

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>Le supplice du surplace</i>	2
HORIZON FRANCE	4
<i>« Déficits publics », vous avez dit « déficits publics » ?</i>	4
<i>Des jeux pour quoi faire ?</i>	6
HORIZON EXTÉRIEUR	9
<i>Le Portugal, quand le Sud se réveille</i>	9
<i>Chine : à la recherche d'un second souffle</i>	12
<i>Corée du Sud, le pays menacé d'extinction démographique</i>	15
HORIZON FINANCE	17
<i>Les ménages et leur cagnotte</i>	17
<i>Dette publique et soutenabilité, le débat sans fin ou presque</i>	19
HORIZON LOINTAIN	21
<i>La contrainte budgétaire, le retour ?</i>	21
<i>Réchauffement climatique : la litanie des factures</i>	23
POINTS DE REPÈRE	27
<i>Défaillances d'entreprise, 60 000 en rythme annuel</i>	27
<i>10 millions d'emplois dans l'hébergement et la restauration en Europe</i>	28
<i>Les statistiques économiques</i>	29
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	30



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



LE SUPPLICE DU SURPLACE

La France a échappé en 2023 comme en ce début d'année à la récession. Il faut s'en réjouir. Mais, il n'en demeure pas moins que l'économie française est encalminée, le taux de croissance trimestriel variant de 0 à 0,2 % depuis plus neuf mois. C'est mieux que l'Allemagne qui a été touchée de plein fouet par la hausse du prix du gaz mais bien moins que l'Espagne ou le Portugal. Le déficit public élevé, en France, joue un rôle d'amortisseur au prix d'un endettement public toujours plus haut. La non-dégradation de la note de la France par Fitch et Moody's a été une bonne surprise mais ne saurait faire oublier que la dette publique est passée de 20 à 110 % du PIB de 1980 à 2024.

Hormis l'épisode covid marqué par une chute brutale de l'activité et un rebond tout aussi spectaculaire, la France fait du surplace. Il en résulte une érosion du PIB par habitant et un déclasserment progressif du pays. L'écart avec les États-Unis ne fait que s'accroître. Avec le faible filet de croissance, les dépenses de retraite, de santé ou de dépendance ne sont pas finançables tout comme celles, pourtant indispensables, de la défense. Les tensions sociales sont amenées à se multiplier avec, en toile de fond, la recherche de bouc-émissaire. Les maux

de la France sont connus de longue date : faiblesse du taux d'emploi et plus globalement du volume de travail, insuffisance des dépenses de recherche - développement, niveau de formation en recul, excès de dépenses publiques de fonctionnement entravant celles dédiées à l'investissement. En raison d'un positionnement en moyenne gamme, les coûts de production élevés ont été rédhitoires pour l'industrie. Le poids de cette dernière est passé de 24 à 9 % du PIB lors de ces cinquante dernières années. L'Allemagne a réussi de son côté à maintenir une puissante industrie en pariant sur le haut de gamme et sur un financement décentralisé des entreprises essentiellement familiales.

Le diagnostic est connu pour la France mais celle-ci demeure à la recherche des remèdes et surtout de l'art de les appliquer. L'énonciation de solutions s'accompagne d'une cristallisation des oppositions faisant de leur adoption un exercice périlleux. L'absence de consensus, une tradition nationale, transforme tout projet de réforme en chemin de croix. Le pouvoir est amené, en permanence, à godiller pour éviter les obstacles.

L'économie, c'est comme la guerre, l'art du mouvement, le surplace n'existe pas. Il y a progrès ou recul mais la stagnation n'est que l'antichambre du déclin. Pour éviter ce dernier, la France dispose de réels atouts insuffisamment



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

valorisés. Avec ses régions et territoires d'outre-mer, elle est présente dans toutes les grandes zones économiques, du Pacifique à l'Atlantique. Les pouvoirs publics auraient tout avantage à valoriser cette présence en favorisant l'essor économique de ces territoires. La vitalité du secteur financier est également une force. Avec BNP Paribas et Axa, le pays compte deux des plus grands acteurs mondiaux de la banque et de l'assurance. Il accueille également les plus grandes entreprises du luxe au monde dont LVMH, Kering, Hermès et Chanel. Ces entreprises contribuent positivement au commerce extérieur et à l'emploi. La France est aussi la première destination touristique mondiale. Son patrimoine culturel, ses littoraux sont enviés par de nombreux autres pays. Le tourisme, souvent décrié, apporte d'importantes recettes. Il est représenté par des sociétés reconnues internationalement comme Accor, le Club Méditerranée. Airbus, une entreprise européenne dans laquelle la France joue un rôle prépondérant, s'est hissée au premier rang de l'aéronautique.

À la différence des Américains, les Français éprouvent des difficultés à être fiers de leurs succès économiques. Il y a sans nul doute de la jalousie, de la frustration face à celles et ceux qui réussissent. C'est certainement pour cette raison que Raymond Poulidor qui n'a jamais gagné le Tour de France était plus populaire que Jacques Anquetil qui en a remporté cinq. Une reconnaissance accrue des réussites économiques du pays constituerait un indéniable progrès. Elle faciliterait l'orientation de l'épargne vers les entreprises familiales et celles de taille intermédiaire. Une population réconciliée avec le capitalisme sur fond d'une participation aux bénéfices améliorée serait une source de croissance. L'économie, c'est le mouvement, mais aussi et avant tout de la confiance. Celle-ci ne se décrète pas ; elle exige de la persévérance, un projet d'avenir admis par une large partie de la population. Le défi est important mais il devra être relevé !

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

HORIZON FRANCE

« DÉFICITS PUBLICS », VOUS AVEZ DIT « DÉFICITS PUBLICS » ?

En 2023, la France a enregistré son cinquantième déficit public consécutif. Depuis une dizaine d'années, le déficit de la France est toujours supérieur à la moyenne de la zone euro. En 2023, l'écart est d'environ 3 points de PIB. Il s'est révélé 0,6 point au-dessus des prévisions du gouvernement. La France se distingue ainsi de pays comme le Portugal qui a enregistré un excédent budgétaire en 2023 ou de l'Espagne qui a fortement réduit le sien.

Est-ce que ce déficit est problématique ? Le cas échéant, quels sont les moyens dont le gouvernement dispose pour le réduire ?

Pour le moment, la France arrive à financer sa dette publique. Les taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans ont augmenté depuis la fin de la politique monétaire non-conventionnelle mais l'écart avec le taux allemand reste assez stable. Dans ce contexte, certains estiment qu'il est inopportun, compte tenu des besoins en investissements (transition énergétique, défense, recherche, santé, éducation, etc.), d'assainir les comptes publics. Le ralentissement en cours de la croissance est un autre argument mis en avant pour ne pas réduire le déficit public, argument notamment soulevé par l'OFCE. De toute façon, il y a toujours quelques bonnes raisons pour différer un rééquilibrage des comptes publics.

La France a largement profité des taux historiquement bas. Elle figure parmi les gagnants de la monnaie commune, l'euro, en empruntant à des conditions relativement généreuses. Depuis 1999, la France ne connaît plus de crise de changes, contrairement aux années 1980. Mais, l'euro est un bien commun dont la crédibilité suppose que les États membres respectent un minimum d'orthodoxie. L'euro risquerait d'être affecté si tous les États optaient pour des politiques budgétaires expansionnistes. Il y a une responsabilité collective face à la monnaie. L'endettement n'est pas sans limite même avec l'euro. La Grèce l'a prouvé en 2010. Si les investisseurs doutent à un moment donné de la capacité de la France à rembourser, ils exigeront des taux de plus en plus élevés. Or, avec la remontée des taux, le service de la dette, c'est à dire le paiement des intérêts, coûtera cher dans les prochaines années. Son montant serait de 70 milliards d'euros, soit les quatre cinquièmes de l'impôt sur le revenu. Il est fréquemment affirmé que l'endettement n'est pas à bannir car il permet de financer des dépenses d'investissement qui sont nécessaires pour la croissance de demain. Or, les déficits publics sont en France essentiellement occasionnés par les dépenses de fonctionnement. Les dépenses d'investissement ont, au contraire, eu tendance à se réduire ces vingt dernières années.



La réduction du déficit public a mauvaise presse car elle signifie la réalisation d'arbitrages sensibles dans les dépenses publiques. Des économistes comme ceux de l'OFCE ou Patrick Artus, mettent en avant que la diminution du déficit accentuerait le caractère récessif de l'actuelle politique monétaire de la BCE. Afin de relever le taux de la croissance potentielle, les pouvoirs publics auraient tout avantage à augmenter les dépenses d'investissement en faveur de la transition écologique, la réindustrialisation, la recherche ou la défense. En France, les dépenses publiques d'investissement, de Recherche & Développement et d'éducation sont passées de 18,5 à 16,5 % de 2010 à 2022. Leur augmentation serait susceptible d'endiguer la baisse de la productivité. Elle supposerait une réorientation des dépenses et la diminution de celles liées à la protection sociale ce qui, évidemment, est difficile compte tenu des attentes de la population.

L'autre solution serait le relèvement des prélèvements obligatoires. En

France, ils dépassent 44 % du PIB et sont deux points au-dessus de leur niveau de 2010. Leur hausse aurait également un effet négatif sur la croissance. Une augmentation des impôts de production ou sur le capital entraînerait une diminution de l'investissement. Un relèvement des taux de TVA jouerait contre la consommation des ménages. La TVA est l'impôt qui rapporte le plus, 200 milliards d'euros par an. Certains imaginent l'augmenter en baissant, en contrepartie, les cotisations sociales. Ce transfert ne change rien sur la ponction finale. *A contrario*, la hausse des cotisations sociales pénaliserait la compétitivité des entreprises.

Le gouvernement dispose de peu de marges de manœuvre en matière budgétaire, sachant qu'il est susceptible d'être censuré sur ce sujet sensible à l'Assemblée nationale. Il n'existe pas de majorité pour une rationalisation des dépenses sociales ou des dépenses des collectivités locales tout comme il n'y en a pas sur les questions fiscales.



DES JEUX POUR QUOI FAIRE ?

Pour la première fois en cent ans, la France organise les Jeux Olympiques et Paralympiques entre les 26 juillet et le 11 août et entre les 28 août et le 8 septembre. Les Jeux sont avec la Coupe du Monde de Football l'évènement sportif le plus regardé sur la planète. 4 milliards de personnes soit la moitié de la population mondiale regarderont au moins une épreuve. 15 millions de spectateurs assisteront aux Jeux dont 12 % en provenance de l'étranger. Pour autant, depuis plusieurs mois, des voix se font entendre pour critiquer les Jeux, leur organisation. Sur les réseaux sociaux des informations circulent se faisant l'écho de l'impréparation du pays à accueillir les Jeux. Au moment où la France est confrontée à un problème de déficit public, la question du coût des Jeux Olympiques et Paralympiques a été soulevé.

UN COÛT À GÉOMÉTRIE VARIABLE DES JEUX

Le coût global des Jeux Olympiques et Paralympiques est difficile à évaluer car il faut prendre en compte les coûts directs (construction d'équipement, personnel) et les coûts indirects (sécurité, transports, etc.). Il faut également intégrer les retombées sur les prochaines années. La facture brute des Jeux est évaluée actuellement autour de 9 milliards d'euros. Le budget du Comité d'Organisation des JO (Cojo) est de 4,4 milliards d'euros, financé à 96 % par le secteur privé (vente des billets, parrainage, etc.). Le budget de la Société de livraison des ouvrages

olympiques (SOLIDEO) qui est un établissement public chargé de la livraison des ouvrages et des opérations d'aménagement nécessaires à l'organisation et au déroulement des Jeux, s'élève également à 4,4 milliards d'euros dont 1,7 milliard est de nature publique. La Cour des Comptes a révisé à la hausse au mois de mars le coût assumé par les pouvoirs publics. Il pourrait se situer entre 3 et 5 milliards d'euros. La facture a été, ces derniers mois, alourdie en raison par exemple de la décision d'attribuer des primes aux fonctionnaires et aux salariés des entreprises publiques qui seront mobilisés durant les Jeux. Le renforcement de la sécurité en lien avec les craintes accrues d'attentats engendre des surcoûts. Pour le cabinet d'études économiques « Asteres », dirigé par Nicolas Bouzou, le coût total pourrait atteindre 11,5 milliards d'euros. Quoi qu'il en soit, les Jeux de Paris figureront parmi les moins coûteux de l'histoire olympique. La facture des Jeux de Tokyo a été évaluée à 19,5 milliards d'euros, Jeux sans public en raison du Covid. Celle de Rio a dépassé 43 milliards d'euros tout comme celle de Pékin. Les Jeux de Londres avec 14 milliards d'euros de dépenses sont ceux qui se rapprochent le plus de ceux de Paris. Les Jeux d'Atlanta ont donné lieu à un montant faible de dépenses, autour de 5 milliards d'euros. Cette faible facture s'explique par l'utilisation de nombreuses installations sportives existantes, ce qui est également le cas pour Paris.



UNE DÉRIVE INCONTOURNABLE MAIS A PRIORI LIMITÉE

Le principal risque auquel sont confrontées les villes organisatrices est la dérive des budgets. Les Jeux de Séoul en 1988 qui devaient coûter 4 milliards de dollars ont finalement occasionné une dépense de plus de 8,3 milliards d'euros. La palme de la dérive est pour Pékin. Le montant des Jeux a dépassé 40 milliards de dollars pour un budget initial de 2,6 milliards de dollars. Parmi les moins rigoureux figurent aussi Athènes et Londres avec un doublement des budgets. Atlanta, en 1996, a presque respecté l'enveloppe prévue dans le dossier de candidature. Les Jeux d'Hiver n'échappent pas à l'inflation des budgets. Ainsi, ceux de Sotchi, en 2014, ont été les plus dispendieux de l'histoire, avec un budget total de 36 milliards d'euros.

Les Jeux à Paris connaissent quelques dérapages. Le coût de la piscine de Saint Denis est ainsi passé de 90 à 175 millions d'euros. Des surcoûts sont à prévoir également pour la sécurité mais sans provoquer de excès importants. Lors du dépôt des dossiers de candidature, les Gouvernements et les Comités Olympiques nationaux ont tendance à sous-estimer les coûts et à multiplier les promesses afin de remporter l'organisation des Jeux avec, de ce fait, une dérive quasi automatique des budgets. Depuis plusieurs années, le Comité International Olympique veille de plus en plus à étudier la faisabilité budgétaire des projets. Pour les jeux de 2024, le Comité français du sport

international (CFSI) avait fixé un chiffre de 6,2 milliards d'euros pour le budget prévisionnel ce qui n'était pas réaliste.

LES JEUX SONT PROFITABLES

Selon une étude du cabinet Sport+Markt, depuis 1980, les Jeux olympiques auraient rapporté plus qu'ils n'ont coûté. 220 millions de dollars de bénéfice pour Los Angeles et Séoul, 10 millions pour Atlanta, et même 145 millions pour Pékin. Le bénéfice le plus important a été atteint par Sydney, en 2000, avec 1,75 milliard de dollars. Pour certains économistes, un pays organisant une compétition internationale comme une Coupe du Monde pourrait bénéficier d'un surcroît de croissance de 0,2 à 0,3 point de PIB l'année de l'évènement. En prenant en compte la réalisation des infrastructures et les retombées, l'impact pourrait atteindre 0,7 à 0,8 % du PIB. Selon une étude du CDES sur l'impact de l'Euro de football de 2016, les retombées ont été évaluées à minima à 1,3 milliard d'euros. Les dépenses de construction ou de modernisation des infrastructures pour l'Euro 2016 s'élèvent à 1,7 milliard d'euros. 20 000 emplois ont été créés.

Au-delà des coûts et des recettes brutes immédiates, il convient de prendre en compte les retombées dans le temps ainsi que les recettes indirectes. Les milliers d'heures de programmes, en équivalent publicités, se chiffrent en milliards de dollars. Elles entraîneront des réservations par des millions de touristes en provenance de toute la planète.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Les Jeux contribuent à accélérer la réalisation d'investissements qui étaient de toute façon programmés. Les infrastructures routières et ferroviaires des Jeux olympiques d'hiver d'Albertville en 1992 étaient prévues mais, maintes fois reportées, pour des raisons budgétaires ou écologiques. Londres a également utilisé les Jeux Olympiques pour remodeler l'est de la ville. Pendant plus de quatre semaines, la France bénéficiera d'une visibilité médiatique importante d'autant plus que de nombreuses épreuves se dérouleront sur des sites historiques comme le Château de Versailles, la place de la Concorde, les Invalides, la Tour Eiffel, etc. Pour la première fois, la cérémonie d'ouverture aura lieu en-dehors d'un

stade, les athlètes défilant sur la Seine à bord de péniches. Les Jeux version 2024 mettront également en valeur Marseille pour les épreuves de voile et Tahiti pour le surf.

Les Jeux Olympiques ont sans nul doute maintenu au-dessus de l'eau l'économie française en 2023. Il en sera de même en 2024. En revanche, les années suivantes, leur bilan dépendra des retombées touristiques. S'il y a un surplus de touristes dépensant plus que dans le passé, la France sera gagnante, sinon il restera les factures à payer. Gageons que l'image donnée à l'extérieur, donnera l'idée à de nombreux touristes de venir découvrir la France et ses multiples richesses.



HORIZON EXTÉRIEUR

LE PORTUGAL, QUAND LE SUD SE RÉVEILLE

Le Portugal, pays qui avait été touché par la crise des subprimes et des dettes souveraines dans les années 2008/2011, est aujourd'hui érigé en modèle. Néanmoins, ce modèle n'est pas sans faille, en particulier sur le plan social.

En 2011, le pays avait dû accepter l'intervention de la Troïka (FMI, BCE, Commission européenne) qui avait placé le pays sous tutelle et avait engagé un plan de sauvetage de 78 milliards d'euros, plan qui s'accompagnait d'une politique de rigueur. En 2024, le pays a renoué avec les « A » chez Moody's, Fitch et tout récemment chez Standard & Poor's. Toutes les agences attribuent une perspective stable à la note du pays.

Le changement de regard porté sur le Portugal s'explique par les bons résultats économiques et financiers enregistrés depuis la fin de l'épidémie de covid, avec un solde positif des administrations publiques de 1,2 % du PIB en 2023. L'endettement a été ramené à 98,7 % du PIB, soit mieux que l'objectif de 103 % fixé en début d'année par le gouvernement. L'année dernière, la croissance a été une des plus fortes d'Europe, avec un taux de 2,3 %. Pour 2024, le budget devrait rester en excédent et la croissance avoisiner 2,2 % quand un taux de 0,5 % est attendu pour la zone euro. L'inflation y est en forte baisse. Depuis 2013, plus d'un million

d'emplois ont été créés, sur un marché du travail de 5 millions de personnes au total. Le taux de chômage est de 6,5 % de la population active.

Les clefs de la réussite du Portugal sont multiples. Moins exposé aux importations de gaz russe, le pays a été moins touché que les pays d'Europe du Nord ou de l'Est par le déclenchement de la guerre en Ukraine. Le Portugal dispose d'un avantage comparatif fort dans plusieurs domaines qui lui ont permis de maintenir ses exportations malgré la hausse des prix. C'est le cas notamment pour le textile ou le vin. Le Portugal est également un pays industriel avec la présence d'usines automobiles et de cycles. Il est devenu, en 2021, le premier exportateur européen de vélos. Le secteur du luxe contribue également à la croissance économique, en particulier dans les domaines du cuir, du textile et des arts de la table par exemple. Les entreprises de la haute technologie installent de plus en plus de centres de recherche en attirant les salariés de toutes les nationalités grâce à des conditions de vie agréables. Les entreprises européennes ou américaines investissent de plus en plus au Portugal à la recherche d'une main-d'œuvre peu chère, bien formée et travailleuse. Le montant du salaire minimum est de 957 euros par mois. De nombreux nomades numériques s'y installent à la quête de conditions de vie agréables.



Le Portugal entend jouer la carte du numérique et de la transition énergétique. Il met en avant le fait que la part des énergies renouvelables dans la production électrique soit dans le pays, l'une des plus importante d'Europe (60 %, selon l'Agence internationale de l'énergie - AIE). Le pays exploite de nombreux barrages hydroélectriques et a investi dans l'éolien. Le pays compte également tirer profit de ses importantes réserves de lithium qui figure, aux côtés du cobalt et du nickel, parmi les métaux indispensables notamment pour la fabrication des batteries.

Le tourisme joue un rôle clef dans la croissance en représentant 15 % du PIB. Selon ses statistiques officielles, en 2022, les recettes de ce secteur ont dépassé de 20 % celles de 2019, juste avant la crise sanitaire du covid. Sur le seul premier semestre 2023, 31 millions de touristes ont été comptabilisés dans les aéroports portugais, un record. Le tourisme a généré plus de 22 milliards en 2023 de recettes au pays. Près de 320 000 personnes travaillent dans l'hôtellerie et la restauration au Portugal. Comme dans le reste de l'Europe, ce secteur est de plus en plus confronté à des problèmes de recrutement : 50 000 emplois ne sont pas pourvus pour la saison 2024. Les professionnels du secteur demandent au gouvernement de pouvoir faire appel à l'immigration.

Après la crise de 2009, les autorités ont mené une politique visant à attirer les investisseurs étrangers. Le « visas doré » (créé en 2012 et arrêté en mars 2024) permettait à des ressortissants non européens investissant au Portugal

et créant des emplois de bénéficier d'un permis de résidence. Ce dispositif a permis d'attirer plus de 6,5 milliards d'euros de capitaux. Plus de 11 000 permis de résidence ont été accordés à des investisseurs auxquels il faut ajouter les 18 000 délivrés aux proches de ces derniers. La moitié des bénéficiaires de cette disposition étaient des investisseurs chinois, ainsi que de nombreux Brésiliens et Américains. Le Portugal a également attiré de nombreux retraités en les exonérant de l'impôt sur le revenu sur leurs pensions étrangères. Cette mesure visait à lutter contre la crise immobilière survenue en 2009. Le gouvernement y a mis un terme en raison de la forte augmentation des prix de l'immobilier qu'elle favorisait. Plus de 35 000 retraités français auraient ainsi choisi le Portugal.

Le Portugal profite également de la bonne santé de son principal partenaire et proche voisin, l'Espagne. L'Espagne connaît depuis trois ans une forte croissance tirée par le tourisme, l'industrie et l'agro-alimentaire. D'après l'Institut national des statistiques portugais (INE), les échanges commerciaux entre les deux pays sont passés de 17,6 milliards d'euros en 2000, soit environ 14 % du PIB, à 55,5 milliards d'euros en 2022, soit 23 % du PIB. Un quart des exportations portugaises sont destinées au marché espagnol et un tiers des importations en proviennent. L'Allemagne et la France sont respectivement les deuxième et troisième partenaires commerciaux du Portugal.

La forte croissance du Portugal génère néanmoins des tensions sociales.



Souvent, les emplois créés sont faiblement rémunérés. Trois familles portugaises sur quatre ont rencontré des difficultés à payer leurs factures en 2023, selon le baromètre annuel de l'organisme de défense des consommateurs, Deco Proteste. En février 2024, l'Institut national des statistiques du Portugal a publié le nombre de Portugais cumulant deux, voire trois emplois. En 2023, il a dépassé les 250 000 (sur une population de 5 millions d'actifs, soit 5 %). Le système de santé comme celui de l'éducation sont en crise. L'accès aux praticiens de santé est difficile comme dans un grand nombre de pays européens. L'accès au logement est également un sujet de conflits. Les prix de l'immobilier ont augmenté de 75 % en dix ans. Dans les principales métropoles du pays (Lisbonne, Porto), les Portugais n'arrivent plus à trouver de logements. Le gouvernement a dû ainsi mettre un terme aux « visas dorés » et aux exonérations fiscales pour les retraités étrangers. Il a institué une fiscalité plus favorable au marché des locations de longue durée en

pénalisant celles à but saisonnier. Une majorité de Portugais estiment que ces mesures sont insuffisantes. Toujours pour atténuer les tensions, le gouvernement, dans le cadre du budget 2024, a prévu une hausse des investissements publics dans les secteurs de la santé, l'éducation ou le logement. Une revalorisation du salaire minimum et des pensions de retraite a été également annoncée.

Malgré un bilan économique positif, la majorité socialiste a été battue aux élections législatives du mois de mars 2024. Le Premier ministre, Antonio Costa a été remplacé par le conservateur Luis Montenegro qui entend mettre en œuvre une politique en faveur des classes moyennes. Il devra veiller à limiter l'émigration qui demeure importante chez les jeunes diplômés. Depuis vingt ans, 30 % d'entre eux ont quitté le pays. Il devra également répondre aux demandes de la population concernant la vie chère, la hausse des loyers et la décrépitude des hôpitaux.



CHINE : À LA RECHERCHE D'UN SECOND SOUFFLE

En 2023, lors de sa visite dans le Heilongjiang, une province du nord-est de la Chine, Xi Jinping a exhorté la population à cultiver de « nouvelles forces productives ». Cette province industrielle illustre les problèmes de l'économie chinoise en enregistrant le plus faible taux de natalité du pays et une baisse des prix de l'immobilier. Son PIB en valeur réelle stagne depuis plusieurs années. Avec l'ouverture sur le monde imposée par Deng Xiaoping en 1978, la Chine avait adhéré aux lois du marché. La croissance a été rendue possible par la mobilisation du travail et l'accumulation du capital. La main-d'œuvre chinoise a augmenté de 100 millions de personnes entre 1996 et 2015. Le stock de capital est passé de 258 % du PIB en 2001 à 349 % deux décennies plus tard, selon l'Asia Productivity Organisation. La crise financière de 2008/2009 a constitué une première rupture, l'accumulation de capital prenant alors avant tout la forme de nouveaux biens immobiliers ou d'infrastructures.

LE CHOIX DE L'INDUSTRIE DE POINTE

Depuis une dizaine d'années, la main-d'œuvre chinoise diminue et la demande immobilière est orientée à la baisse. Avec le déclin démographique, les besoins en logements se tarissent. Moins de personnes migrent vers les grandes agglomérations. De nombreux logements restent ainsi vides. Les Chinois qui achetaient de l'immobilier pour s'assurer une retraite, s'en détournent. Le ralentissement de l'immobilier a ébranlé la confiance des consommateurs et privé les

gouvernements locaux de revenus provenant de la vente de terrains. L'espoir d'un rebond de la croissance après l'abandon de la politique du zéro covid en 2022 a été rapidement déçu. La demande reste atone qu'elle soit interne ou externe. Le ralentissement de l'économie mondiale et la multiplication des sanctions commerciales pèsent sur les exportations.

Compte tenu du niveau de développement de la Chine, les services devraient être le principal moteur de croissance. Or, les autorités semblent toujours privilégier l'industrie. Elles considèrent que la pandémie a renforcé le rôle de l'industrie. La demande en produits manufacturés chinois, des masques chirurgicaux aux vélos d'exercice en passant par les respirateurs, a été importante. La transition énergétique exige également la production de nombreux biens industriels (batteries, éoliennes, panneaux solaires). La forte augmentation du trafic aérien suppose également la construction de nombreux avions et la production d'aluminium ou de matériaux composites. Dans le cadre de son 14^e plan quinquennal 2021-2025, le gouvernement a prévu de maintenir la part du secteur manufacturier à 25 % du PIB. En 2006, ce ratio était de 33 %. Pour maintenir sa suprématie industrielle, les autorités chinoises ont renforcé l'enseignement des sciences à l'école. L'effort en faveur de la recherche et développement a été également accru. Elles entendent détrôner les États-Unis dans les technologies de pointe.



Le concept de « nouvelles forces productives » mis en avant par Xi Jinping est de nature hégélienne ou marxiste. Il évoque l'idée dialectique selon laquelle une accumulation de changements quantitatifs peut entraîner une rupture qualitative permettant de remettre en cause la hiérarchie des puissances. Selon le Président chinois, « les nouvelles forces productives » proviendront d'une plus forte intégration de la science dans les processus de production. À cette fin, le budget présenté en mars dernier prévoit une augmentation de 10 % des dépenses annuelles consacrées à la science et à la technologie. L'ambition de la Chine en matière de technologie n'est pas nouvelle. En 2006, un plan sur 15 ans avait été adopté afin de réduire la dépendance à l'égard de la technologie étrangère et d'accroître la contribution de la technologie à la croissance. À l'époque, le gouvernement avait mis l'accent sur la nécessité de développer 16 grands projets dont la construction d'un gros avion de ligne chinois et l'atterrissage d'une sonde sur la Lune. Des deux projets ont été depuis réalisés. Depuis 2010, les autorités ont consacré des sommes importantes à la relance de l'économie. Elles ont également placé parmi les priorités la production de voitures électriques et de batteries ainsi que celle des microprocesseurs. La Chine a rattrapé voire dépassé l'Occident dans plusieurs domaines comme le commerce électronique, les trains à grande vitesse, les énergies renouvelables et les véhicules électriques. En 2023, la Chine est devenue le plus grand exportateur mondial de voitures. Selon l'Australian Policy Research Institute, sur une liste

de 64 technologies de pointe, la Chine est en tête dans tous les domaines sauf 11. Le pays est numéro un dans les communications 5G et 6G, ainsi que dans la biofabrication, la nanofabrication et la fabrication additive. Il est également en avance dans le domaine des drones, des radars, de la robotique et du sonar, ainsi que de la cryptographie post-quantique. 60. La Chine se classe 12^{ème} rang pour l'Indice mondial de l'innovation publié par l'Organisation mondiale de la propriété intellectuelle en prenant en compte plus de 80 critères couvrant les infrastructures, les réglementations et les conditions du marché, ainsi que les efforts de recherche, les attributions de brevets et le nombre de citations. Selon les services statistiques chinois, les industries stratégiques émergentes représentaient 13,4 % du PIB en 2021, contre 7,6 % en 2014. Ce taux demeure en-dessous de l'objectif initial de 15 % pour 2020. Le poids des industries de pointe reste ainsi inférieur à celui de la construction.

UNE FRAGILITÉ DANS LES SECTEURS DE POINTE

La situation de la Chine en matière de haute technologie est fragile. Le gouvernement a été surpris par la virulence des États-Unis qui, en quelques années, a multiplié les sanctions sous forme d'embargos et de contrôles de plus en plus drastiques sur la nature des exportations. Pour les microprocesseurs les plus sophistiqués, la Chine est dépendante des États-Unis, de la Corée du Sud, de Taïwan et du Japon. Il en est de même pour certains logiciels et équipements électroniques. Les autorités chinoises



ont été également surprises par l'avance prise par les Américains en matière d'intelligence artificielle. Le modèle linguistique développé par Openai, ChatGPT, qui s'est exporté en quelques semaines tout autour de la planète a rappelé que les Américains sont toujours en pointe pour les technologies de l'information et de la communication.

POLITIQUE ET ÉCONOMIE FONT RAREMENT BON MÉNAGE

La reprise en main politique par le gouvernement central chinois a déstabilisé l'économie, en particulier le secteur de l'industrie de pointe. De nombreux responsables ont été accusés, à tort ou à raison, de corruption ou de mauvaise gestion. Certains ont payé également leurs liens avec des Occidentaux. L'instauration d'un cadre réglementaire plus strict au niveau de la vie économique a réduit la concurrence entravant l'innovation. Un sentiment de défiance s'est diffusé au sein des responsables économiques. Les grandes entreprises Internet du pays ont réduit leurs dépenses en R&D de près de 7 % au premier semestre 2023, par rapport à un an plus tôt. La croissance de la productivité totale des facteurs est également en recul. Le programme technologique lancé par la Chine en 2006 impliquait que sa contribution à la croissance devrait atteindre 60 %. Au lieu de cela, il est tombé à moins d'un tiers, selon Louis Kuijs de S&P Global Ratings,

À trop se focaliser sur le dépassement des États-Unis d'ici 2049, pour le centenaire de la création de la République populaire, les autorités

chinoises ont oublié d'analyser ce qui a fait la force de leurs rivaux ces derniers. La créativité américaine repose sur l'interférence des recherches et sur l'esprit de liberté. Une technique, inventée pour des raisons militaires, peut être développée à des fins civiles comme ce fut le cas avec Internet. Apple invente des produits qui génèrent par eux même des besoins et des applications au sein des consommateurs. Les États-Unis combinent en permanence créativité et rentabilité sur fond de liberté. La mainmise du pouvoir central chinois sur l'économie réduit la spontanéité et limite les prises de risques. Apple comme Google peuvent réaliser des recherches voire créer des produits qui n'aboutissent pas sans que cela soit perçu comme un échec définitif. Pour un pouvoir politique, ce mode de gestion est plus difficile à admettre. Or, par la nature de son régime, la Chine a une vision géopolitique de l'économie quand les pays occidentaux privilégient la satisfaction des consommateurs.

Le durcissement des Américains qui tendent à s'aligner sur la vision du monde défendue par les dirigeants chinois conforte ces derniers à garantir leur souveraineté économique. Cependant, le combat technologique engagé contre l'Occident est coûteux pour la Chine. Avec des collectivités locales confrontées à la crise immobilière, les marges de manœuvre budgétaires se réduisent. Le ralentissement de la croissance, ces dernières années, freine par ailleurs les capacités financières des autorités. Celles-ci sont confrontées à une demande de plus en plus prononcée de la part de la population en faveur de la protection sociale.



CORÉE DU SUD, LE PAYS MENACÉ D'EXTINCTION DÉMOGRAPHIQUE

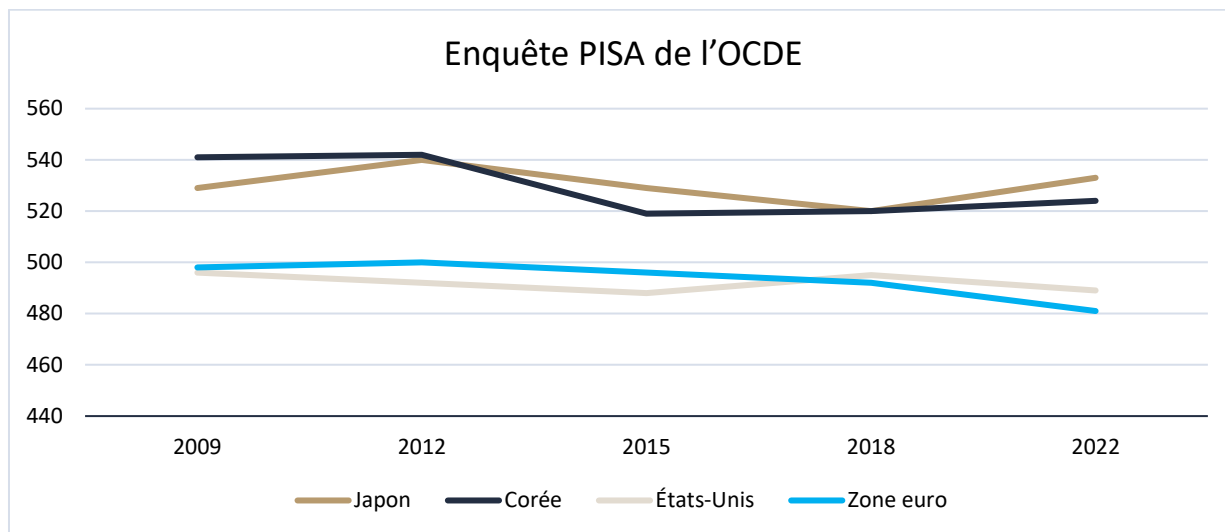
La Corée du Sud est le pays de l'OCDE ayant le taux de fécondité le plus faible, 0,7 en 2023. La population sud-coréenne (51,6 millions en 2023) pourrait ainsi diminuer d'un tiers d'ici 2050. En 2040, elle s'élèverait à 40 millions et à 36 millions en 2072. L'âge médian des Sud-Coréens qui est actuellement de 44,9 ans passerait à 63,4 ans en 2072. Les plus de 65 ans représenterait 47 % de la population en 2072, contre 17,4 % en 2022. Le pays compterait, en 2072, 104 retraités pour 100 Coréens âgés de 15 à 64 ans. Le nombre de personnes en âge de travailler diminuerait de 3,32 millions entre 2022 et 2031, tandis que le pays devrait compter 4,85 millions de seniors en plus au terme de la même période.

Le vieillissement démographique pose une série de problèmes à la Corée du Sud. Le premier concerne la sécurité du pays qui est toujours officiellement en guerre avec la Corée du Nord. Le nombre de personnes mobilisables en cas de conflit est en forte diminution. Il passerait d'ici le milieu du siècle de 10 à 4 millions de 2022 à 2072. La dénatalité constitue également un problème majeur sur le plan économique avec une diminution de la population active. Celle-ci a déjà diminué de 4 millions depuis 2014. Elle ne s'élève plus qu'à 32 millions en

2023. En 2040, la Corée du Sud ne devrait compter que 28 millions de personnes de 15 à 64 ans. Faute d'avoir une population active en augmentation, la croissance tend à s'éroder.

Pour lutter contre les effets du vieillissement, les pouvoirs publics et les entreprises misent sur l'innovation. Les dépenses de Recherche & Développement représentaient en 2022, 5,5 % du PIB, contre 3,5 % aux États-Unis ou au Japon et 2,4 % en zone euro. En Corée du Sud, ces dépenses ont plus que doublé en vingt ans. Le nombre de robots y est nettement supérieur à celui enregistré dans les autres pays de l'OCDE. Le stock était, en 2022, de 8 robots pour 100 emplois manufacturiers, contre 4 au Japon, 3 aux États-Unis et 2,8 en zone euro. La Corée mise également sur le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Les investissements dans ce secteur représentent 16 % du PIB en Corée, contre 4 % au Japon ou aux États-Unis et 2 % en zone euro.

La Corée du Sud met également l'accent sur le niveau de formation des élèves. L'enseignement est axé sur les sciences et sur les hautes technologies. La Corée figure dans le peloton de tête depuis des années.



données OCDE

L'excellence est une obsession dans la société coréenne et elle atteint son paroxysme pour le « Suneung », l'examen passé à la fin du lycée qui conditionne l'entrée dans les meilleures universités. Cet examen est le sésame pour la réussite professionnelle. Dès le plus jeune âge, les enfants suivent des cours de soutien et de perfectionnement pour augmenter leurs chances de réussite. L'État a instauré une limite à 22 heures pour les écoliers. Les parents espèrent que leurs enfants obtiennent le score le plus élevé possible au « Suneung » afin d'intégrer la Seoul National University, la Korea University ou la Yonsei University, les trois universités les plus prestigieuses regroupées sous l'acronyme de « SKY ».

Les réactions du gouvernement coréen (qualité du système éducatif) et des entreprises coréennes (effort de Recherche-Développement, robotisation, effort d'investissement en nouvelles technologies) se traduisent par le maintien de forts gains de productivité. Depuis 2011, la productivité du travail augmente de 1,4 % par an un rythme supérieur à la moyenne de l'OCDE. Elle est néanmoins en baisse par rapport à la croissance des années 2002/2010 (+4 % par an) Ces gains ne sauraient suffire pour compenser l'attrition de la population active d'autant plus que la menace nord-coréenne demeure et que la Chine entend également dominer de plus en plus cette partie de la planète.



HORIZON FINANCE

LES MÉNAGES ET LEUR CAGNOTTE

De janvier 2020 à janvier 2024, le stock d'épargne s'est accru de 2 400 milliards de dollars aux États-Unis et de 1 500 milliards d'euros en zone euro. Pour les premiers, ce stock diminue depuis 2022 quand il s'accroît sur l'ensemble de la période pour les seconds. Ce stock a été constitué grâce à la baisse de la consommation durant la période covid. Dans ce contexte, le taux d'épargne des ménages a dépassé 20 % du revenu disponible brut en zone euro en 2020 avant de revenir à 15 % en 2023. Ce dernier taux est néanmoins supérieur de deux points à son niveau de 2019, avant l'épidémie. Aux États-Unis, le taux d'épargne est passé de 10 à 25 % de 2019 à 2020 avant de revenir à 8 % en 2023, soit un niveau inférieur à son niveau pré-pandémie.

Si les ménages ont épargné ces dernières années, c'est en grande partie grâce au soutien public dont ils ont bénéficié, en particulier durant l'épidémie et en 2022 en Europe après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Le solde budgétaire est ainsi passé de -0,5 à -6 % du PIB en zone euro de 2019 à 2020 et de -3,5 à -14 % aux États-Unis. En 2023, le déficit public était de 3,7 % du PIB en zone euro et de plus de 7 % aux États-Unis.

Depuis 2021, les Américains ont repris le chemin de la consommation, leur taux d'épargne financière étant inférieur à celui d'avant 2019. En 2023, la consommation y était supérieure de

12 % à son niveau de 2019. En zone euro, en revanche, depuis plus de deux ans, la consommation est étale et augmente moins vite que les revenus des ménages. Sur plus longue période, de 2010 à 2023, elle n'a augmenté que de 10 % au sein des États membres quand, aux États-Unis, elle a progressé de 40 %. Les ménages ont utilisé une partie de leur cagnotte pour acheter des logements avant la hausse des taux d'intérêt. La demande a été forte en 2021 et en 2022. Durant cette période, l'investissement en logements a progressé de 30 % aux États-Unis et de 10 % en zone euro. En France, le nombre de transactions immobilières est passé de 1 à 1,2 million de 2019 à 2022. Il s'élevait à 700 000 en 2015. Depuis la hausse des taux d'intérêt, le nombre de transactions est en recul.

Depuis le début de la pandémie de covid, les ménages conservent un plus grand volume de liquidités, que ce soit sur leurs comptes courants, leurs comptes d'épargne ou en numéraire. La masse monétaire M2 est ainsi passée de 15 000 à 21 000 milliards de dollars aux États-Unis et de 12 000 à 15 000 milliards d'euros en zone euro. En 2010, la masse monétaire était respectivement de 8 500 milliards de dollars et de 8 000 milliards d'euros.

Avec la hausse des taux d'intérêt, les ménages en zone euro ou aux États-Unis placent une part croissante de leurs liquidités sur des dépôts à terme et en titres monétaires. L'encours de



ces deux placements atteint 20 000 milliards de dollars en 2023 aux États-Unis, contre 17 000 milliards de dollars en 2019. Cet encours passe de 10 000 à 18 000 milliards d'euros de 2019 à 2023 en zone euro. À partir du début de 2022, les ménages augmentent leurs achats d'obligations. Si entre 2015 et 2022, le solde net des achats d'obligations était négatif en zone euro, il a atteint 2 % du PIB en 2023. Aux États-Unis, ce solde était, l'année dernière, positif de 3 points de PIB.

Après s'être accrus par rapport à leur tendance en 2020-2021, les achats d'actions cotées ont ralenti à partir de 2022 en zone euro comme aux États-Unis. Avec la baisse des cours en 2022, le recul des achats était alors logique. Leur rebond en 2023 n'a pas donné lieu à une reprise des achats.

De part et d'autre de l'Atlantique, les comportements diffèrent légèrement pour l'utilisation de la cagnotte covid. Aux États-Unis, l'excès d'épargne accumulé a été utilisé pour :

- consommer davantage ;
- acheter des logements ;
- détenir davantage de monnaie, d'abord sous la forme de dépôts à vue et de comptes d'épargne,

puis sous la forme de dépôts à terme et de fonds monétaires ;

- acheter davantage d'obligations à partir du début de 2022 ;
- acheter davantage d'actions en 2020 et 2021, mais pas depuis 2022.

Dans la zone euro, avec leur cagnotte covid, les ménages ont :

- augmenté le volume de leur liquidités en privilégiant dans un premier temps le numéraire et les dépôts à vue puis dans un second temps les livrets et les dépôts à terme ainsi que les titres monétaires ;
- acheté des obligations à partir de 2022 ;
- acheté des actions jusqu'en 2022 ;
- acheté des biens immobiliers jusqu'en 2022.

Les États membres de la zone euro ont été plus durement touchés par la guerre en Ukraine, incitant les ménages à accroître leur épargne de précaution au détriment de la consommation. La priorité donnée à l'épargne en Europe s'explique également par un vieillissement plus rapide de la population.



DETTE PUBLIQUE ET SOUTENABILITÉ, LE DÉBAT SANS FIN OU PRESQUE

En 2020, avec l'épidémie de Covid, la Commission de Bruxelles en lien avec les États membres avait décidé de suspendre les règles budgétaires. Un nouveau pacte a été négocié avec une entrée en vigueur initialement prévue en 2023, reportée en 2024 en raison de la survenue de la guerre en Ukraine. Le nouveau pacte reprend les grands principes du précédent avec les objectifs de déficit public inférieur à 3 % du PIB et de dette publique inférieure à 60 % du PIB. Afin d'éviter un choc d'assainissement, des dispositions ont été introduites avec l'intégration notamment d'un délai d'ajustement dépendant de la mise en place de réformes structurelles. Les pays dont la dette publique représente plus de 90 % du PIB seront néanmoins contraints de la réduire d'un point de PIB par an. En 2023, la dette publique représentait 140 % du PIB en Italie, 110 % en France, 108 % en Espagne et 62 % en Allemagne. Ce niveau de dette justifie-t-il la mise en œuvre de plans d'assainissement budgétaire ? En leur absence, existe-il un risque de soutenabilité pour un ou plusieurs États ?

L'endettement public est soutenable :

- s'il y a un excédent budgétaire primaire (solde avant paiement des intérêts) supérieur au produit du taux d'endettement public et de la différence entre le taux d'intérêt réel et la croissance réelle à long terme ;
- ou si le déficit budgétaire primaire est inférieur au produit

du taux d'endettement public et de la différence entre la croissance réelle et le taux d'intérêt réel à long terme quand la croissance est supérieure au taux d'intérêt réel à long terme.

Les calculs de soutenabilité doivent prendre en compte le fait qu'une partie non négligeable de la dette publique est détenue par la Banque centrale européenne (BCE). 20 % de PIB de dette publique de la France sont ainsi logés à la BCE. Ce ratio est de 10 points pour l'Allemagne, de 20 points pour l'Espagne et de 30 points pour l'Italie. Les intérêts sur cette partie de la dette publique sont reversés aux États qui sont actionnaires de la BCE.

Le taux d'intérêt réel à 10 ans, calculé avec les swaps d'inflation à 10 ans est, en zone euro, de 0,8 %, en ce début d'année 2024. Il est de 0 % pour l'Allemagne, de 0,5 % pour la France, de 0,2 % pour l'Espagne et de 2 % pour l'Italie. La croissance potentielle des pays de la zone euro est pour les prochaines années faibles, autour de 0,5 % par an. La croissance potentielle la plus élevée est prévue pour l'Espagne. Le solde primaire était de -1,5 % du PIB pour la zone euro en 2023. Il était de -1,2 % en Allemagne, de -1,6 % en Italie, de -3 % en Espagne et de 3,8 % en France. Ces soldes primaires ne permettent pas en l'état de garantir sur la durée la soutenabilité de la dette publique. Les deux pays qui sont les plus proches de la soutenabilité budgétaire sont l'Allemagne et l'Espagne.



Pays	(1) Dette publique non détenue par le Système européen de banques centrales (en % du PIB valeur, 2023)	(2) Taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'État (en %, février 2024)	(3) Taux de croissance à long terme (en %)	(4) Excédent ou déficit public primaire (en % du PIB valeur, 2023)	Excédent ou déficit public primaire permettant d'assurer la soutenabilité budgétaire (5) = (1) x [(2)-(-3)]
Zone euro	60,5	0,78	0,5	-1,5	0,2
Allemagne	49,5	-0,02	0	-1,2	0
France	92,9	0,45	1	-3,8	-0,5
Espagne	87,4	0,16	2,5	-3	-2
Italie	119,9	2,01	1	-1,6	1,2

Sources : LSEG Datastream, Eurostat, Natixis

L'analyse de soutenabilité des dettes publiques semble justifier le durcissement des politiques budgétaires. La faible croissance en lien avec le recul de la productivité pénalise les États membres de la zone euro.

Pour desserrer l'étreinte budgétaire, ils sont condamnés à réaliser des économies, à relever les prélèvements ou à favoriser la croissance en jouant sur l'investissement et l'innovation.



HORIZON LOINTAIN

LA CONTRAINTE BUDGÉTAIRE, LE RETOUR ?

Après la crise financière de 2008/2009, les gouvernements ont mené des campagnes d'assainissement de leurs comptes publics. Au niveau de la zone euro, le déficit avait disparu et la dette publique diminuait. L'épidémie de covid et la guerre en Ukraine ont modifié complètement la donne. Le taux d'endettement a augmenté de 10 à 20 points selon les États de l'OCDE. Les déficits publics ont atteint des niveaux records. En 2023, les États-Unis ont enregistré un déficit de plus de 7 points de PIB. Celui de l'Italie comme celui de la France dépasse 5 points de PIB. Rares sont les pays à avoir redressé leurs finances publiques. Chypre et le Portugal font figure d'exceptions avec des excédents budgétaires. À ces deux pays, peut être ajouté la Grèce, le pays malade des années 2010, dont le budget est presque à l'équilibre. Si en 2017/2019, sur les 35 États membres de l'OCDE, le pays médian enregistrerait un excédent budgétaire, en 2023, il connaissait un déficit budgétaire proche de 2,5 % du PIB.

Les gouvernements sont décomplexés face à la dépense publique. Face à l'épidémie de covid, les États ont dépensé sans compter. Les faibles taux d'intérêt les ont encouragés à s'endetter sans limite. Même des économistes libéraux soulignaient qu'il ne fallait pas se priver de la manne financière générée par les politiques monétaires accommodantes. Les tenants de la théorie monétaire moderne soulignaient que les États avaient tout avantage à

recourir à l'emprunt étant donné que l'augmentation de la masse monétaire ne générerait pas, du moins à l'époque, d'inflation. Les habitudes prises en matière de dépenses sont difficiles à perdre même quand la vie reprend son cours normal. La survenue de la guerre en Ukraine a, en outre, justifié le maintien des politiques interventionnistes.

Le démontage des mesures de soutien prend du temps en raison des résistances au sein des populations. Le gouvernement français vient juste de mettre un terme, au mois d'avril 2024, à l'aide aux entreprises pour l'embauche d'alternants, aide instituée en 2020 pour favoriser le recrutement en plein covid. De même, il a décidé la suppression des exonérations d'impôt sur l'énergie, ce qui a généré une contestation de la part de nombreux citoyens. En Australie, les personnes âgées vivant dans des maisons de retraite reçoivent toujours en 2024, une aide financière au titre de l'épidémie de covid. En Allemagne, les mesures de protection de l'emploi mises en place pendant la pandémie n'ont été supprimées qu'au second semestre 2023. Aux États-Unis, le gouvernement fédéral continue de verser d'importants remboursements d'impôts aux petites entreprises ayant conservé leurs salariés pendant les confinements. Au total, les gouvernements européens ont alloué environ 4 % de leur PIB à la protection des ménages et des entreprises.



Pour soutenir l'activité après le covid, les gouvernements ont également pris des mesures visant à accélérer la transition écologique. Aux États-Unis, le coût des aides liées à l'*Inflation Reduction Act* devrait s'élever à plus de 400 milliards de dollars. En Italie, un projet adopté en 2020, destiné à encourager les propriétaires à verdir leur maison, pourrait coûter plus de 200 milliards d'euros.

Les circonstances amènent les gouvernements à accroître les dépenses publiques. Ceux d'Europe de l'Est (Pologne, Pays baltes), face à la menace russe ont augmenté rapidement et fortement les dépenses militaires. Aux États-Unis, la campagne électorale en cours amène Joe Biden à multiplier les mesures potentiellement coûteuses. Il souhaite ainsi annuler une grande partie des dettes étudiantes.

Les déficits publics sont aujourd'hui finançables grâce à la croissance et à l'inflation. Avec un déficit primaire de 2 % du PIB, les États de l'OCDE ont réussi à diminuer en 2023 leur ratio dette/PIB. Le taux d'endettement de l'Italie a diminué d'environ 10 points de PIB depuis 2021 malgré une politique budgétaire laxiste. La Grèce a réussi à diminuer sa dette publique de 50 points de PIB en combinant maîtrise budgétaire et croissance. Seule la France, considérée outre-Atlantique comme le pays malade de l'Europe sur le plan des finances publiques, fait exception.

Les gouvernements attendent avec impatience la baisse des taux d'intérêt afin d'éviter toute crise des finances publiques. Or, compte tenu des besoins

de financement et la persistance de la menace inflationniste, les taux pourraient rester élevés plus longtemps que prévu. Or, pour la France, cela signifie que de 2024 à 2027, le service de la dette passera de 55 à plus de 70 milliards d'euros. L'affaiblissement de la croissance rendra également plus difficile le recul de la dette publique par rapport au PIB. Quand en 2023, le gouvernement italien aurait pu enregistrer un déficit primaire allant jusqu'à 2 % du PIB tout en réduisant son taux d'endettement, il doit désormais dégager un excédent de 1 % du PIB. Pour les États-Unis, la situation est identique. Une nouvelle baisse de l'inflation, un ralentissement plus important de la croissance ou des taux d'intérêt plus élevés rendraient encore plus difficile la stabilisation de la dette des États.

Les questions budgétaires qui avaient disparu des débats publics depuis l'adoption des politiques monétaires non-conventionnelles, reviennent avec acuité. Aux États-Unis, la Chambre des Représentants bloque plusieurs projets de Joe Biden mais dans le même temps, le candidat Donald Trump promet d'accroître les dépenses et de diminuer les impôts. En France, le gouvernement ne dispose pas de marges de manœuvre pour accroître les prélèvements ou pour diminuer les dépenses en raison de l'absence de majorité à l'Assemblée. La France comme l'Italie craignent d'être mises sous surveillance par l'Union européenne pour déficits excessifs. Au Royaume-Uni, les travaillistes font campagne pour les prochaines élections législatives en promettant le rétablissement des comptes publics.



Dans de nombreux pays, les gouvernements sont confrontés à une diminution des rentrées des impôts. En France, le dérapage du déficit public en cours d'exercice, l'année dernière, s'explique par une attrition de certaines recettes (TVA, Impôt sur le revenu). Aux États-Unis, les recettes provenant des impôts sur le revenu prélevés sur les salaires ont également diminué l'an dernier. Les recettes de l'impôt britannique sur les plus-values ont diminué en un an de 11 %. Au Japon, la réduction des recettes tirées de ce même impôt est de 4 %. La baisse des prix de l'immobilier explique, avec la diminution des transactions, cette évolution. En France, la préférence des ménages pour l'épargne se traduit par une diminution de la consommation en biens et donc des recettes de la TVA.

L'inflation et le ralentissement de la croissance pèsent sur le niveau de vie et le moral des contribuables. Aux États-Unis, les entreprises technologiques ont réduit le montant des primes et ont même réduit leurs effectifs. Sauf en France et en Allemagne, les ménages ont amplement puisé dans leur cagnotte covid. Ils n'ont plus beaucoup de marges de manœuvre. Le vieillissement démographique conduit à une hausse de l'épargne, les futurs retraités craignant pour leur niveau de vie lors de la liquidation de leurs pensions. Les dissensions au sein des pays sont plus nombreuses rendant leur gouvernabilité complexe. Les gouvernements, dans un tel contexte, essaie de gagner du temps mais combien, c'est la question.

RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE : LA LITANIE DES FACTURES

Les catastrophes naturelles coûtent de plus en plus cher car les populations, du moins en Occident, sont de mieux en mieux assurées. Les fortes densités d'habitats et matériels contribuent à alourdir les factures des assureurs. L'augmentation de la fréquence des catastrophes est également mise en cause. Dans le Nord de l'Italie dans les villes de Milan, de Turin ou de Venise, les orages de l'été dernier ont occasionné de nombreux dégâts (vitres cassées, voitures inutilisables, panneaux solaires brisés) obligeant les compagnies d'assurance à indemniser leurs propriétaires à hauteur de 4,8 milliards d'euros, soit le montant le plus élevé jamais constaté en Europe pour un épisode orageux. Au cours de la décennie 2000 à 2009, seuls trois orages ont coûté à l'industrie plus d'un

milliard d'euros (en valeur constante 2023). De 2010 à 2019, il y en a eu dix. Depuis 2020, il y en a déjà eu six. De telles tempêtes représentent désormais plus d'un quart des coûts du secteur de l'assurance liés aux catastrophes naturelles, selon le réassureur Swiss Re.

Le changement climatique est avancé par de nombreux experts pour expliquer l'augmentation des dégâts subis par les ménages et les entreprises. Les ouragans, les incendies de forêt et les inondations sont de plus en plus fréquents et plus violents. Dans de nombreuses villes construites sur des sols argileux comme c'est le cas à Londres, les sécheresses provoquent des affaissements de terrain mettant en danger de nombreuses habitations. À Amsterdam, les bâtiments reposant sur



des pieux se fissurent en raison de l'assèchement des sols marécageux. Il en est de même dans les régions où la nappe phréatique s'abaisse. Les travaux de réfection des maisons pour les propriétaires atteignent bien souvent plus de 100 000 euros. Ces dépenses s'ajoutent à celles à l'isolation et au changement de système de chauffage. Selon l'agence MSCI, le coût global des travaux dépasserait 10 % de la valeur des bâtiments. En France, la facture s'élèverait à plus de 1 000 milliards d'euros sur vingt-cinq ans. Au niveau de l'OCDE, ce montant serait de 25 000 milliards de dollars.

Les effets du changement climatique sont susceptibles d'influencer le marché de l'immobilier qui est la principale classe d'actifs représentant environ les deux tiers du patrimoine mondial. Le secteur du bâtiment constitue un pôle important de l'activité économique en raison de ses liens avec de nombreuses industries : sidérurgie, ciment, bois, équipements, etc. L'immobilier est, par ailleurs, au cœur du système financier en raison du recours au crédit pour son financement. Pour le moment, les effets du changement climatique ne se reflètent que modérément dans les prix de l'immobilier. En France, le calendrier d'interdiction de locations de logements les plus énergivores n'a pas eu de conséquences sur les prix d'autant plus que les pouvoirs publics l'ont assoupli. Une étude parue dans la revue « *Nature* » souligne que si les seules pertes attendues du fait de l'augmentation des inondations étaient prises en compte, la valeur des maisons américaines baisserait de 120 à 240 milliards de dollars. Malgré tout, les acheteurs et vendeurs intègrent en

partie les risques. Selon une étude publiée en 2018 dans le *Journal of Urban Economics*, le prix des maisons construites dans les plaines inondables de l'État de New York ont perdu près de 10 % de leur valeur après l'ouragan Sandy. En Californie, les maisons situées au sein des zones les plus exposées au risque incendie valent 5 % de moins que celle situées en-dehors de ces zones.

Progressivement, les effets du changement climatique se feront sentir de plus en plus durement. Les maisons en argile à Londres se fragilisent en lien avec la succession des hivers humides et des étés secs. Les sols argileux ont tendance également à se fissurer pouvant provoquer l'effondrement des maisons. Les deux cinquièmes du parc immobilier de Londres, soit 1,8 million de logements, sont susceptibles de s'affaïsser d'ici 2030, selon le *British Geological Survey*. D'autres villes voisines, comme Oxford et Cambridge, sont également menacées. En 2070, tout le Sud Est de l'Angleterre serait concerné. La facture pour les assureurs liée aux des affaissements de maison a été évaluée à plus de 2 milliards d'euros par an. La solution pour éviter ce problème passe par la réalisation de fondation en béton armé. Le coût de ces travaux, par maison, dépasse 12 000 euros.

La succession d'évènements climatiques violents peuvent entraîner la non-habitabilité des maisons. Les inondations à répétition, les canicules, les feux de forêts, comme la montée des eaux des océans peuvent obliger des propriétaires à quitter leur maison, ce qui pose la question éventuelle de leur indemnisation. Les assureurs et les



pouvoirs publics sont amenés à apprécier le coût des indemnisations liées aux catastrophes à celui généré par l'abandon de parties de territoires devenues non propices à l'habitation. Aux États-Unis, les assureurs ont déboursé plus d'un milliard de dollars pour réparer les dommages résultant des 28 catastrophes naturelles dénombrées. Certains territoires sont plus concernés que d'autres dont certains se caractérisent par une forte densité humaine. 40 % des constructions à Amsterdam sont susceptibles d'être affectées par la montée des eaux. Les villes de Miami, Guangzhou et de New York sont celles qui sont susceptibles, en raison du prix de l'immobilier, de connaître les destructions les plus coûteuses. À Miami, l'information des propriétaires sur les risques climatiques était jusqu'à maintenant assez lacunaire. Depuis le mois de mars 2024, les vendeurs de logements doivent mentionner s'ils ont déjà fait l'objet d'inondation. Les assureurs rechignent de plus en plus à couvrir les risques climatiques sachant que plusieurs ont, ces dernières années, fait faillite. Le montant des primes augmente fortement. Pour une maison familiale, il atteint plus de 11 000 dollars ce qui oblige les ménages les plus modestes à vendre. Néanmoins, le marché immobilier de la Floride est toujours en croissance. Au cours des cinq dernières années, le prix des logements y a progressé de près de 80 %, selon l'indice Case-Shiller.

En raison d'une moindre couverture assurantielle, les risques dans les pays en développement ou émergents sont moins bien connus. Or, nombre d'entre eux sont exposés aux dérèglements

climatiques et notamment à la montée des eaux. Au sein de ces pays les grandes agglomérations se situent en bord de mer. Une étude publiée en 2017 par l'association Christian Aid suggère que Calcutta et Mumbai en Inde et Dhaka au Bangladesh seraient les plus exposées.

Les autorités ne sont pas totalement désarmées face au changement climatique. À Tokyo, le drainage des cours d'eau a été améliorée et des dispositifs de protection contre le phénomène de submersion ont été créés après le passage du typhon Kit qui avait inondé 42 000 bâtiments en 1966. En 2017, le typhon Lan, d'une même ampleur, n'a inondé que 35 bâtiments. Les gouvernements sont néanmoins confrontés à l'hostilité croissante des populations vis-à-vis des politiques visant à réduire les émissions des gaz à effet de serre. Le gouvernement allemand, par exemple, avait prévu d'interdire les nouvelles chaudières à gaz dès le début de 2024. Cette mesure aurait contraint de nombreux propriétaires à installer de nouveaux systèmes de chauffage. Le coût moyen des travaux a été évalué à 15 000 euros par ménage concerné, après prise en compte des subventions. Compte tenu des réactions des Allemands, cette mesure a été reportée et sera aménagée. Il en a été de même en France où le gouvernement avait prévu l'interdiction, à compter de 2026, d'installation de nouvelles chaudières à gaz. L'interdiction ne vaut désormais que pour les logements neufs.

Pour respecter les engagements pris dans le cadre des Accords de Paris en 2015, les gouvernements doivent



consacrer, jusqu'en 2030, selon l'Agence Internationale de l'Énergie, plus de 570 milliards de dollars par sur le seul poste de la rénovation des bâtiments, bâtiments qui sont à l'origine de 18 % des émissions des gaz à effet de serre. Or, en 2023, seulement 250 milliards de dollars de dépenses ont été consacrés à cet objet. Pour accélérer la transition écologique, des responsables politiques comme Emmanuel Macron et des économistes proposent l'instauration de taux d'intérêt verts. Ces taux qui seraient bonifiés s'appliqueraient aux prêts visant à financer des investissements contribuant à limiter le réchauffement climatique. *A contrario*, les autres prêts seraient assortis de taux plus élevés. L'application de ces taux verts serait susceptible de provoquer la baisse des prix des logements ne répondant pas aux normes environnementales. Il n'est pas certain que cela soit bien accepté par les propriétaires. Ces derniers sont de plus en plus nombreux à juger la

réglementation environnementale excessive. Ils estiment que les mesures imposées par les pouvoirs publics n'empêcheront pas l'augmentation des émissions des gaz à effet de serre. La procrastination et la fatalité caractérisent une proportion non négligeable des ménages occidentaux. Les pouvoirs publics sont conscients qu'ils sont amenés à légiférer pour réguler le marché de l'immobilier. En Floride, malgré les menaces d'inondation, soulignées avec ironie par l'écrivain américain TC Boyle dans son dernier roman, « *Un ciel si bleu* », les constructions en zones inondables se poursuivent. Les nouveaux arrivants supposent que les contribuables prendront à leur charge les investissements nécessaires pour la mise en sécurité de leurs biens. Il est fort probable que cet espoir ne se réalise pas, avec comme conséquence, d'importantes pertes.

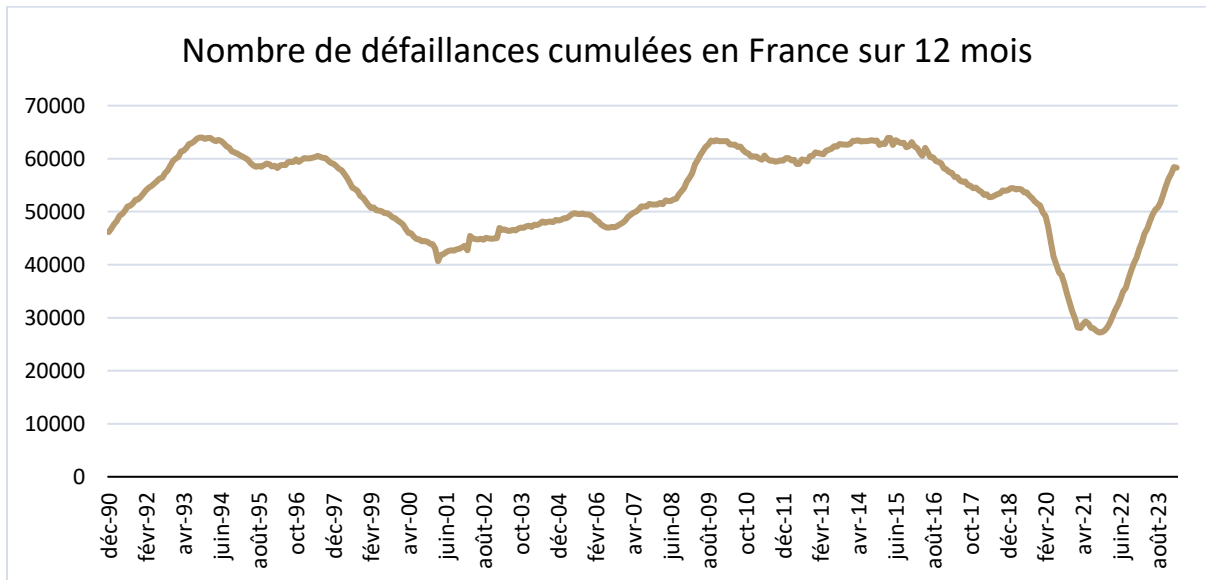


POINTS DE REPÈRE

DÉFAILLANCES D'ENTREPRISE, 60 000 EN RYTHME ANNUEL

À fin mars, le nombre de défaillances cumulées sur les douze derniers mois a atteint 58 287, selon la Banque de France. Le nombre annuel de défaillances se rapproche de son niveau moyen tendanciel mesuré sur la

période 2010-2019 (59 342), avant la pandémie de COVID-19, tout en restant inférieur. L'effet rattrapage reste modéré au regard de la baisse des défaillances constatée entre 2020 et 2022.



Données Banque de France



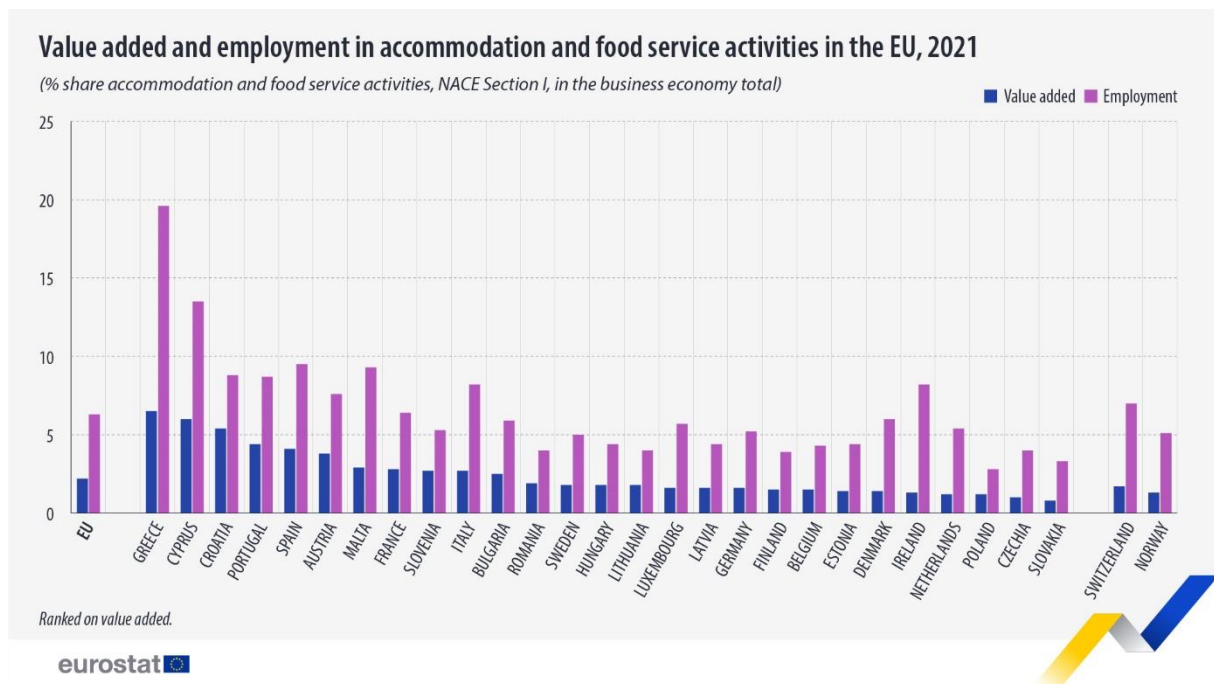
10 MILLIONS D'EMPLOIS DANS L'HÉBERGEMENT ET LA RESTAURATION EN EUROPE

En 2021, il y avait 1,9 million d'entreprises dans le secteur de l'hébergement et de la restauration dans l'Union européenne représentant 6,1 % de toutes les entreprises actives dans l'économie marchande. Ce secteur employait 9,9 millions de personnes et générait 203,6 milliards d'euros de valeur ajoutée. Son chiffre d'affaires net s'élevait, en 2021, à 446,0 milliards d'euros. Il représentait ainsi 6,3 % des personnes employées dans l'économie marchande en 2021 et représentait pour 2,2 % de sa valeur ajoutée.

Les activités d'hébergement et de restauration ont apporté des contributions variables à la valeur ajoutée de l'économie des entreprises dans les pays de l'Union. La

contribution la plus élevée a été enregistrée en Grèce (6,5 % de la valeur ajoutée de l'économie des entreprises), suivie par Chypre (6,0 %) et la Croatie (5,4 %). Les parts les plus faibles ont été enregistrées en Slovaquie (0,8 %), en Tchéquie (1 %) ainsi qu'en Pologne et aux Pays-Bas (1,2 % dans ces deux pays). Pour la France, ce secteur est à l'origine de 3 % de la valeur ajoutée globale.

En termes d'emplois, la contribution du secteur à l'économie des entreprises était plus élevée. Elle variait de 19,6 % en Grèce, 13,5 % à Chypre et 9,5 % en Espagne à 2,8 % en Pologne, 3,3 % en Slovaquie et 3,9 % en Finlande. Pour la France, elle est de 7 %.





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 %
Premier trimestre 2024	+0,2 %	+0,2 %	+0,3 %	+0,7 %	0,3 %
Inflation En % - avril 2024	2,4	2,4	1,0	3,4	2,4
Taux de chômage En % - mars 2024	7,3	3,2	7,2	11,7	6,5
Durée annuelle du Travail (2022)	1493,7	1337,9	1696,5	1643,6	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2022)* en %	34,1	34,7	37,5	30,5	33,7
Dépenses publiques En % du PIB 2022	57,9	49,5	54,1	48,7	50,5
Solde public En % du PIB 2022	-4,7	-2,6	-8,0	-4,8	-3,6
Dettes publiques En % du PIB 2022	111,2	64,3	144,6	113,2	91,6
Balance des paiements courants En % du PIB - 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 % (2/05/24)	3,035	2,542	3,847	3,304	-

*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 avril 2024
CAC40	29 décembre 2023	7 543,18
	30 avril 2024	7 984,93
	Évolution en mars 2024	-1,781 %
	Évolution sur 12 mois	+8,15 %
DAXX	29 décembre 2023	16 751,64
	30 avril 2024	17 921,95
	Évolution en mars 2024	-2,02 %
	Évolution sur 12 mois	+13,96 %
Footsie 100	29 décembre 2023	7 733,24
	30 avril 2024	8 144,13
	Évolution en mars 2024	+2,63 %
	Évolution sur 12 mois	+4,77 %
Eurostoxx	29 décembre 2023	4 518,28
	30 avril 2024	4 921,22
	Évolution en mars 2024	-2,40 %
	Évolution sur 12 mois	+14,58 %
Dow Jones	29 décembre 2023	37 689,54
	30 avril 2024	37 815,92
	Évolution en mars 2024	-4,43 %
	Évolution sur 12 mois	+11,45 %
Nasdaq Composite	29 décembre 2023	15 011,35
	30 avril 2024	15 657,82
	Évolution en mars 2024	-3,81 %
	Évolution sur 12 mois	+29,15 %
S&P 500	29 décembre 2023	4 769,83
	30 avril 2024	5 035,69
	Évolution en mars 2024	-3,97 %
	Évolution sur 12 mois	+20,82 %
Nikkei	29 décembre 2023	33 464,17
	30 avril 2024	38 405,66
	Évolution en mars 2024	-3,51 %
	Évolution sur 12 mois	+31,72 %
Shanghai Composite	29 décembre 2023	2 974,93
	30 avril 2024	3 104,82
	Évolution en mars 2024	+0,89 %
	Évolution sur 12 mois	-6,57 %
Euro/dollar	29 décembre 2023	1,1060
	30 avril 2024	1,0665
	Évolution en mars 2024	-0,67 %
	Évolution sur 12 mois	-3,01 %
Once d'or en dollars	29 décembre 2023	2 066,67
	30 avril 2024	2 286,01
	Évolution en mars 2024	+1,86 %
	Évolution sur 12 mois	+13,64 %
Pétrole Baril Brent en dollars	29 décembre 2023	77,13
	30 avril 2024	87,87
	Évolution en mars 2024	-1,50 %
	Évolution sur 12 mois	+16,74 %



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