'investissement des entreprises.

### L'AUGMENTATION DE LA POPULATION ACTIVE, UN ATOUT POUR LE BRÉSIL

La population active continue à augmenter au Brésil (+0,4 % par an) quand elle décline au sein de l'OCDE et en Chine. La proportion des 15/39 ans dans la population totale est de 39 % contre 33 % en Chine et 38 % dans les pays de l'Asie du Sud Est. En Inde, ce ratio est de 42 % et au Mexique de 40 %. La proportion des 15/30 par rapport à la population âgée de 15 à 64 ans est de 56 % au Brésil.

### DES INFRASTRUCTURES PERFECTIBLES

La production d'électricité par habitant est de 3 000 kilowatts en 2022, contre 6 200 en Chine, 2 900 au Mexique et 1 200 en Inde. Cette production est stable depuis une quinzaine d'années quand elle augmente en Chine et en Inde. Le Brésil dispose d'un réseau correct pour le ferroviaire mais, au vu de la superficie du pays, il demeure insuffisant.



Cercle de l'Épargne – données Banque mondiale



## **UNE DÉPENDANCE CROISSANTE VIS-À-VIS DE LA CHINE ET DE LA RUSSIE**

Depuis 2015, le Brésil a joué la carte des Brics en se détournant des États-Unis et de l'Union européenne. Les exportations vers la Chine et la Russie sont passées de 20 à 120 milliards de dollars entre 2010 et 2023. Celles vers les États-Unis sont, sur la même période, passées de 20 à 40 milliards de dollars et celles vers l'Union européenne de 20 à 50 milliards de dollars. Les importations en provenance des États Unis et de l'Union européenne sont relativement stables quand celles de Chine et de Russie progressent rapidement. Ces dernières se sont élevées en 2023 à plus de 70 milliards de dollars, contre 40 milliards de dollars tant pour celles des États-Unis ou de l'Union européenne. Les importations de Chine et de Russie ont été multipliées par quatre en quinze ans. Or, la Chine comme la Russie ne sont plus, ou pas, des marchés porteurs compte tenu de l'évolution de leur population. L'Europe et les États-Unis demeurent les zones commerciales les plus dynamiques. Les difficultés commerciales entre l'Union européenne et le Mercosur - dont le Brésil est membre - ne facilitent pas une

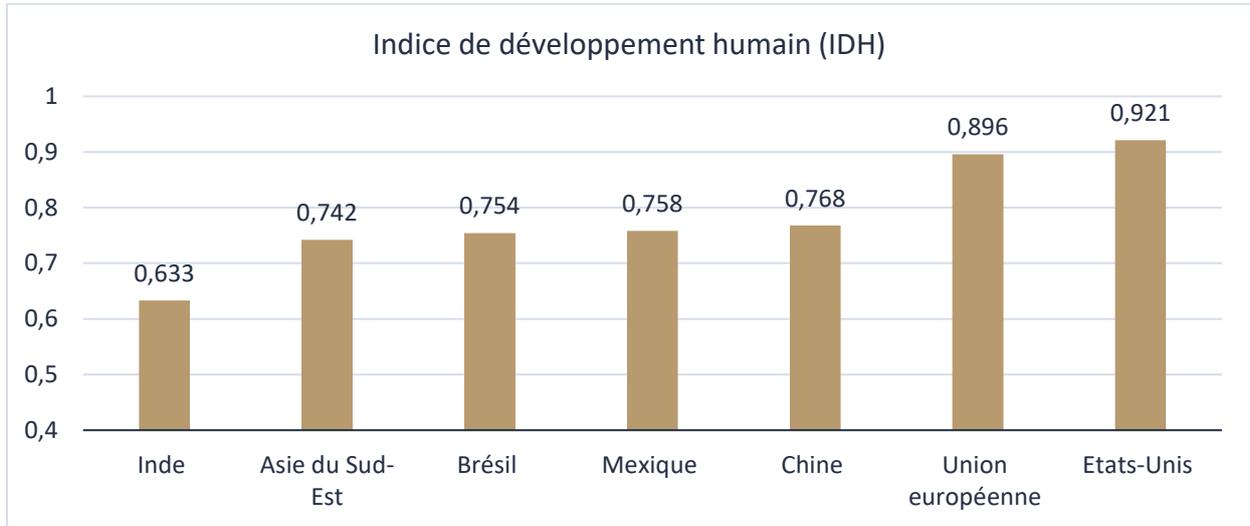
réorientation des échanges. Vus du Brésil, l'Europe comme les États-Unis mettent en œuvre des politiques protectionnistes visant à exclure les pays émergents de leurs marchés.

## **UNE INDUSTRIE À LA PEINE**

Malgré ou plutôt à cause des mesures protectionnistes, l'industrie brésilienne recule au sein de la valeur ajoutée depuis une dizaine d'années. Le pays se spécialise de plus en plus dans l'agroalimentaire et dans les services. Le secteur tertiaire représente 60 % du PIB quand les autres secteurs pèsent moins de 10 points de PIB.

## **DES INÉGALITÉS PERSISTANTES**

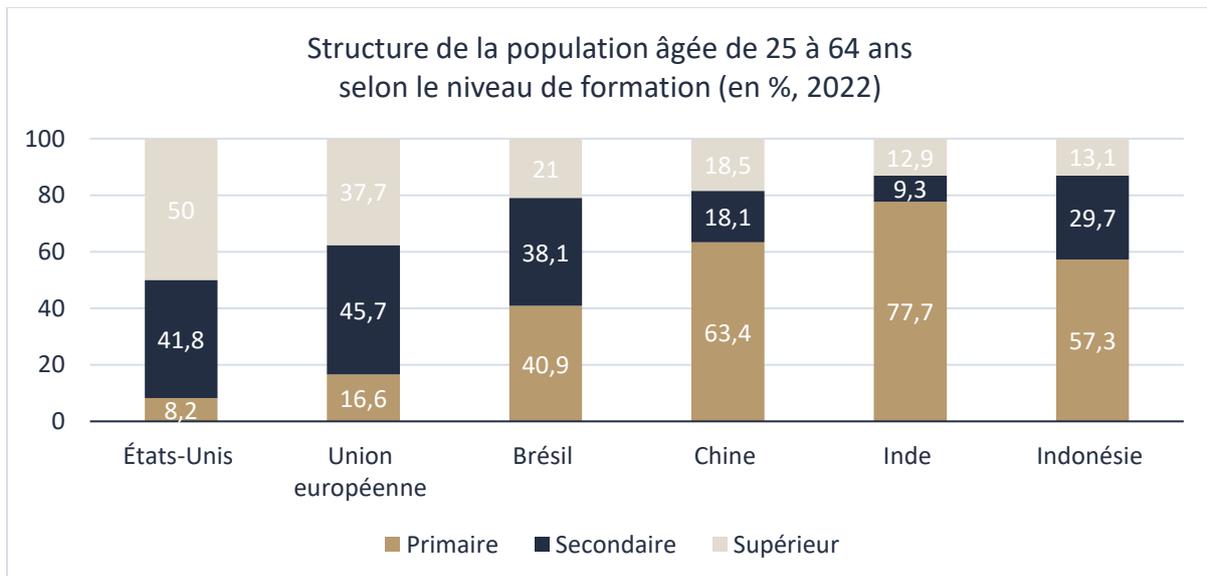
Le Brésil est classé parmi les pays émergents principalement en raison de la persistance d'importantes inégalités sociales. En retenant l'indice de Gini, les inégalités sont deux fois plus importantes au Brésil qu'au sein de la zone euro. Elles sont 40 % plus importantes qu'aux États-Unis. L'indice de développement humain des Nations unies du Brésil est inférieur à celui de la Chine et est plus proche de celui de l'Inde que de celui des États-Unis.



Cercle de l'Épargne – données ONU

Le niveau de formation reste faible au Brésil même s'il est supérieur à celui de la Chine. Un cinquième des actifs sont

diplômés de l'enseignement supérieur au Brésil contre la moitié aux États-Unis.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

### UN ENDETTEMENT PUBLIC ET EXTÉRIEUR ÉLEVÉ

Le Brésil accumule des déficits publics élevés depuis de nombreuses années. En 2023, ce déficit a dépassé 8 % du PIB. Cette accumulation conduit à une dette de 88 % du PIB et a comme

conséquence des taux d'intérêt élevés. Malgré les exportations de produits agroalimentaires et d'énergie, la balance courante du Brésil est déficitaire. Le pays importe une part croissante des biens industriels consommés. La dette extérieure a atteint, en 2023, 45 % du PIB.



Le Brésil a d'indéniables atouts dont la jeunesse de sa population active et la force de son agriculture. En revanche, il est pénalisé par la déficience de ses

infrastructures et l'insuffisance de l'investissement. L'insécurité juridique constitue également un handicap.

## JAPON, LA PAGE DE LA DÉFLATION EST-ELLE TOURNÉE ?

Dans les années 1980, le Japon était tout à la fois le symbole de la réussite économique et une menace pour les États-Unis et les États européens. C'était l'époque où Toyota, Nissan, Sony, Panasonic, etc. régnaient en maîtres sur de nombreux marchés. Le Japon était censé déloger les États-Unis de leur place de première puissance économique mondiale mais le miracle japonais s'est enrayé dans les années 1990. Le pays, sur fond de déclin démographique, est passé à côté de la révolution des technologies de l'information et de la communication pour laquelle il était, pourtant, bien placé. Sony qui avait une multitude de brevets en stock n'y a pas cru. Le conformisme japonais n'a pas facilité l'avènement d'un secteur qui a mis en avant son caractère disruptif. L'économie japonaise s'est alors enfoncée dans un cycle de faible croissance sur fond de déflation et d'envolée de la dette publique. Pour limiter les effets de l'attrition croissante de l'économie, la Banque centrale japonaise a, bien avant les autres, pratiqué une politique monétaire accommodante avec des taux directeurs faibles.

Le 19 mars dernier, la Banque du Japon a relevé ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 2007, afin de lutter l'inflation. L'objectif de taux d'intérêt pour les prêts au jour le jour,

auparavant compris entre -0,1 % et 0 % augmente d'un dixième de point de pourcentage. La banque centrale a également abandonné sa politique de contrôle de la courbe des rendements, qui plafonnait les rendements obligataires à long terme à 1 %. Le Japon semble ainsi suivre, avec retard, l'exemple des autres banques centrales. Le retour de l'inflation constitue une surprise pour ce pays. Avant 2022, l'inflation annuelle n'avait été supérieure à 2 % que pendant 12 mois au cours des dix années précédentes. Actuellement, il est au-dessus de ce niveau depuis 22 mois consécutifs. Avec la déflation, les salaires n'augmentaient plus. Mais, depuis quelques mois, leur progression, du moins dans les grandes entreprises, atteint plus de 5 %. La hausse rapide du cours des actions surprend également. L'indice Nikkei 225 a ainsi dépassé le record qu'il avait établi en décembre 1989, il y a plus de 35 ans...

### CETTE ÉVOLUTION TRADUIT-ELLE POUR AUTANT UNE NORMALISATION DE L'ÉCONOMIE JAPONAISE ?

Les caractéristiques structurelles d'une économie sont plus importantes que ses attributs nominaux comme l'inflation, les taux d'intérêt globaux et la croissance boursière. Si l'on considère les fondamentaux, même la hausse des taux d'intérêt japonais n'est



pas tout à fait ce qu'elle semble être. Les taux d'intérêt réels au Japon demeurent négatifs voire sont devenus encore plus négatifs qu'avant la crise sanitaire en raison de la hausse des prix. De toute façon, la banque centrale a indiqué dans sa déclaration du 19 mars dernier qu'elle prévoyait de maintenir des conditions financières accommodantes et qu'elle continuerait à acheter des obligations ce que ne font plus la BCE et la FED.

Le maintien de taux d'intérêt bas n'est pas sans lien avec le vieillissement de la population. Les ménages âgés épargnent de manière importante permettant de financer le déficit public qui en 2023 a été de 5,6 % du PIB. La demande interne est atone en raison de l'attrition démographique que connaît le pays. Le Japon perd chaque année 300 000 habitants. 30 % de la population a plus de 65 ans et le taux de fécondité reste à un niveau historiquement bas, 1,3 enfant par femme en 2023. Dans ce contexte, le FMI s'attend à une hausse du PIB de seulement 0,5 % par an au cours des quatre prochaines années, contre 2 % aux États-Unis. L'économie japonaise est bridée par les pénuries de main-d'œuvre, ce problème ne pouvant pas être compensé par l'arrivée de travailleurs immigrés compte tenu des fortes réticences au sein de la population.

Le maintien d'une politique monétaire accommodante est enfin justifié par le poids de la dette publique (255 % du PIB en brut et 159 % en net après compensation des actifs financiers de l'État). Ces taux figurent parmi les plus élevés au monde. Le service de la dette

absorbe près de 9 % du budget de l'État. Celui-ci ne supporterait pas un resserrement monétaire qui amènerait les taux à plus de 4 %.

Plusieurs risques menacent le Japon. Pour commencer, le ralentissement de la croissance de la Chine - sur fond de déclin démographique - le touche directement en réduisant le volume des exportations. Les tensions commerciales qui se multiplient sont également une source d'inquiétudes. Le Japon dépend des exportations de son industrie informatique et électronique ainsi que de ses constructeurs automobiles. Le pays sera également amené à réduire son déficit public. La pression du remboursement des intérêts sur le budget augmente d'année en année. Le système financier semble solide, mais le régulateur financier japonais a récemment renforcé sa surveillance des banques régionales. De nombreux observateurs s'inquiètent de l'effet des hausses de taux sur les prêts hypothécaires et sur les petites et moyennes entreprises qui ne disposent pas de réserves de liquidités importantes.

À moyen terme, l'inflation est susceptible de revenir en-dessous des 2 %, mais l'économie japonaise reste structurellement déflationniste. Le Japon a besoin de réformes qui accroissent la productivité et stimulent le taux de croissance potentiel. De plus en plus d'acteurs estiment que la politique monétaire ne peut pas résoudre tous les problèmes du pays. Une réorientation des dépenses publiques en faveur de la recherche et de l'investissement est de plus en plus demandée.



## ÉCONOMIE AMÉRICAINE, STOP OU ENCORE ?

Annoncée en récession depuis plusieurs mois, l'économie américaine connaît une croissance supérieure à la moyenne des pays de l'OCDE. En fin d'année, celle-ci a atteint 3 %. Depuis fin 2019, le PIB s'est accru de près de 8 % en termes réels, soit deux fois plus vite que celui de la zone euro et dix fois plus vite que celui du Japon. De son côté, le PIB du Royaume-Uni a stagné. Au vu du montant du déficit public, plus de 7 points de PIB, ce résultat n'est pas, en soi, un exploit. La première puissance mondiale utilise des vieux outils keynésiens pour doper son activité. Les plans de relance ont représenté le quart du PIB depuis 2020. Si ces plans ont indéniablement contribué à relancer l'inflation, ils ont également entraîné une progression de l'offre et du nombre d'emplois. Ce dernier a progressé de 4 % entre 2019 et 2023. Cette hausse a été rendue possible notamment par un recours important à l'immigration. La population née à l'étranger a progressé de 4,4 millions. Ce chiffre ne prend pas en compte les arrivées illégales. La flexibilité du marché du travail américain demeure réelle. Le choix d'aider les chômeurs durant la crise covid et non pas les salariés à travers leurs entreprises s'est révélé économiquement efficace. Le taux de chômage a progressé vivement en 2020 avant de diminuer tout aussi rapidement. En Europe, les gouvernements ont préféré geler l'emploi avec comme conséquence une diminution du nombre de faillites. Celle-ci a débouché sur un moindre renouvellement du tissu économique. La reprise aux États-Unis a été plus

forte et plus durable. La guerre en Ukraine a également favorisé l'activité. Les États-Unis ont exporté du gaz liquéfié en grande quantité en Europe bénéficiant, par ailleurs, de l'augmentation des cours. Le marché américain se révèle plus résilient que celui de l'Europe en étant moins ouvert au commerce international. La croissance est également portée par les entreprises du secteur de l'information et de la communication. Ces dernières ont été les grandes gagnantes de la pandémie. Après avoir subi un léger contrechoc en 2022, elles connaissent un nouvel engouement avec l'essor de l'intelligence artificielle.

Un ralentissement de l'économie américaine est attendu au premier semestre 2024 mais une nouvelle surprise n'est pas à exclure. Les experts prévoient, en fin 2023, une croissance annualisée de 1 % pour le premier trimestre. Or cette prédiction a déjà été plus que doublée depuis. Malgré tout, des nuages – de plus en plus nombreux – apparaissent sur la ligne d'horizon. Le pays vit en suralimentation de crédits budgétaires ce qui alimente la dette publique. Cette dernière dépasse 34 000 milliards de dollars soit plus de 120 % du PIB. Le déficit budgétaire s'élève à 1 700 milliards de dollars. Pour le moment, son financement ne pose pas de réels problèmes, le dollar étant une valeur refuge en période de crise. Les investisseurs internationaux financent toujours les États-Unis qui concilient sécurité et rendement. En 2024, les États-Unis dépenseront néanmoins plus en intérêts de la dette qu'en défense



nationale. L'augmentation des emprunts risque de favoriser la hausse des taux longs et fragiliser à terme le dollar. Quel que soit le candidat élu au mois de novembre prochain à la présidence des États-Unis, un assainissement des finances publiques s'imposera. Il se traduira alors par une baisse de la croissance.

L'élection de Donald Trump au mois de novembre prochain aurait potentiellement des conséquences importantes sur le cours de l'économie. L'augmentation de 10 points des droits de douane, comme celui-ci l'a annoncé, triplerait les tarifs douaniers américains. Cette hausse alimenterait l'inflation et réduirait le pouvoir d'achat des ménages. Plusieurs des conseillers du candidat républicain préconisent même d'aller au-delà des 10 % prévu dans le programme. Dans le même temps, Donald Trump a promis l'expulsion massive des immigrés illégaux. Or, l'économie américaine est confrontée à des pénuries de main-d'œuvre importantes. En 2021, selon *The Economist*, les 10,5 millions de migrants irréguliers des États-Unis représentaient environ 5 % de la main-d'œuvre américaine. Leur expulsion pèserait sur l'offre et serait également inflationniste. Donald Trump a également annoncé son intention de remettre en cause l'indépendance de la banque centrale souhaitant qu'elle facilite le financement des déficits publics. Cette ingérence du pouvoir

exécutif dans la gestion de la monnaie serait susceptible de porter atteinte à la stabilité macroéconomique et financière des États-Unis.

Un second mandat de Joe Biden serait un gage de continuité. Il a néanmoins annoncé son intention d'augmenter les impôts tout en poursuivant les aides aux entreprises. Comme il l'a signifié lors de son discours sur l'état de l'Union du 7 mars dernier, il entend poursuivre sa politique protectionniste. Il souhaite une implication plus importante de l'État en matière de logement et en matière de fixation des prix.

Les deux candidats, les plus âgés de l'histoire des États-Unis, ont une vision « vieille école » de l'économie en centrant leurs débats sur le commerce de biens ou l'immigration. Ils répondent à la partie la plus conservatrice de leur électorat respectif. Ils négligent le fait que la croissance américaine repose de plus en plus sur les technologies de l'information et de la communication. Donald Trump a sans nul doute un programme homogène, plus facile à vendre que celui de son concurrent. Il reprend à son compte des thèmes classiques comme le recul de l'État fédéral et l'isolationnisme. Joe Biden a la dure tâche d'être le Président sortant et de rassembler des électeurs au profil disparate, des ouvriers syndiqués aux cadres dirigeants en passant par les universitaires.



## HORIZON FINANCE

### LE TEMPS DE L'ARGENT PAS CHER ET ABONDANT EST-IL FINI ?

Les grandes banques centrales ont officiellement mis un terme à leur politique monétaire non-conventionnelle, dite accommodante, en 2022 afin de lutter contre l'inflation. Ce changement de cap s'est traduit par une hausse des taux directeurs, hausse qui a surpris après des années de taux historiquement bas. En 2024, des experts demandent le retour à une politique monétaire plus expansive afin de favoriser la croissance. Pour autant, la politique monétaire actuelle est-elle, aux États-Unis comme en Europe, réellement restrictive ?

Après une longue période de taux directeurs faibles voire négatifs, les hausses intervenues à partir de 2022 ont créé une réelle rupture. Les taux directeurs ont, en quelques mois, atteint plus de 5 % pour les États-Unis et plus de 4 % en zone euro. La vitesse des relèvements a été particulièrement rapide afin d'empêcher un emballement de l'inflation. Les effets sur les taux longs ont été immédiats. Le taux de l'emprunt de l'État en France à dix ans qui était négatif en 2021 dépasse désormais 2,7 %. Le taux de son équivalent américain est passé de 0,7 % à 4 % de la mi-2021 à mars 2024. En raison de la hausse des taux, la croissance des crédits immobiliers des ménages a enregistré une forte baisse. Elle est de 3 % aux États-Unis au premier trimestre 2024, contre 10 % en 2021. En zone euro, leur croissance est nulle en fin 2023 quand elle était supérieure à 4 % en 2021. Aux États-Unis, les ventes de logements sont passées de 6 à 4 millions de 2021 à 2023. En zone euro, les mises en chantier de logements

ont baissé de 2019 à 2023 de 20 %. Le nombre de transactions immobilières est, par ailleurs, passé de 2021 à 2023 de 4 à 3 millions. Au vu de ces chiffres, la politique monétaire peut être qualifiée de restrictive. Son durcissement est un choix délibéré des banques centrales pour diminuer le taux d'inflation. Ce dernier est ainsi revenu de 9 à 3 % de fin 2022 à fin 2023 aux États-Unis et de 10 à 2,6 % pour la zone euro d'octobre 2022 à février 2024.

Sur certains aspects, la politique monétaire des deux grandes banques centrales demeure malgré tout expansionniste. Le bilan des banques centrales reste fortement hypertrophié après des années de quantitative easing, une pratique qui s'est traduite par des rachats massifs d'obligations. Les opérations de réduction du bilan (« quantitative tightening ») sont pour le moment limitées. La base monétaire de la Réserve fédérale est ainsi passée de 2 500 à 9 000 milliards de dollars de 2010 à 2022 avant de revenir à 7 800 milliards de dollars au début de l'année 2024. Celui de la zone euro est passé de 1 500 à 6 000 milliards d'euros de 2010 à 2022 avant de s'abaisser à 5 500 milliards d'euros en début d'année 2024. L'encours de monnaie détenue par les agents économiques non bancaires (billets, dépôts à vue, livrets d'épargne, dépôts à terme, fonds monétaire) reste impressionnant et sans précédent. Il s'élève à 30 000 milliards de dollars en 2023 aux États-Unis, contre 9 000 milliards de dollars en 2002. Pour la zone euro, les chiffres respectifs sont



16 000 et 1 500 milliards d'euros. Depuis 2022, l'encours n'augmente plus sans pour autant réellement diminué.

Cette montagne de liquidités entretient le processus de valorisation de certains actifs comme les actions, l'or ou le bitcoin. La valeur du Nasdaq a été multipliée par sept entre 2010 et mars 2024. Il a progressé de plus de 45 % entre 2022 et 2024. La valeur de l'indice S&P500 a été multipliée par cinq et celui d'Eurostoxx par deux. Le cours du bitcoin a atteint un nouveau record historique au mois de mars 2024 au-delà de 70 000 dollars. L'or a également battu un record en dépassant la barre des 2 200 dollars l'once. Ce dernier valait moins de 1 200 dollars en 2016.

Compte tenu du niveau élevé de l'endettement public et privé, les banques centrales sont contraintes de maintenir une politique monétaire conciliante. La hausse des taux directeurs a été forte non pas au vu de l'inflation mais au vu des taux passés. Par ailleurs, elle ne s'est pas accompagnée d'une réduction brutale de la base monétaire qui aurait pu conduire à des tensions financières sur les marchés notamment obligataires. Les banques centrales ont fait preuve de pragmatisme en veillant à réduire l'inflation sans provoquer une crise financière. La poursuite de ces deux objectifs a comme inconvénient d'entretenir une augmentation déconnectée, en partie, des réalités économiques de certains actifs.

## LE BITCOIN, LA NOUVELLE VALEUR REFUGE ?

Au début du mois de mars 2024, le bitcoin a dépassé son précédent record datant de 2021, en atteignant plus de 72 000 dollars. Le rebond du bitcoin qui avait connu un point bas en novembre 2022 autour de 16 000 dollars s'inscrit dans un processus d'augmentation de toutes les valeurs. La capitalisation des cryptoactifs s'est accrue de plus de 500 milliards de dollars depuis le mois de janvier pour dépasser 2 500 milliards de dollars dont plus de 1 200 milliards pour le bitcoin et 400 milliards pour l'ether.

### L'ARRIVÉE DES ETF CHANGE LA DONNE POUR LE BITCOIN

En moins de deux ans, le contexte a changé pour les cryptoactifs. En 2022, la hausse des taux d'intérêt et la baisse des cours des valeurs technologiques avaient entraîné la faillite d'établissements spécialisés dans les échanges de

cryptoactifs. FTX, la quatrième plateforme d'échanges de cryptoactifs mondiale valorisée jusqu'à 32 milliards d'euros a été ainsi placée en redressement judiciaire le 11 novembre 2022. En 2024, l'engouement pour l'intelligence artificielle provoque une augmentation rapide des valeurs technologiques, or une corrélation existe entre le Nasdaq et le cours du bitcoin, la hausse du premier conduisant à celle du second. Le bitcoin bénéficie surtout du lancement des fonds indiciels (ETF). Le 10 janvier dernier, la Securities and Exchange Commission, le régulateur des marchés financiers américain, a approuvé les demandes de onze sociétés d'investissement, dont BlackRock et Fidelity, concernant la création de fonds négociés en bourse en bitcoin. Ceux-ci permettent aux investisseurs ordinaires d'accéder, avec des frais limités et sans risque d'escroquerie, à la cryptomonnaie. Les épargnants ont la possibilité d'acheter,



via leur compte titres, des parts de fonds indiciels quand auparavant ils étaient contraints d'ouvrir un compte spécifique auprès d'une structure spécialisée dans l'achat de cryptoactifs de créer un portefeuille cryptoactifs et d'effectuer un virement. En quelques jours, les actifs des dix plus grands ETF bitcoin atteignent 50 milliards de dollars. Cette progression s'autoalimente. Les achats d'ETF contribuent à la hausse des cours du bitcoin, incitant de nouveaux épargnants à acheter des parts. Le lundi 11 mars dernier, le régulateur britannique des marchés financiers, la The Financial Conduct Authority (FCA) ne s'est pas opposé à la création d'ETN (Exchange Traded Notes) adossés à des cryptomonnaies. Un ETN n'est pas un fonds à la différence des ETF, mais un titre de créance. Il est assimilable à une obligation mais ne donne pas droit au versement d'intérêts. Son prix fluctue comme celui d'une action. Ces produits seront réservés aux investisseurs professionnels comme les sociétés d'investissement et les établissements de crédit. Le régulateur a souhaité limiter l'accès aux professionnels considérant que *« ces produits ne conviennent pas aux particuliers en raison du risque important de perte en capital »*. Après l'annonce de la FCA, le London Stock Exchange (société spécialisée dans la gestion de places boursières ainsi que dans la production et la diffusion d'informations financières) a indiqué que la Bourse de Londres acceptera de coter des ETN adossés à du bitcoin et de l'ether à partir du deuxième trimestre. Londres est la capitale européenne des cryptoactifs, en compétition directe avec Paris.

#### UN ACTIF DE PLUS EN PLUS APPRÉCIÉ ?

Le bitcoin a été inventé en novembre 2008 par une personne ou un groupe de

personnes, sous le pseudonyme de Satoshi Nakamoto. Le code source de l'implémentation de référence fut quant à lui publié en 2009. L'objectif était de créer un système décentralisé et pair-à-pair afin d'échanger de la valeur monétaire en s'affranchissant de tout organisme tiers, tel que les institutions financières. En quinze ans, le bitcoin a gagné en notoriété. En France, plus de 30 % des moins de 35 ans le considère le bitcoin comme un placement intéressant et 12 % ont en acquis. Plus de 13 % de la population américaine auraient réalisé au moins un achat de bitcoins. Les cryptoactifs n'ont pas réussi à se substituer aux monnaies légales mais ils sont parvenus à devenir des actifs spéculatifs ou de réserve en fonction des appréciations des uns et des autres. Le bitcoin, actif cyberpunk à ses débuts, prend de plus en plus la forme d'or numérique. Comme l'or, le bitcoin est intrinsèquement limité. Il ne rapporte ni rendement, ni bénéfices.

#### UN ACTIF DE RÉSERVE ?

Depuis 2023, le cours de l'or et celui du bitcoin évoluent parallèlement. Les cryptoactifs sont ainsi devenus des actifs de diversification. Affecter 1 % de son patrimoine dans ces placements constituerait une couverture en cas de problèmes financiers ou de crises géopolitiques. Dans ces conditions, le cours du bitcoin poursuivra son augmentation. L'arrivée des fonds indiciels est un élément régulateur à terme qui se traduira par une moindre volatilité. À l'avenir, les monnaies digitales de banque centrale ne devraient pas concurrencer totalement les cryptoactifs car elles seront avant tout des monnaies d'échanges et de réserves officiels.



## HORIZON LOINTAIN

### LA RUSSIE ET LES SANCTIONS, DES EFFETS DE MOINS EN MOINS CERTAINS

La Russie comme l'Iran ou la Corée du Nord font l'objet d'un blocus commercial et financier de grande ample par les Occidentaux. Le nombre de sanctions a connu ces dernières années une croissance exponentielle. Il est passé de moins de 200 dans les années 1970 à plus de 800 en 2022. Ces dernières semaines, l'Union européenne comme les États-Unis ont adopté de nouvelles mesures visant à restreindre les échanges avec la Russie. Les entreprises chinoises commerçant avec cette dernière pourront être désormais sanctionnées. Plus de 500 personnes et organisations ont été complétées à la liste de celles soumises à des restrictions économiques et financières par les États-Unis après la mort d'Alexeï Navalny. L'application de ces sanctions se révèle néanmoins de plus en plus complexe, les moyens pour les contourner étant nombreux. Selon la direction du Trésor américain, le Hezbollah a réussi à se financer en vendant des œuvres d'art et des pierres précieuses grâce à des galeries en Côte d'Ivoire, à des family offices aux Émirats arabes unis et à des sociétés écrans à Hong Kong. Ce mouvement disposerait également à des comptes bancaires aux États-Unis.

Les sanctions sont de multiples natures. Elles visent tout à la fois à punir certains responsables des pays ciblés et à pénaliser l'économie. Des dirigeants politiques ou des chefs d'entreprises sont ainsi interdits de déplacement en Occident et leurs actifs financiers ont été gelés. Des embargos ont été institués afin

d'éviter que des biens fabriqués par les Occidentaux puissent contribuer à l'effort de guerre par exemple de la Russie. Il est ainsi interdit aux entreprises américaines ou européennes d'exporter tout ce qui pourrait être réutilisé par l'armée russe, depuis les drones jusqu'aux roulements à billes. Les restrictions à l'importation de matières premières ou le plafonnement des prix du baril de pétrole russe à 60 dollars ont comme objectifs d'affaiblir l'économie. Des mesures ont été prises à l'encontre des établissements financiers afin de compliquer les relations commerciales des pays incriminés. Les réserves des banques centrales russes en Europe (la moitié de leur total) ont été gelées, 80 % de ses banques sont soumises à des sanctions et sept sont bloquées sur Swift, un des principaux services de messagerie bancaire utilisé pour effectuer des transactions.

Cet arsenal juridique, économique et financier comporte de nombreuses failles. La complexification des relations commerciales et financières facilite le contournement des sanctions. En soi ce phénomène n'est pas nouveau, Napoléon avait connu la même mésaventure avec l'instauration de son blocus continental contre l'Angleterre. L'efficacité des sanctions commerciales européennes et américaines est réduite par la non-adhésion des pays dits non-alignés. Ces 120 pays dont le Brésil et l'Inde représentaient 38 % du PIB mondial en 2022. Ils disposent de cinq places financières figurant parmi les vingt plus importantes du monde. Les responsables



du Brésil, de l'Inde et du Mexique ont clairement exprimé leur refus de participer à la guerre économique occidentale engagée peu après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le porte-parole indonésien pour les affaires étrangères a fait de même.

Les interdictions d'importation de matières premières sont globalement ignorées par les pays non-alignés, ce qui a permis à la Russie d'accroître, en 2023, son excédent de la balance des paiements courants. Malgré le plafonnement du baril de pétrole russe à 60 dollars, de nombreux pays ont accepté de le payer plus cher. Le Brésil, la Chine et l'Inde ont accru leurs achats depuis le début de la guerre en Ukraine. Les Émirats arabes unis et la Turquie ont importé du pétrole russe à faible prix pour un usage domestique, réservant leur production à l'exportation. En 2022, la Chine, l'Inde, Singapour, la Turquie et les Émirats arabes unis ont importé ensemble 50 milliards de dollars de pétrole de plus en provenance de Russie qu'en 2021. L'Union européenne a accru ses importations de brut en provenance de ces pays de plus de 20 milliards de dollars. La Russie n'est pas entravée et les pays du Golfe ont augmenté leurs recettes au détriment des pays occidentaux. L'Iran qui logiquement est soumis à des quotas d'exportations stricts a réussi à les dépasser sans peine en 2023 en vendant un montant record de pétrole.

La Russie qui fait logiquement l'objet d'un embargo strict en ce qui concerne les biens de haute technologie, arrive néanmoins à s'en procurer. En 2023, elle aurait ainsi acheté pour plus d'un milliard de dollars de microprocesseurs américains, taïwanais ou coréens. La moitié du matériel militaire

assemblé par la Russie l'année dernière contenait de la technologie occidentale. Les pays de l'Asie centrale sont devenus les plaques tournantes du trafic de biens technologiques. Les exportations de ces biens en provenance de l'Europe ont plus que doublé entre 2021 et 2023. Les services de logistiques dans cette région ont connu une croissance de 20 % en 2023. Pour éviter le contournement des sanctions, les États-Unis appliquent avec de plus en plus de sévérité la règle de l'extraterritorialité permettant de poursuivre des entreprises étrangères qui contreviennent aux sanctions. Des mesures ont été ainsi prises à l'encontre de banques qui aidaient à faire passer clandestinement de la technologie militaire en Russie. Selon Bloomberg, deux institutions financières publiques chinoises ont été contraintes de refuser des paiements russes pour l'achat de biens interdits. Si elles n'avaient pas obtempéré, elles risquaient de perdre leur accès au marché américain. Il en est de même pour des transporteurs maritimes. Pour contrer les Occidentaux, les Russes ont réagi. Ils ont ainsi proposé aux armateurs de les assurer pour leur permettre de transporter du pétrole russe acheté au-dessus des 60 dollars le baril réglementaire. La flotte assurée par la Russie transporte désormais 75 % des expéditions de pétrole de ce pays. Pour les opérations financières, les Russes comme les Iraniens passent par des pays accommodants comme les Émirats arabes unis. La place financière de Dubaï connaît une forte croissance depuis une dizaine d'années en accueillant notamment des capitaux russes. D'autres places comme Hong Kong et São Paulo sont également dynamiques en matière de recyclage de capitaux logiquement soumis à sanction. De nombreux pays tiers participent à des systèmes de paiement fondés sur le rouble



et le yuan. Les Émirats arabes unis et la Russie se sont associés pour travailler sur un système de paiement régulé par Dubaï. L'Indonésie participe aux essais de la monnaie numérique internationale chinoise qui a vocation à supplanter le dollar. Les banques centrales occidentales suivent de près cette initiative qui pourrait modifier en profondeur les systèmes de paiement. Le recours à la blockchain pourrait priver les banques commerciales d'une grande partie de leurs missions d'intermédiation et de contrôle. Pour le moment, le dollar et l'euro continuent à dominer le système financier. Le dollar est de loin la première monnaie de réserve. Son poids n'a pas baissé depuis trois ans. Il s'est même renforcé en bénéficiant de son rôle de valeur refuge. Les pays sanctionnés continuent à recourir au dollar et à l'euro en se jouant des mesures prises. La complexité des sanctions qui comportent de nombreuses exceptions ou dérogations permet de les contourner. Les politiques d'aides humanitaires sont ainsi utilisées pour la vente de produits agricoles. Selon The Economist, la banque allemande Varengold est accusée d'avoir financé les gardiens de la révolution iraniens sous couvert d'une aide alimentaire.

Des entreprises russes, pour échapper aux mesures de rétorsions occidentales, ont créé de nombreuses filiales dans des pays tiers. Plus de mille ont été ainsi créées en Turquie depuis 2022 et 500 aux Émirats arabes unis avec fréquemment la présence dans les conseils d'administration d'occidentaux. Les zones franches permettent la réalisation de montages financiers complexes. En 2022, un réseau d'entreprises basé à Singapour a été sanctionné pour avoir facilité le transfert de plusieurs milliards de dollars provenant de la vente de pétrole iranien. Ce transfert

a été rendu possible par l'intervention d'entreprises turques, singapouriennes et émiriennes qui ont réussi à placer des sommes, en dollars, dans des banques américaines. Ces montages sont facilités par l'attitude complaisante de certains gouvernements comme ceux de l'Indonésie, la Turquie ou des Émirats arabes unis. L'Union européenne ou les États-Unis ne sont pas prêts à entrer en confrontation directe avec ces derniers compte tenu de leur rôle géopolitique. Les Occidentaux manquent, par ailleurs, de moyens pour contrôler les flux financiers illégaux. Pour retrouver les propriétaires d'un compte opérant sur les marchés soumis à sanction, les coûts ont été multipliés par dix en dix ans. Les montages peuvent compter plus de trente sociétés écrans réparties sur toute la planète.

Le durcissement de la politique des sanctions a ses limites. Les mesures de contrôle de plus en plus envahissantes pourraient inciter un nombre croissant d'États à se détourner du dollar ou de l'euro. L'essor des monnaies digitales pourrait permettre aux pays émergents de bâtir, à faibles coûts, un système financier indépendant. Les blocus commerciaux sont vieux comme le monde et leurs résultats à travers les siècles ambigus. Ils nécessitent du temps or, en politique, le temps est une valeur rare. Ils exigent qu'ils soient respectés ce qui n'est que rarement le cas. Ils ne à eux seuls résoudre les conflits. En Afrique du Sud, au temps de l'apartheid, des sanctions se sont appliquées pendant près de trente ans, de 1962 à 1991. La fin de l'apartheid tient peut-être avant tout à l'intelligence de Nelson Mandela et de Frederik de Klerk plutôt qu'à l'efficacité des sanctions.



## INTELLIGENCE ARTIFICIELLE : RÉVOLUTION OU MIRAGE ?

Openai a rendu public son modèle d'intelligence artificielle Gpt-4, il y a un peu plus d'un an, système qui alimente Chatgpt, son robot conversationnel. Au cours de cette période, la capitalisation boursière de l'industrie technologique américaine, au sens large, a progressé de plus de 50 %, créant 6 000 milliards de dollars de valeur pour les actionnaires. L'indice de référence en la matière, le Nasdaq a augmenté de plus de 45 %. Pour certaines entreprises technologiques, la croissance des revenus est au rendez-vous, semblant confirmer que la hausse des cours n'est pas la réédition de la bulle Internet de la fin des années 1990. Le 21 février dernier, l'entreprise américaine Nvidia, qui conçoit des microprocesseurs utilisés par les modèles comme Gpt-4, a annoncé des résultats en forte hausse au quatrième trimestre, portant sa valeur marchande à environ 2 000 milliards de dollars. L'ensemble des acteurs de l'intelligence artificielle (IA) comme Alphabet (la société mère de Google), Amazon et Microsoft bénéficient de l'engouement pour l'IA.

Le marché de l'IA reste pourtant balbutiant. En 2023, l'IA n'a représenté qu'un cinquième de la croissance des revenus d'Azure, la division cloud computing de Microsoft. Alphabet et Amazon ne révèlent pas leurs ventes liées à l'IA, mais les analystes soupçonnent qu'elles sont inférieures à celles de Microsoft. Pour éviter un atterrissage brutal des cours boursiers, ces entreprises devront assez rapidement vendre leurs solutions d'IA à un grand nombre de clients. Celle-ci doit s'imposer comme Internet dans les années 2000/2010. Elle doit devenir incontournable, que ce soit

dans la création, l'innovation, la production ou la gestion ainsi que dans les loisirs. En 2023, moins de 10 % des entreprises utilisent des outils d'IA. Ce ratio doit être dans les faits plus élevé car cette dernière se loge dans de nombreuses applications informatiques sans que leurs utilisateurs ne le sachent.

Sans nul doute, l'IA modifiera de nombreux métiers. Elle pourra supprimer des emplois mais en créera également. La diffusion de la machine à écrire puis de l'ordinateur ont, en leur temps, provoqué des changements dans le monde du travail tout comme l'introduction au XVIII<sup>e</sup> et au XIX<sup>e</sup> de la machine à vapeur et des métiers à tisser. Le recours à des machines a permis des gains de productivité et une réduction de certaines pénibilités. Selon une étude menée en 1888, la machine à écrire permettait à une personne d'effectuer le travail de six. De son côté, l'ordinateur a éliminé certaines tâches administratives répétitives tout en rendant les salariés plus productifs et plus autonomes. Le développement de la visioconférence qui s'est accéléré depuis la pandémie de covid permet de limiter les déplacements générant des gains de temps et contribuant à la réduction des émissions des gaz à effet de serre.

L'IA comme toute innovation majeure ne sera rentable que plusieurs années après sa généralisation. Ce fut également le cas avec les ordinateurs. Dans les années 1990, l'économiste Robert Solow affirmait qu'on « voyait des ordinateurs partout sauf dans les statistiques de la productivité ». Il a fallu attendre les années 2 000 pour réellement mesurer leurs



effets. Actuellement, il n'y a pas encore d'études sur les conséquences de l'introduction de l'IA sur la productivité.

En ce début d'année 2024, l'IA n'est utilisée que par un nombre réduit d'entreprises. La grande majorité des entreprises n'utilisent pas Chatgpt d'Openai, Gemini de Google, Copilot de Microsoft ou d'autres outils similaires de manière systématique, même si des employés peuvent, à titre individuel, le faire. En février, aux États-Unis, 17 % des entreprises du secteur de l'information et de la communication ont eu recours à l'IA dans les deux semaines précédant l'enquête, 13 % dans celui des services aux entreprises, 9 % dans celui des services de l'éducation, 8 % dans celui de l'immobilier, 7 % dans celui de l'assurance et de la finance, 6 % dans celui des loisirs, 5 % dans celui de la santé et 4 % dans l'administration. L'utilisation de l'IA demeure l'apanage des grandes entreprises qui peuvent se permettre de recruter des équipes dédiées et financer les investissements nécessaires. Selon Morgan Stanley, toujours aux États-Unis, fin 2023, près du quart des entreprises avaient des projets d'IA contre 15 % pour l'ensemble des entreprises. La montée en puissance est néanmoins rapide. Au mois de janvier, seulement 9 % des grandes entreprises recouraient à l'IA. Toujours aux États-Unis, de plus en plus de créations d'emploi sont en lien avec cette dernière. De plus en plus d'entreprise recherchent des professionnels pouvant mettre en œuvre des projets de robots conversationnels. Aux États-Unis, au mois de janvier 2024, 0,10 % des offres d'emploi concernent l'IA. Ce ratio est de 0,12 % au Canada, 0,8 % au Royaume-Uni, 0,7 % en Allemagne et 0,5 % en France.

Trois grandes catégories d'intelligence artificielle en entreprise peuvent être distinguées : les outils de façade, les outils destinés aux travailleurs peu ou moyennement qualifiés, et ceux destinés aux employés qualifiés.

Les outils de façade sont avant tout à destination des consommateurs. Ils sont assez basiques. Ils permettent de proposer par exemple une sélection des chansons à destination des abonnés des application de musique en ligne et de mettre à disposition des chatbots pour résoudre des problèmes relativement simples. Amazon et Google Maps ont introduit des modules d'IA dans leurs services sans que les utilisateurs ne s'en aperçoivent réellement.

Les outils destinés aux travailleurs à faible qualification visent à leur donner accès à des données leur permettant de réaliser leur travail plus rapidement sans faire appel à un collègue ou à un supérieur. Des outils sont ainsi développés pour épauler les services clients et réduire le temps de traitement des dossiers. D'autres permettent de générer plus rapidement des fichiers Excel ou Word. Des entreprises recourent à l'IA pour améliorer les systèmes de recherche de données. La société de services financiers américaine, « Nasdaq » recourt à l'IA pour évaluer les transactions bancaires suspectes. Selon l'entreprise, les temps de traitement ont été réduits à trois minutes, contre 30 à 60 minutes auparavant.

L'IA est de plus en plus utilisée par les actifs à forte qualification. Elle est un outil offrant des gains de temps appréciables pour la recherche. Des outils d'analyse permettent de qualifier les résultats issus d'une multitude d'expériences. Les



avocats ont été également parmi les premiers à l'adopter tant pour les recherches juridiques que pour évaluer les chances de réussite d'un dossier. Les banques d'investissement utilisent l'IA pour automatiser une partie de leur processus de recherche. Sanofi utilise une application pour fournir à ses dirigeants des informations en temps réel sur de nombreux aspects de la vie de leur entreprise. Des entreprises utilisent cette technologie pour créer leurs logiciels. GitHub Copilot de Microsoft, un outil d'écriture de codage, compte 1,3 million d'abonnés. Amazon et Google proposent des produits similaires. Apple devrait prochainement en proposer un. L'IA réduirait d'au moins de 20 % le temps de conception d'un logiciel. Grâce à l'IA, l'Oréal arrive à mesurer plus efficacement les effets des campagnes de publicité. Elle estime que les marques du groupe ayant déployé des applications d'IA ont pu gagner de 10 à 15 % de productivité. Pour le moment, ce déploiement ne se traduit pas par des destructions d'emplois. Jusqu'à présent, cette technologie semble créer plus d'emplois qu'elle n'en élimine. Actuellement, elle serait plutôt responsable de la création de nouveaux emplois. Les grandes entreprises sont, à ce titre, confrontées à des pénuries de main-d'œuvre. Nestlé et KPMG peinent à trouver un nombre suffisant d'ingénieurs informaticiens.

L'IA est encore en rodage et n'est pas sans défaut. Les robots peuvent générer des erreurs que les salariés doivent rechercher et corriger. Les codeurs peuvent ainsi passer moins de temps à créer des logiciels sans IA qu'avec cette

dernière. Les erreurs de l'IA peuvent entraîner des conséquences financières non négligeables. Ainsi, le chatbot d'Air Canada s'est trompé en proposant de mauvais tarifs aux clients. L'insertion des nouveaux outils peut également démotiver les salariés qui se sentent dépossédés de leur travail ou assistés. Ils perdent en sens critique et en efficacité. Un sondage réalisé par IBM souligne que de nombreuses entreprises hésitent à adopter l'IA car elles manquent d'expertise interne en la matière. D'autres craignent que leurs données ne soient pas exploitables par les robots. Environ un quart des dirigeants américains interdisent l'utilisation de l'IA générative dans leur entreprise. L'une des raisons possibles de leur hésitation est l'inquiétude concernant la gestion des données. Dans leurs rapports annuels, la société d'investissement, Blackstone, et le laboratoire pharmaceutique, Eli Lilly, ont mis en garde les investisseurs contre les risques liés à l'IA et à la question de la propriété intellectuelle des données exploitées par les modèles. L'entreprise française, Orange, a indiqué avoir mis en place un cadre précis en ce qui concerne ce problème de propriété des données avant de commencer un essai avec Copilot de Microsoft. Ce dernier a été également intégré à Word et à Excel offrant aux utilisateurs de ces deux logiciels la possibilité d'accéder à des fonctionnalités d'IA. Des interrogations sur la confidentialité des documents ainsi créés se posent. Par ailleurs, cette intégration provoquerait un ralentissement non négligeable des ordinateurs et des bugs.

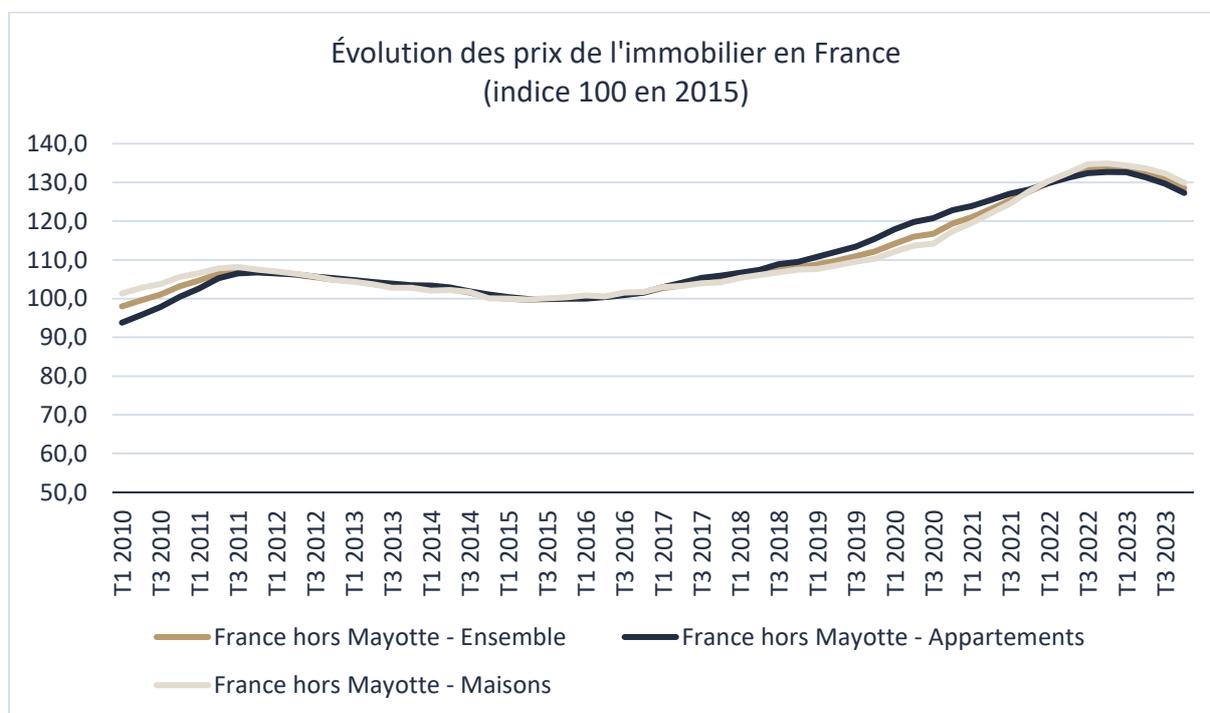


## POINTS DE REPÈRE

### IMMOBILIER, DES PRIX EN BAISSÉ

En 2023, les prix des logements anciens ont diminué de près de 4 % pour l'ensemble de la France, et de près de 7 % à Paris. Sur un an, les prix diminuent de 4,1 % pour les appartements et de 3,8 % pour les maisons. Sur le seul quatrième trimestre 2023, les prix des logements anciens en France (hors

Mayotte) ont diminué de 1,8 % par rapport au trimestre précédent (données provisoires corrigées des variations saisonnières), après -1,1 % au troisième trimestre 2023 et -0,8 % au deuxième trimestre 2023.



Cercle de l'Épargne - sources : IGEDD d'après DGFIP (MEDOC) et bases notariales

### POURSUITE DE LA BAISSÉ DES PRIX EN ÎLE-DE-FRANCE

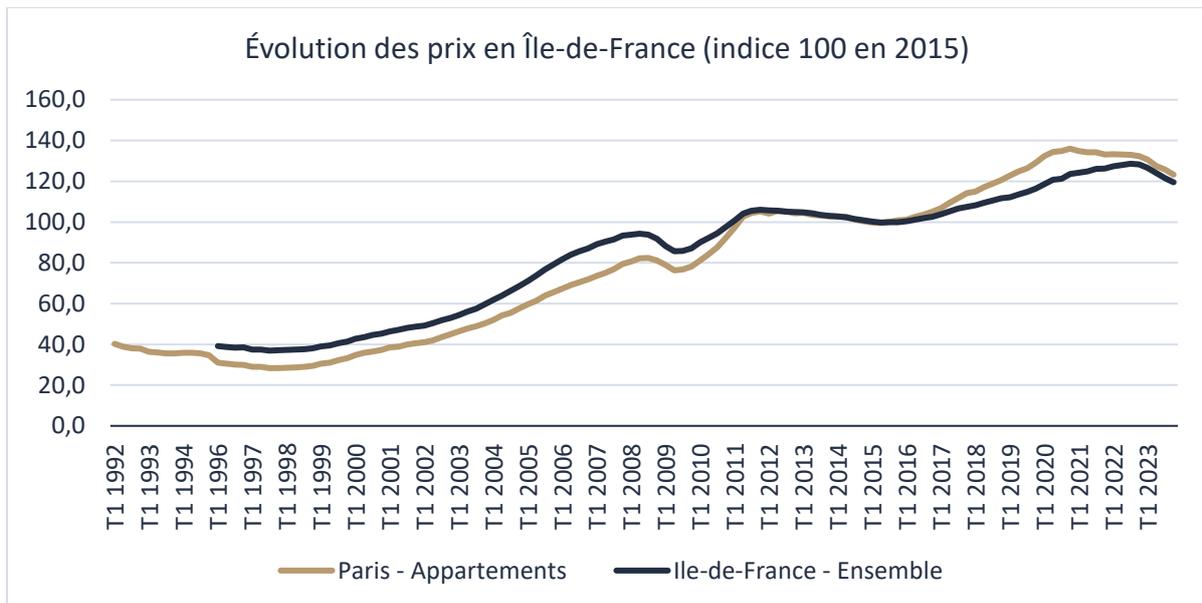
Au quatrième trimestre 2023, les prix des logements anciens en Île-de-France ont diminué pour le cinquième trimestre consécutif. La baisse a été de -1,7 % au quatrième trimestre après -2,1 % au troisième trimestre 2023 et -2,0 % au deuxième trimestre 2023. La

baisse est plus importante pour les appartements (-1,9 %) que pour les maisons (-1,2 %). Les prix des appartements continuent de reculer aussi bien pour Paris (-2,0 % au quatrième trimestre après -1,4 % au troisième trimestre), pour la petite couronne (-1,7 % après -2,1 %) et pour la grande couronne (-1,9 % après -2,2 %).



Sur un an, les prix des logements anciens en Île-de-France diminuent fortement au quatrième trimestre 2023 : -6,9 %, après -5,4 % au troisième trimestre 2023 et -3,1 % au deuxième trimestre 2023. Ils baissent à un même rythme pour les appartements (-6,9 %

après -5,4 %) et les maisons d'Île-de-France (-6,8 % après -5,4 %). Les prix des appartements sur un an continuent de baisser aussi bien à Paris (-6,8 % après -5,4 %), dans la petite couronne (-7,5 % après -6,0 %) et dans la grande couronne (-6,2 % après -4,0 %).

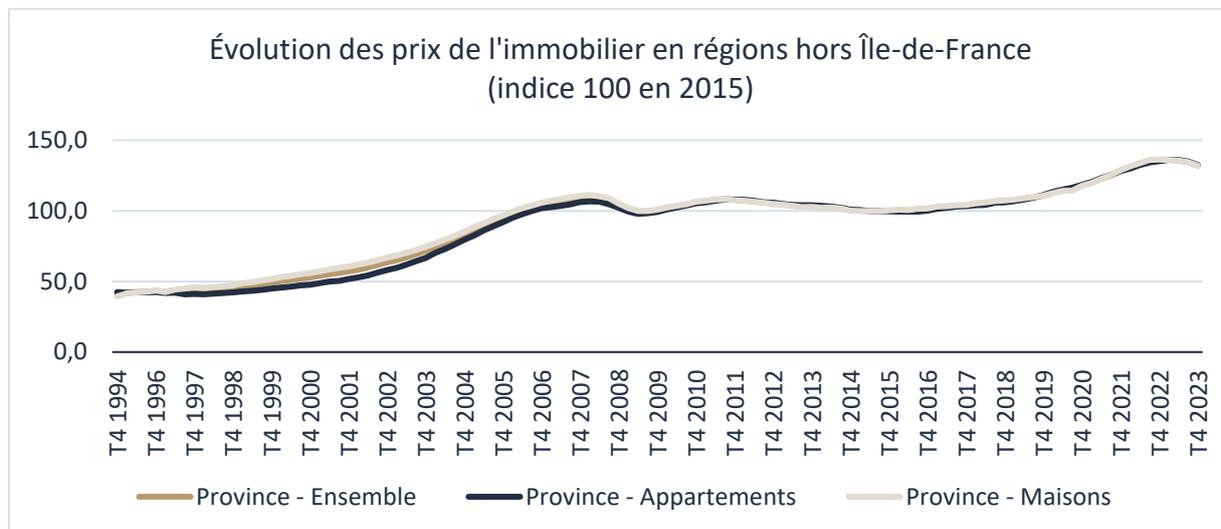


Sources : IGEDD d'après DGFIP (MEDOC) et bases notariales

### AMPLIFICATION DE LA BAISSÉ DES PRIX EN RÉGIONS

Au quatrième trimestre 2023, la baisse sur un trimestre des prix des logements anciens en régions (hors Île-de-France) a été de 1,9 % après -0,8 % au troisième trimestre 2023 et -0,4 % au deuxième trimestre 2023. Sur un an, les prix des logements anciens en province

reculent pour le deuxième trimestre consécutif. La baisse a été de -2,9 % au quatrième trimestre 2023, après -0,5 %. Les prix des maisons continuent de diminuer (-3,3 % après -1,0 %), tandis que les prix des appartements se replient pour la première fois depuis 2016 (-2,0 % après +0,5 %).

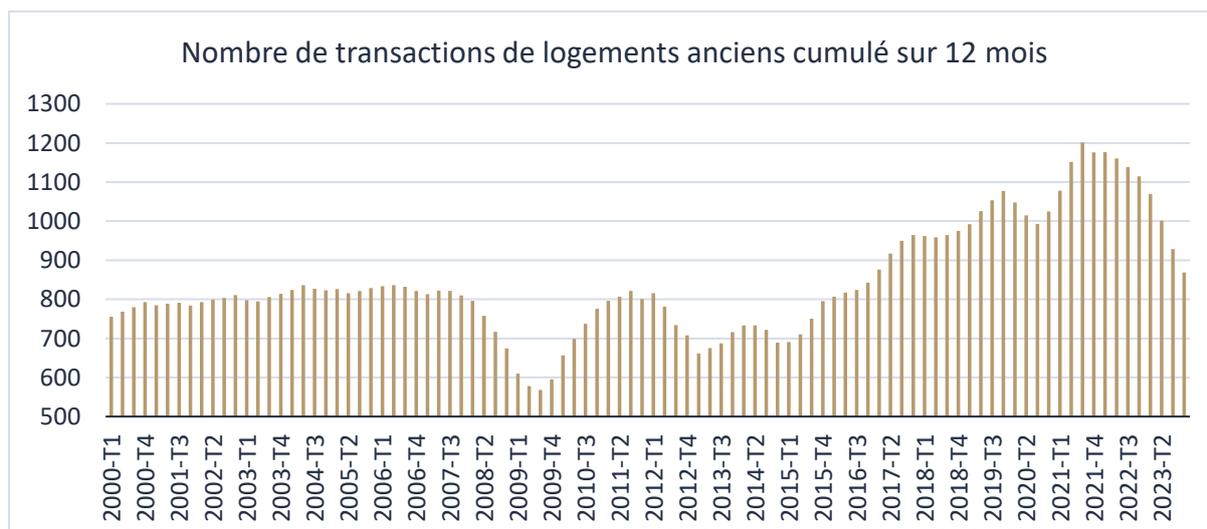


Sources : IGEDD d'après DGFIP (MEDOC) et bases notariales

### LE NOMBRE DE TRANSACTIONS EN FORTE BAISSÉ

Le nombre de transactions réalisées au cours des 12 derniers mois est en diminution depuis le troisième trimestre 2021 : fin décembre 2023, ce nombre a été évalué à 869 000, après 1 115 000 fin décembre 2022 et

1 176 000 fin décembre 2021 (soit une baisse de 26 % en deux ans). Le nombre de transactions revient à son niveau d'avant 2016, avant la baisse des taux d'intérêt. Les ventes représentent 2,3 % du stock de logements, une part en baisse depuis le point haut du troisième trimestre 2021 (3,2 %).



Champ : France (hors Mayotte)

Sources : IGEDD d'après DGFIP (MEDOC) et bases notariales

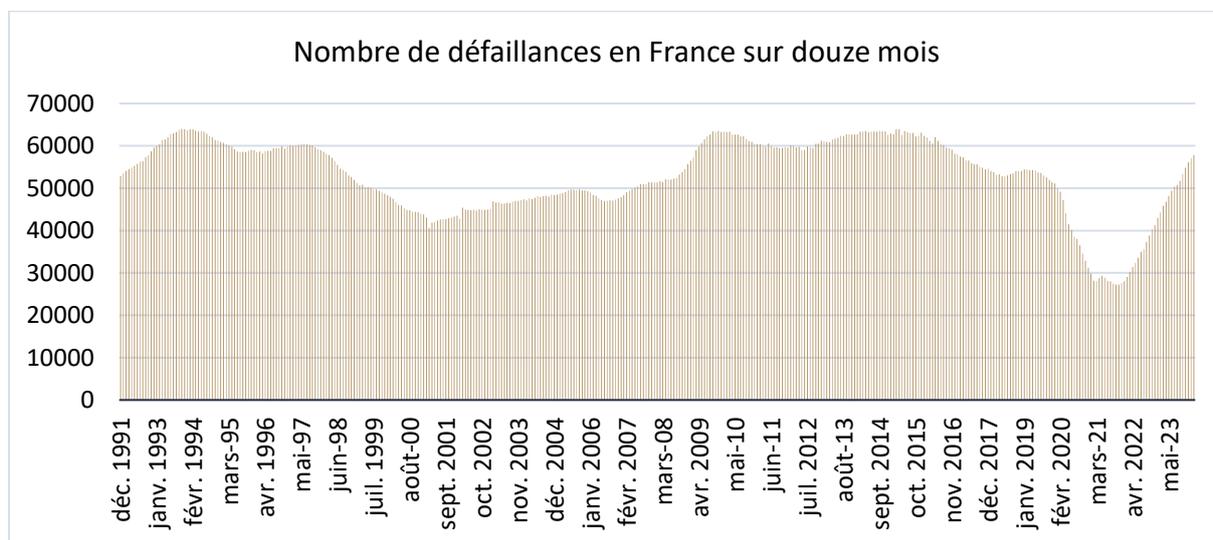


## FRANCE : UNE NORMALISATION POUR LES FAILLITES D'ENTREPRISE ?

Selon la Banque de France, à fin février, le nombre de défaillances cumulé sur les douze derniers mois s'élevait à 57 798. Il se rapproche de son niveau de la période 2010/2019 avant la crise sanitaire. Le rattrapage observé concerne tous les secteurs de l'économie et toutes les tailles d'entreprises.

Cette progression est imputable à un effet de rattrapage. La période

2020/2023 ayant été marquée par une décreue des défaillances en lien avec les mesures de soutien aux entreprises et à un effet ralentissement de la croissance. Selon la Banque de France, la période de 2020/2023 s'est traduite par un déficit de 50 000 défaillances par rapport à la tendance précédente. Cependant, pour le moment, l'effet rattrapage reste modéré.



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 2023	+0,9 %	-0,3 %	+0,7 %	+2,5 %	+0,5 %
Quatrième trimestre 2023	+0,1 %	-0,3 %	+0,2 %	+0,6 %	0,0 %
Inflation En % - février 2024	3,2	2,7	0,8	2,9	2,6
Taux de chômage En % - janvier 2024	7,5	3,1	7,2	11,6	6,4
Durée annuelle du Travail (2022)	1493,7	1337,9	1696,5	1643,6	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2022)* en %	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
Dépenses publiques En % du PIB 2022	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
Solde public En % du PIB 2022	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
Balance des paiements courants En % du PIB - janv-24	-1,2	+6,2	+0,2	+2,5	+1,9
Échanges de biens En % du PIB - janv-24	-3,4	+5,7	+2,0	-2,8	+0,7
Parts de marché à l'exportation En % 2022	2,5	6,8	2,7	1,7	24,2
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut sept-23	17,2	20,6	8,8	9,1	14,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (1/04/24)	2,8081	2,297	3,677	3,154	-

\*Ratio de dépendance = population âgée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15-64 ans  
Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE



## TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

		Résultats – Mars 2024
CAC40	29 décembre 2023	7 543,18
	<b>29 mars 2024</b>	<b>8 205.81</b>
	Evolution en mars 2024	+3,51 %
	Évolution sur 12 mois	+14,18 %
DAXX	29 décembre 2023	16 751,64
	<b>29 mars 2024</b>	<b>18 504.51</b>
	Evolution en mars 2024	+4,67 %
	Évolution sur 12 mois	+20,72 %
Footsie 100	29 décembre 2023	7 733,24
	<b>29 mars 2024</b>	<b>7 952.62</b>
	Evolution en mars 2024	+4,23 %
	Évolution sur 12 mois	+5,13 %
Eurostoxx	29 décembre 2023	4 518,28
	<b>29 mars 2024</b>	<b>5 083.42</b>
	Evolution en mars 2024	+4,22 %
	Évolution sur 12 mois	+20,14 %
Dow Jones	29 décembre 2023	37 689,54
	<b>29 mars 2024</b>	<b>39 807.37</b>
	Evolution en mars 2024	+2,08 %
	Évolution sur 12 mois	+21,67 %
Nasdaq Composite	29 décembre 2023	15 011,35
	<b>29 mars 2024</b>	<b>16 379.46</b>
	Evolution en mars 2024	+1,79 %
	Évolution sur 12 mois	+37,34 %
S&P 500	29 décembre 2023	4 769,83
	<b>29 mars 2024</b>	<b>5 254.35</b>
	Evolution en mars 2024	+3,10 %
	Évolution sur 12 mois	+30,35 %
Nikkei	29 décembre 2023	33 464,17
	<b>29 mars 2024</b>	<b>40 369.44</b>
	Evolution en mars 2024	+2,56 %
	Évolution sur 12 mois	+44,06 %
Shanghai Composite	29 décembre 2023	2 974,93
	<b>29 mars 2024</b>	<b>3 041.17</b>
	Evolution en mars 2024	-0,15 %
	Évolution sur 12 mois	-7,08 %
Euro/dollar	29 décembre 2023	1,1060
	<b>29 mars 2024</b>	<b>1.0788</b>
	Evolution en mars 2024	-0,26 %
	Évolution sur 12 mois	-0,63 %
Once d'or en dollars	29 décembre 2023	2 066,67
	<b>29 mars 2024</b>	<b>2 232.90</b>
	Evolution en mars 2024	+9,27 %
	Évolution sur 12 mois	+13,70 %
Pétrole Baril Brent en dollars	29 décembre 2023	77,13
	<b>29 mars 2024</b>	<b>87.50</b>
	Evolution en mars 2024	+4,64 %
	Évolution sur 12 mois	+11,99 %



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

Cette lettre mensuelle est réalisée pour Thomas Vendôme Investment (TVI) par la société Lorello Eco Data.

Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI qui en possède tous les droits.

Thomas Vendôme Investment est une société créée à Paris en 2013 spécialisée dans la levée de fonds et le conseil stratégique en entreprises. Elle est dirigée par Jean-Pierre Thomas.

### Contact

Thomas Vendôme Investment  
10, rue de la Paix  
75002 Paris  
01 83 79 82 35  
[tvi@vendome-investment.com](mailto:tvi@vendome-investment.com)