



# LA DÉ- CADE

LA LETTRE DU CERCLE  
JEAN-BAPTISTE SAY

“Les lumières et la morale  
sont aussi nécessaires au  
maintien de la République  
que le fut le courage pour  
la conquérir.”



J'ABONNE UN AMI!

CLIQUEZ ICI

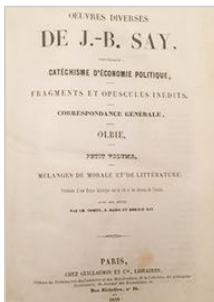


Il nous l'avait bien dit



Octobre 2022

## Il n'y a aucune gloire à courir des dangers sans nécessité



Alors que les canons résonnent en Europe et que les bruits de bottes s'amplifient en Asie, souhaitons que l'époque donne raison à Say, infatigable optimiste.

« La guerre est une grande cause de famine, parce qu'elle nuit à la production, et gaspille les produits. Il dépendrait de l'homme d'écarter ce fléau ; mais on ne peut se flatter de voir les guerres plus rares, qu'autant que les gouvernants deviendront très éclairés sur leurs vrais intérêts, comme sur ceux du public, et que les peuples n'auront plus l'imbécillité d'attacher de la gloire à des dangers courus sans nécessité. »

Jean-Baptiste Say - Œuvre : Les pensées détachées (1818)

---

## Analyse économique

Octobre 2022

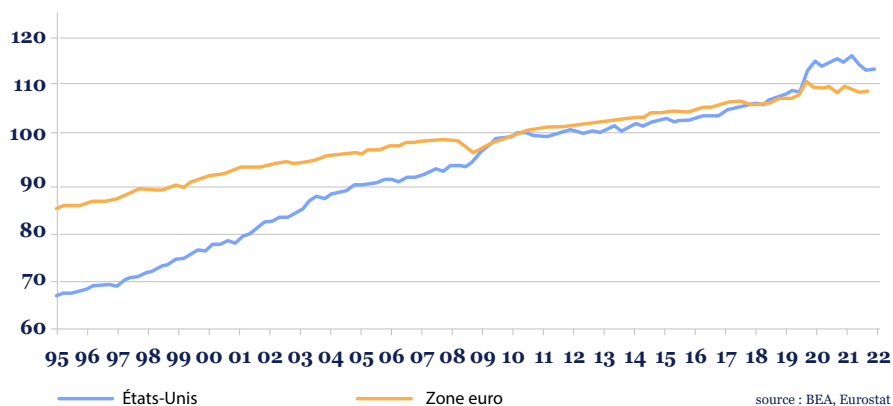
# La productivité cale. Une mauvaise nouvelle pour l'économie mondiale.

La croissance de la productivité reste le principal moteur de la prospérité.

Sans élévation de la productivité, les efforts de soutien à l'activité économique débouchent sur une dégradation des soldes extérieurs ou sur une accélération de l'inflation dès lors que le PIB a retrouvé son niveau potentiel. Ce niveau potentiel dépend de l'offre d'heures de travail et de la production moyenne par heure de travail, ce que l'on appelle communément la productivité.

Or après avoir fortement augmenté au printemps 2020 lors des confinements et de l'adaptation à marche forcée des appareils productifs dans ce contexte exceptionnel, les mesures les plus classiques de la productivité semblent faire au mieux du surplace, voire baisser.

### Productivité horaire du travail, base 100 en 2010



Pour l'instant, le niveau de la productivité reste supérieur à la tendance pré-COVID aux États-Unis, mais il est inférieur dans la zone euro.

Comment expliquer ces tendances ?

Une première hypothèse qui n'est pas à négliger est celle du problème de mesure.

La productivité est une variable complexe à estimer, découlant d'autres statistiques qui peuvent faire l'objet de révisions parfois importantes. Un élément qui plaiderait pour celle-ci est le maintien de marges élevées par les entreprises en dépit des fortes augmentations de salaires.

La deuxième hypothèse est celle du retour à la normale.

---

Qu'il s'agisse des conséquences de la déformation sectorielle de l'économie confinée ou d'une fin de mobilisation post-Covid, cela signifierait que les économies sont en train de revenir sur la tendance d'avant, que les gains liés aux adaptations dues au COVID n'ont été que transitoires.

Enfin, il n'est pas non plus impossible que les problèmes d'approvisionnement, le renchérissement des prix de l'énergie ne perturbent les structures de production et jouent sur la bonne organisation de l'activité.

On observe ainsi aux Etats-Unis une décorrélation entre l'investissement résidentiel et le nombre de logements en construction. Le stock de logement en construction reste élevé alors que l'investissement résidentiel baisse, signe que cette augmentation du stock s'explique avant tout par la hausse des délais de construction.

Enfin certains analystes évoquent la forte tension du marché du travail comme facteur négatif pour la productivité, les employés se sentant moins menacés dans leur poste.

Quoi qu'il en soit, ce ralentissement de la productivité n'est pas une bonne nouvelle dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Il réduit en effet la capacité des entreprises à absorber les hausses de coûts, notamment salariaux. Celles-ci peuvent augmenter les salaires au-delà de l'inflation seulement si la productivité augmente suffisamment.

Si la faiblesse de la productivité devenait durable, elle renforcerait le risque de la mise en place d'un régime de stagflation marqué par une faible croissance et une inflation forte.

---

---

Reçu 10/10

Octobre 2022

« Une vérité appartient non pas au premier qui la dit, mais au premier qui la prouve. »  
(Traité 1<sup>re</sup> ed.)

## Bruno Husson - Analyse financière et évaluation d'entreprise - PUF



Diplômé d'HEC et titulaire d'un doctorat d'État en finance, Bruno Husson a enseigné la finance d'entreprise dans les différents programmes d'HEC Paris pendant plus de quarante ans. En parallèle, il a développé au sein de plusieurs établissements, parmi lesquels Oddo BHF et Accuracy, une activité de conseil en analyse financière et en évaluation d'entreprise. Et c'est bien le résultat de cette double activité de pédagogue de la finance et de praticien de celle-ci qui fait la valeur de cet ouvrage, à la fois académique et pratique. Car la question de la création de richesse est au cœur de la compréhension des phénomènes économiques. Le débat français se distingue par l'importance donnée à la répartition de richesse et à la négligence faite à la création de celle-ci et à laquelle Say était si attentif.

Abordée d'un point de vue micro-économique, l'ouvrage de Bruno Husson permet d'en comprendre la mécanique financière. S'il s'adresse surtout aux étudiants et aux professionnels, profitons-en pour éclairer chacun, en simplifiant grandement, sur ce phénomène et projetons le dans une vision macroéconomique. Say distingue l'entrepreneur, l'apporteur de capital, l'apporteur de travail et appelons le l'ingénieur qui apporte la technique, pour souligner que sans le premier, les trois autres ne feraient rien.

Le livre de Bruno Husson est évidemment concentré sur le capital et la création de richesse entendue comme moyen de prospérité matérielle. Une entreprise a en effet besoin de capitaux pour se lancer, pour investir et pour croître. En face de ces capitaux (fonds des actionnaires et dettes) on trouve donc des immobilisations corporelles qui seront des terrains, immeubles, machines, mais aussi des immobilisations dites incorporelles comme les brevets, les marques ou autres droits permettant à l'entreprise de fonctionner. Il faut aussi compter les stocks et les créances à recevoir des clients qui ne payent pas comptant mais qui sont en partie financées par ce que l'entreprise doit elle-même à ses fournisseurs.

Pour que ce fonctionnement soit durable il faut que la mise en œuvre de ces capitaux ainsi utilisés rapporte plus qu'ils ne coûtent. Car on le sait la capital coûte, même si pour ce qui concerne la dette, la politique monétaire de la dernière décennie a pu laisser croire aux agents économiques et à l'État qu'il n'en coûtait rien avec la politique des taux à zéro... Les actionnaires de leur côté exigent un revenu sur le capital qui viendra les compenser de sa non consommation et du risque pris si l'entreprise ne fonctionne pas comme prévu. La création de richesse par l'entreprise est la capacité de celle-ci à dégager un surplus (chiffre d'affaires moins charges) qui sera supérieur au coût du capital qu'elle utilise. Ce qui distingue la profitabilité de la rentabilité : faire des profits en quantité insuffisante pour assurer le coût de la dette et des fonds propres peut condamner

l'entreprise. Celle-ci n'est rentable que si ses profits rapportés aux capitaux qu'elle utilise sont suffisants pour couvrir le coût de ceux-ci : la rentabilité des capitaux doit être supérieure à leur coût pour que l'entreprise soit durable.

Il est vrai pourtant que beaucoup d'entreprises durent sans remplir cette condition :

- Les nouvelles entreprises notamment, les « start-up » qui passent par une phase de forte croissance et de non rentabilité mais qui restent financées par la promesse du succès d'un business model qui a besoin de temps pour se déployer. Et cela peut durer longtemps : l'activité de distribution d'Amazon, par exemple, ne semble pas rentable et reste soutenue par son activité de web services. C'est pourquoi dès que la conjoncture se durcit un peu, Amazon arrête les constructions d'entrepôts et réduit ses effectifs de distribution. Et qu'Elon Musk licencie massivement chez Twitter qui n'a jamais réussi à trouver une rentabilité acceptable.
- Les entreprises plus anciennes qui par réduction de leur marché ou de leur part de marché par manque d'innovation, ou de caducité de leur modèle continuent pourtant leur activité : avec des soutiens publics, des financements à trop faibles coûts (taux zéro) et la complaisance des apporteurs de financements, jusqu'à devenir des entreprises « zombies » ou disparaître. Un bel exemple a été donné ces dernières semaines par la chaîne de distribution Camaieu qui a fini par être liquidée.
- Enfin, les effets du cycle économique peuvent conduire des entreprises rentables à passer des moments de non rentabilisé par baisse de leurs marchés finaux ou de baisse de leurs prix de vente qui amoindrit ou annule leurs profits. Celles-ci doivent avoir un business model avéré et des actionnaires ou banquiers patients et compréhensifs. Cela a été longtemps le cas des constructeurs automobiles européens qui semblent pourtant, par l'effet des concentrations et restructurations pouvoir passer un creux de cycle dans de meilleures conditions.

Les autres entreprises assurent un niveau de rentabilité qui leur permet de durer et de financer leurs besoins d'investissement et leur croissance par le surplus qu'elles produisent. Et si leur capacité dépasse ces besoins elles sont légitimes à distribuer l'excédent sous forme de dividendes. Une entreprise comme l'Oréal est un bon exemple.

Pour ceux qui s'intéressent à ces sujets, ils se délecteront de la finesse et de la technicité que Bruno Husson développe à approfondir et expliquer ces phénomènes qui sont le moteur du développement de la prospérité des entreprises et qui fait celle de nos sociétés modernes depuis la révolution industrielle.

Car il est possible de transposer l'analyse sur un plan macro-économique. Pour saisir cette approche globale du phénomène vous pouvez imaginer une économie nationale représentée par deux colonnes :

L'une servant au financement : avec l'épargne domestique et aussi l'épargne internationale si l'économie ne s'autofinance pas (a des comptes courants négatifs), des dettes bancaires et des dettes banque centrale.

L'autre colonne, quant à elle, comprend les mines et réserves exploitées d'hydrocarbures,

Le foncier agricole et constructible,

L'immobilier résidentiel, industriel et tertiaire, les infrastructures (transport et communication)

Les actifs de production, machines et stocks,

Les actifs incorporels comme les brevets et les marques, mais plus largement sans doute le niveau d'éducation général de la population, sa capacité à se former et innover, sa mobilité et son adhésion au modèle politique et économique qui permet la liberté et sa mise en œuvre dans l'entrepreneuriat.

Sans oublier les œuvres d'art et métaux précieux.

Eh bien, la production de richesse, c'est la mise en mouvement par l'initiative et le travail de ces actifs ainsi financés.

Il en résulte une production qui une fois vendue générera des revenus. Ceux-ci seront destinés à la consommation et à l'épargne. Et l'épargne, par le phénomène d'accumulation, financera l'investissement qui permettra la productivité et la croissance.

Que se passe-t-il dans notre pays ? Pour résumer, alors que la population continue d'augmenter, notre création de richesse stagne. Depuis 1980, la population française a progressé de presque 13 millions d'individus, mais l'emploi dans le secteur marchand a stagné ; les effectifs manufacturiers ont baissé de 5 à 2.8 millions ; les effectifs de la fonction publique sont eux passés de 3.8 à 5.3 millions ! La part de l'industrie manufacturière est tombée à 11 % du PIB alors qu'elle est stable en Allemagne à 22%. Notre PIB marchand, celui qui permet l'accumulation du capital est relativement le plus faible des pays développés rapporté au PIB total : 43% contre 57% en Allemagne et 64% aux États-Unis (où une grande partie de la santé et de l'éducation sont dans le PIB marchand).

Mais aussi et surtout nous avons aussi décidé de financer cette dépense sociale excessive par l'endettement et par la production et non par les revenus ou la consommation. Tout simplement parce que nous avons fait le choix collectif d'être les champions de la dépense sociale, c'est à dire de privilégier dans notre pacte social la redistribution de la richesse à sa création. Notre dépense sociale représente en effet 31% du PIB contre 26% en Allemagne et 22% dans le reste de l'OCDE. Mais aussi et surtout nous avons aussi décidé de financer cette dépense sociale par la production et non par les revenus ou la consommation. Ce financement par la production peut s'illustrer par le taux de prélèvement sur le résultat comptable (avant prélèvement donc) des entreprises : il s'élève à 67%, composé de 56% de charges sociales et environ 11% d'impôts et taxes, contre 49% en Allemagne. Ce coût provoque un handicap de compétitivité de l'entreprise qui, par manque de rentabilité, ne peut plus investir et perd ses parts de marché jusqu'à disparaître. Ainsi se répondent création de richesse par les entreprises et politique macro-économique.

---

---

Collé 0/10



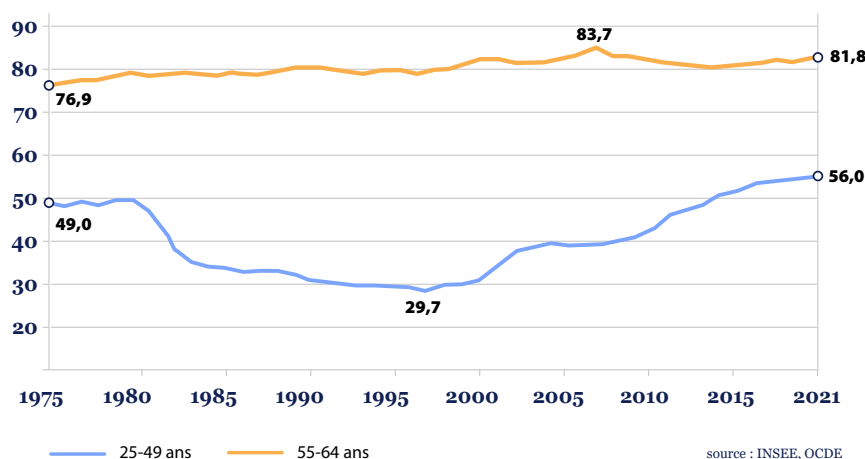
Octobre 2022

« L'économie : il y a peu de sujet sur lequel on se soit plus donné carrière pour déraisonner »  
(traité 1<sup>re</sup> ed.)

## Le trop faible taux d'emploi des seniors en France est un gâchis.

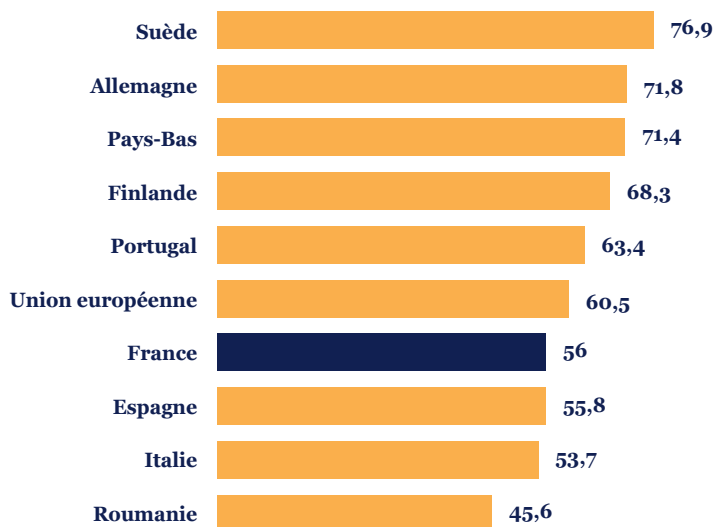
### Le taux d'emploi des seniors en France...

En % moyenne annuelle



### ...et en Europe

En % 55-64 ans en 2021



---

La réforme de 1982 passant l'âge de la retraite à 60 ans, l'installation dans l'imaginaire collectif d'une « troisième » vie qui serait faite de grandes vacances (« succursale de l'enfer ou antichambre du paradis » selon Philippe Bouvard) et de multiples dispositifs réglementaires distinguent à nouveau la France dans son rapport au travail. De nombreux arguments faux nourrissent ce choix onéreux puisque les retraites coûtent 14% du PIB contre 10% dans l'union Européenne.

Il est inexact que les seniors prennent l'emploi des jeunes car nous nous distinguons aussi par un taux d'emploi des 15-24 ans parmi les plus faibles de l'OCDE. Les compétences des seniors et des juniors ne sont pas les mêmes et sont en fait très complémentaires et combinées elles sont susceptibles d'améliorer la productivité. Car en plus il y a un soupçon de perte de productivité des plus de 55 ans. Les plus de 55 ans peuvent ainsi se retrouver discriminés à l'embauche. Mais ils sont aussi encouragés à ne pas se mobiliser puisque la durée d'indemnisation du chômage des plus de 55 ans est de 36 mois contre 24 ou 30 mois en deçà de cet âge. Durées qui sont aussi les plus élevées d'Europe...C'est ainsi que l'on constate un pic de licenciements précédant la durée d'indemnisation avant l'âge de départ légal en retraite. Si nos régimes sociaux étaient équilibrés et si nos déficits publics étaient sous contrôle, oui on pourrait parler d'un choix de société. Malheureusement ce n'est pas le cas...

(Remerciements à Hippolyte d'Albis, professeur à l'École d'Économie de Paris)

---

---



*Parole d'entrepreneur*

Octobre 2022

**Camille KRIEBITZSCH – Partner  
& Co-Founder de @Eutopia**  
[www.eutopia.vc](http://www.eutopia.vc)



**Changer le monde, laisser une trace**

Camille grandit à Thionville dans un environnement de professions libérales, entourée de femmes indépendantes : sa mère et sa sœur aînée sont dentistes et sa grand-mère est à la tête d'un cabinet d'assurances.

Après ses classes prépa à Paris à Saint-Louis, elle intègre l'ESCP. Ses différents stages au cours de ses études vont lui permettre de découvrir l'entreprise et de tracer sa voie. D'abord dans l'univers créatif de Alexandexa, une startup londonienne. Puis c'est l'apprentissage de la rigueur et de l'analyse en tant qu'auditeur chez Ernst&Young.

Et enfin elle se frotte au business development chez Birchbox, leader des box beauté. Forte de ses premières expériences, Camille conclut son parcours à l'ESCP avec une major entrepreneuriat, bien décidée à goûter aux joies de la création d'entreprise. Mais pas tout de suite.

Le temps de trouver l'idée et de faire les rencontres décisives, elle décide de prendre son envol dans le venture capital. Un moyen de réconcilier sa personnalité analytique et la prise directe avec l'écosystème entrepreneurial.

Elle démarre en 2015 chez Otium Capital, le family office de Pierre-Edouard Stérin, où elle rencontre Antoine Fine, un ancien de chez Lazard qui vient lui aussi de rejoindre l'équipe. Ils proposent à Pierre-Edouard Stérin une nouvelle thèse d'investissement sur les consumer startups, ces nouvelles marques qui repensent la société de consommation, de façon à la fois plus digitale et plus engagée. Ils développent à deux ce nouveau fonds pendant trois ans. Camille apprend le métier en mode accéléré avec 10 opérations rondement menées ensemble. Deux autres membres, Antoine Régis et Cyrille Bessière, rejoignent l'équipe un peu plus tard.

**1) Pourquoi être devenue entrepreneur ?**

Le facteur humain est déterminant dans mon choix d'entreprendre. Le modèle de femmes indépendantes, autonomes et responsables, incarné par ma grand-mère, ma mère et ma sœur a été une source d'inspiration et de fierté pour moi.

Les rencontres ont elles aussi joué un rôle clé.

D'abord avec les entrepreneurs que j'ai côtoyés tout au long de mon parcours.

De Quentin Reygrobellet, patron de l'ex Birchbox, devenu Blissim, à la trentaine d'entrepreneurs que nous accompagnons depuis des années : Juliette Levy, Gaëlle Frizon de Lamotte, Juliette Couturier, Nicolas Chabrier, Julien Sylvain, ...

Autant de parcours et de personnalités qui montrent la variété des possibilités.

J'ai toujours été très admirative de leur courage, de leur résilience et de leur capacité à prendre des risques, qui était d'ailleurs plutôt payante.

Leur exemple a conforté le capital risqué « risk adverse » que je suis dans l'idée que prendre des risques peut marcher.

Ils m'ont donné l'envie de suivre leur trace et comme eux, à mon échelle, de changer le monde, de laisser une trace.

Et bien sûr la rencontre de mes associés sans lesquels je n'aurais peut-être pas sauté le pas.

## 2) Le chef d'entreprise est-il le seul à entreprendre ?

Non. Chacun dans sa vie entreprend. À partir du moment où on développe un projet, où on ose, où on prend des décisions, on entreprend.

Le monde des entrepreneurs est vaste. Du grand CEO aux entrepreneurs de startup. Sans oublier les indépendants, les restaurateurs et les artisans, qui sont aussi des chefs d'entreprise. Il y a aussi des entrepreneurs de la finance, comme moi.

L'entrepreneur est celui qui ose. Celui qui a cette capacité à se lancer, à prendre des risques, en surmontant ses peurs. L'entrepreneuriat, ce sont des montagnes russes avec des hauts très hauts et des bas très bas. L'entrepreneur est celui qui est capable de traverser ces très hauts et ces très bas.

## 3) Pour vous, qu'est-ce que la création de valeur ?

Les dimensions humaine et financière de la création de valeur sont directement liées.

La première composante de la création de valeur c'est une certaine idée du développement humain. À la fois un développement personnel et la capacité à développer ses équipes. Je vois de ce point de vue des choses passionnantes dans les sociétés que j'accompagne.

J'ai eu le plaisir de voir les entrepreneurs à leur tête grandir, franchir des étapes, faire passer leur chiffre d'affaires de 0 à plusieurs dizaines de millions, tout en sachant s'adapter, évoluer, prendre en mains les nouveaux challenges devant eux. C'est pour moi la première création de valeur à laquelle nous essayons de contribuer en tant que fonds en les accompagnant.

En tant qu'investisseur, notre rôle est de corrélérer besoin de changement de consommation et création de valeur financière.

Les projets dans lesquels nous investissons créent de la valeur financière avant tout parce qu'ils créent de l'impact en matière de consommation responsable.

Aujourd'hui les contraintes sociales, sociétales, écologiques, économiques de plus en plus fortes et pressantes imposent un changement dans nos modes de consommation. Nous avons besoin de ces nouveaux produits qui vont nous aider à consommer différemment. C'est là où nous intervenons. Pour que ces nouveaux produits arrivent jusqu'au consommateur, il faut les entrepreneurs qui vont les créer et les moyens financiers nécessaires pour déployer leurs offres et les faire connaître au plus grand nombre.

Notre investissement dans Même Cosmetics, une marque de beauté pour les femmes concernées par le cancer et les effets secondaires des traitements est une bonne illustration de notre rôle

---

dans ce processus de création de valeur. Nous avons investi dans cette société en 2016 alors qu'elle ne faisait pas encore de chiffre d'affaires avec un positionnement sur des produits à innocuité parfaite, au moment des scandales sur les perturbateurs endocriniens. Nous avons traversé aux côtés de ses fondatrices ces fameux très hauts et très bas. Même Cosmétics fera une dizaine de millions d'euros de CA cette année.

L'adoption de ces nouvelles offres alimente un cercle vertueux en générant naturellement de la croissance et de la création de valeur financière, qui à leur tour vont attirer plus de capitaux à déployer dans nos fonds pour pousser encore plus loin notre thèse d'impact.

#### **4) Quelles sont les trois ou quatre mesures à prendre pour améliorer le développement des entreprises françaises ?**

##### **a/ Valoriser l'entrepreneuriat.**

Donner les clés de l'entrepreneuriat aux enfants très tôt à l'école, au collègue. Les inspirer, leur donner l'envie, le courage de se lancer, d'oser. Dédramatiser l'échec aussi – un gros sujet en France. Ça passe notamment par les rôles-modèles pour décroiser l'entrepreneuriat en montrant la diversité des profils, des hommes, des femmes qui entreprennent. Et valoriser toutes les formes différentes d'entrepreneuriat, et notamment valoriser les filières plus manuelles, montrer que c'est possible pour tous.

##### **b/ Accepter des rendements un peu moins forts, et des temps un peu plus longs.**

C'est souhaitable pour favoriser le développement des projets à impact. À la fin la création de valeur sera au rendez-vous. Les marchés sont devenus un peu fous ces dernières années avec parfois des valorisations décorrélées de la réalité économique et des succès fulgurants mais pas toujours pérennes. Être plus patient et avoir des attentes plus raisonnables permettrait sans doute des développements plus pérennes.

##### **c/ Favoriser le partage de la valeur**

C'est indispensable pour créer un alignement plus fort entre les salariés, les Dirigeants et les Actionnaires et un engagement de tous dans la durée.

---

---

Octobre 2022

## POURQUOI « LA DÉCADE » ?

*« La Décade philosophique, littéraire et politique » cofondée par Jean-Baptiste Say en avril 1804 était publiée chaque décadi, dernier jour des trois décades qui rythmaient les mois du calendrier républicain. Selon l'affiche publicitaire qui soutint son lancement, son ambition était « d'instruire et amuser » !*

« La Décade », publiée sur internet 10 fois par an, autour du 10 du mois, sera l'outil de communication du Cercle Jean-Baptiste Say ([www.cerclejeanbaptistesay.com](http://www.cerclejeanbaptistesay.com)), parlera d'économie, tâchera d'instruire et tentera d'amuser... Tentez votre chance! L'abonnement est gratuit et la diffusion repose sur la promotion des lecteurs. Hommage donc à la sagesse d'un révolutionnaire qui a si bien compris l'importance de la prospérité dans le développement et le maintien de la démocratie. Et si bien expliqué les conditions nécessaires à cette prospérité : la liberté, la propriété, l'échange, le travail. Sans entrepreneurs, point de prospérité et sans prospérité, point de solidarité!

Avec Jean-Baptiste Say comme guide et pédagogue, rappeler les principes fondamentaux de l'économie et expliquer simplement les mécanismes de création de richesse pour qu'ils puissent se remettre en marche dans notre pays, voilà l'ambition de la Décade.

