

LA LETTRE ECO DE THOMAS VENDÔME INVESTMENT

HORIZON FRANCE

- La France sur la route des 2 % ?

HORIZON CONJONCTURE

- Les taux bas sont-ils nos meilleurs ennemis ?
- L'Europe à la recherche de sa feuille de route

HORIZON EXTERIEUR

- Quand le Brexit sonne à la porte du Royaume-Uni ?

HORIZON FINANCE

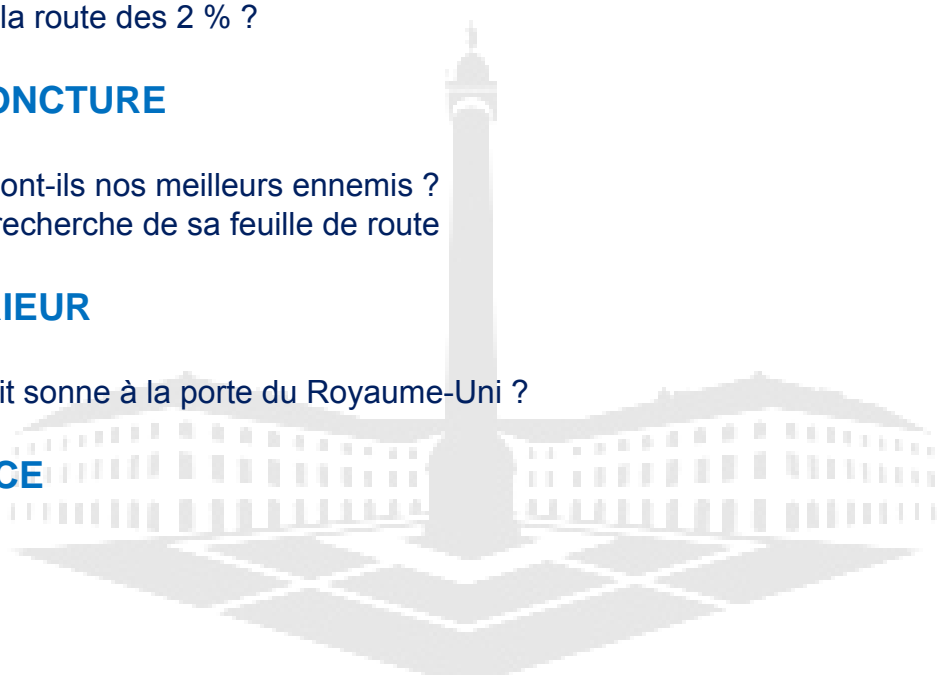
- La fin du cash

TOUT HORIZON

- Quand Internet bat monnaie !

POINTS DE REPERE

- Français, champions de la productivité
- Les statistiques de TVI



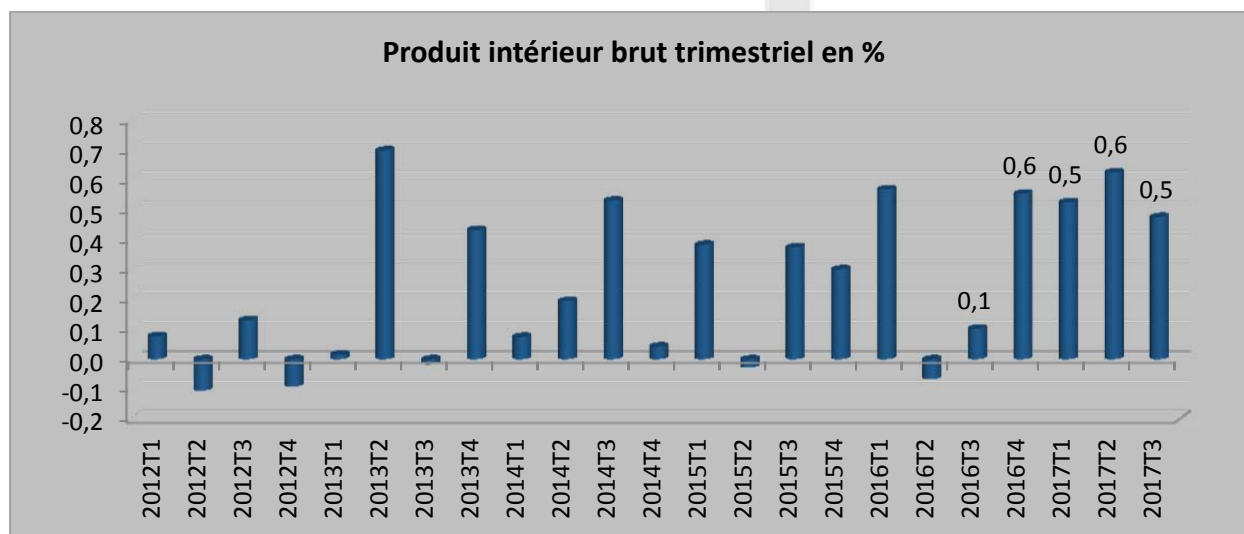
HORIZON FRANCE

La France sur la route des 2 % ?

À fin septembre 2017, l'économie française a presque rempli l'objectif annuel qui lui avait été assigné. En effet, l'acquis de croissance est de 1,7 % pour une prévision de 1,8 %. Sauf mauvaise surprise, la croissance annuelle en 2017 devrait être, proche de 2 %. En effet, selon l'INSEE, le PIB s'est accru de 0,5 % au cours du 3^e trimestre faisant suite à une progression de 0,6 % pour le 2^e trimestre. Depuis un an, le taux de croissance trimestrielle se situe entre 0,5 et 0,6 %.

Par rapport au même trimestre de l'année précédente, le PIB est plus élevé de 2,2 % ; ce rythme de croissance n'avait pas été constaté depuis 2011. Le résultat français reste néanmoins inférieur à la moyenne de la zone euro (+0,6 %).

La croissance du troisième trimestre a été essentiellement tirée par l'investissement et par la consommation des ménages. En revanche, le commerce extérieur reste toujours le maillon faible de l'économie.



Source INSEE

A troisième trimestre, les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de +0,5 % contre +0,3 % au cours du 2^e. La consommation en services s'est accélérée avec un gain de +0,4 % après +0,2 % quand, de son côté, la consommation en biens reste vive (+0,7 % après +0,6 %). Les principaux postes de consommation ont été dynamiques au cours du 3^e trimestre. Les dépenses d'énergie, d'habillement, de biens d'équipement

et d'hébergement-restauration ont été en hausse. Le retour des touristes étrangers après une année 2016 calamiteuse et l'amélioration du moral des Français ont contribué à la bonne tenue de la consommation.

Au troisième trimestre, la production a connu une progression un peu moins forte qu'au 2^e (+0,6 % après +0,8 %). Ce sont les services qui ont décéléré (+0,6 % après +0,8 %). Dans le détail,

la production manufacturière continue d'augmenter (+0,6 % après +0,7 %), portée par les matériels de transports (+3,1 % après 0,0 %), tandis qu'elle marque le pas dans la construction (+0,3 % après +1,2 %).

La formation brute de capital fixe (FBCF) qui correspond à l'investissement a enregistré une augmentation de 0,8 % au 3^e trimestre contre 1 % au 2^e.

L'investissement en construction n'a augmenté que de 0,5 % après +1,2 % du fait du repli dans les travaux publics, par contrecoup de la forte hausse au trimestre précédent. L'investissement en bâtiment fléchit un peu ce trimestre. La FBCF en produits manufacturés accélère légèrement (+0,8 % après +0,5 %), en particulier dans les biens d'équipements. L'investissement en services demeure soutenu, notamment en information-communication (édition de logiciels). Au total, l'investissement des entreprises non financières progresse de nouveau ce trimestre (+0,9 % après +1,1 %), comme celui des ménages (+1,1 % après +1,4 %). Pour l'ensemble de l'année, l'investissement devrait dépasser les 3 %, ce qui constitue un très bon résultat au regard de ceux enregistrés depuis 5 ans.

Avec le maintien de la consommation à un haut niveau, les importations ont progressé au cours du 3^e trimestre (+2,5 % après +0,2 %). Cette augmentation est liée à un accroissement des achats de matériels de transports. Malheureusement, les exportations n'ont, sur la même période, progressé que de +0,7 %

après +2,3 %. Les ventes de biens manufacturés ont décéléré (+0,5 % après +2,9 %). Dans ces conditions, le commerce extérieur a contribué négativement sur l'activité du troisième trimestre : -0,6 point de PIB après +0,6 point.

Au troisième trimestre 2017, les variations de stocks contribuent positivement à la croissance du PIB pour +0,5 point, après -0,5 point au deuxième trimestre. Cette hausse concerne essentiellement les matériels de transports (aéronautique notamment). Les variations de stocks ne contribuent pas à la croissance de l'activité ce trimestre (après -0,1 point au deuxième trimestre).

Les résultats du 3^e trimestre sont encourageants, surtout en ce qui concerne l'investissement. Après plusieurs années de stagnation ou de recul, sa progression traduit le retour de la confiance chez les dirigeants d'entreprise. Le faible coût du crédit alimente ce courant porteur. Compte tenu des dernières annonces du Président de la Banque centrale européenne, la hausse des taux devrait être limitée jusqu'en 2019. Compte tenu d'une croissance qui désormais avoisine 2 %, une amélioration réelle est possible pour le chômage. En revanche, la France peine à regagner des parts de marché à l'exportation malgré la reprise du commerce international. L'amélioration du taux de marge des entreprises ne se traduit pas encore dans l'évolution des exportations.

HORIZON CONJONCTURE

Les taux bas sont-ils toujours nos meilleurs amis ?

Depuis une vingtaine d'années, en Europe, les gains de productivité s'estompent tout comme, mais de manière plus récente, aux Etats-Unis et au sein des pays émergents. Cette baisse conduit à celle de la croissance potentielle. Pour certains, elle explique également la diminution des taux d'intérêt réels dans les pays de l'OCDE.

Le taux d'intérêt est censé évoluer en fonction de la productivité générale des facteurs de production tout en intégrant une prime de risque. Il est directement lié au progrès technique. Une baisse est synonyme d'un espoir de gains inférieurs. Mais, en contrepartie, elle réduit le coût de l'endettement et, par ricochet, facilite l'investissement, ce qui devrait concourir à un rebond de la productivité dans un second temps. Ce scénario sous-tend en partie les politiques monétaires que les banques centrales ont mises en œuvre ces dernières années.

Pour d'autres experts, cette causalité est loin d'être évidente. En effet, la baisse des taux serait avant tout la conséquence d'un excès d'épargne, d'une aversion accrue aux risques et des politiques des banques centrales. Cette diminution provoquerait, certes, une augmentation des investissements dont, cependant, une partie serait inefficace. Elle permettrait le maintien d'entreprises en activité peu performantes et en difficulté. En ralentissant la mutation de l'économie, les faibles taux d'intérêt pèseraient, de ce fait, sur la productivité globale des facteurs.

Pour ces experts, une remontée des taux est souhaitable afin d'éviter la multiplication des investissements peu rentables et le maintien artificiel en activité de certaines entreprises. Les taux bas seraient donc antiéconomiques voire dangereux pour la croissance potentielle.

Ces experts devraient donc se réjouir du début de la hausse des taux constatés depuis plusieurs mois. Mais, cette hausse n'est-elle pas une illusion ? En effet, l'augmentation des taux d'intérêt à long terme est avant tout nominale. Après prise en compte de l'inflation, les taux réels restent très faibles. En effet, les taux augmentent moins vite que les prix. De ce fait, les taux réels ont même tendance à être aujourd'hui plus faibles qu'en 2016. En prenant en compte le taux de croissance qui désormais voisine au sein des pays avancés 2 %, le prix de l'argent reste très bas. Les taux des banques centrales devraient se situer en nominal à 3 % pour être en réel autour de 2 %. Or, le taux de la BCE est de 0 % et celui de la FED de 1 /1,25 %. La remontée réelle des taux est pronostiquée pour 2019 sous réserve que la situation économique demeure favorable.

La hausse des taux d'intérêt est censée avoir un effet négatif sur les actions et l'immobilier. Mais, en l'état actuel, comme ces taux sont très faibles en termes réels, leur impact sur ces classes d'actifs demeure limité au point que plusieurs indices boursiers sont à leurs plus hauts niveaux historiques.

L'Europe à la recherche de sa feuille de route

Pour causes de Brexit et d'échéances capitales au sein de plusieurs pays de l'Union, l'Europe n'a pas réellement célébré le 60^e anniversaire du Traité de Rome au mois de mars dernier. Depuis, la ligne d'horizon s'est dégagée avec l'élection par les Français d'un Président résolument pro-européen. Durant sa campagne électorale et dès le jour de son élection, Emmanuel Macron a, en effet, placé la construction européenne au cœur de ses priorités.

Le Président de la République parie sur le renouveau de l'Europe tant sur le plan économique que sur le plan politique. La nouvelle donne internationale avec un monde dominé par des Etats-Unis de plus en plus imprévisibles et isolationnistes, une Chine conquérante et une Russie en soif de reconnaissance, nécessite une redéfinition du projet européen. En plaçant le débat au cœur de sa réflexion politique, Emmanuel Macron s'inscrit dans la filiation de Valéry Giscard d'Estaing et de François Mitterrand. Pour son positionnement et ses propositions, il s'inspire également des thèses développées par Hubert Védrine et Jacques Attali ainsi que par Jean-Pierre Jouyet.

Le 26 septembre dernier, à la Sorbonne, le Président de la République a précisé son ambition européenne. Il a repris à son compte des propositions comme celle sur la création d'un budget de la zone euro piloté par un ministre des Finances et contrôlé par le Parlement européen. Il a mentionné que les ressources de ce budget pourraient provenir de taxes sur les activités numériques, de taxes environnementales et d'un futur impôt européen sur les sociétés.

Pour le moment, la zone euro est un sous-ensemble de l'Union européenne. Les Etats qui ne sont pas membres de la zone euro sont censés l'intégrer à partir du moment où ils respectent les conditions d'adhésion. Dans ces conditions, il avait été admis qu'il n'y avait pas lieu de créer des institutions spécifiques à la zone euro car celle-ci avait vocation à terme à s'étendre à toute l'Union. Cette règle d'intégration automatique a été remise en cause notamment par le Royaume-Uni, la Suède et la République tchèque. De ce fait, l'idée d'une institutionnalisation de la zone euro apparaît légitime. La création d'un budget de la zone euro constitue évidemment un des moyens pour lutter contre des chocs économiques conjoncturels ou asymétriques. De nombreux économistes américains et européens, dont le prix Nobel Français Jean Tirole, soulignent le manque d'outils aux mains des autorités européennes. Face à une crise qui toucherait tout ou partie de la zone euro, la Commission de Bruxelles ne dispose de peu de moyens pour venir en appui aux Etats concernés. Lors de l'élaboration du Traité de Maastricht, les négociateurs allemands avaient récusé toute idée de mutualisation au sein de la zone euro de peur que l'Allemagne soit appelée à financer des Etats indécents. Certes, cette absence de solidarité n'a pas empêché les Européens de venir en aide à la Grèce mais au prix de contorsions et de tensions qui ont fait craindre l'exclusion de ce pays. L'Europe est dans l'incapacité de développer des mécanismes de transferts au sein de la zone euro. Cela rend complexe la résorption des déséquilibres commerciaux.

La mise en place d'un minimum de fédéralisme budgétaire et fiscal est toujours refusée par l'Allemagne. Certes, le départ de Wolfgang Schäuble du ministère des finances pour la Présidence du Bundestag aurait pu laisser présager un assouplissement de la position allemande, mais le FDP, le parti libéral qui doit intégrer la coalition gouvernementale d'Angela Merkel, est opposé à tout fédéralisme européen.

Le combat de la convergence fiscale et sociale

Sur la convergence fiscale et sociale, le Président français peut compter sur le soutien de Berlin, à certaines conditions. Il en a été ainsi avec la renégociation de la directive « travailleurs détachés ». Après avoir reçu l'aval de Berlin, au mois de juin dernier, les négociateurs français ont décidé de durcir leurs positions sur ce sujet sensible. Dans la foulée, Emmanuel Macron a réalisé un tour des capitales des Etats d'Europe de l'Est.

Présenté fin octobre, le nouveau projet de directive comporte plusieurs modifications par rapport au droit existant. Produit d'un savant compromis, chacun des Etats membres y trouve des éléments de satisfaction. Désormais, un travailleur détaché dans le cadre d'une prestation de services transnationale devra recevoir une rémunération égale aux travailleurs locaux. La rémunération intégrera les avantages (13^e mois, ancienneté, droits prévus par les conventions collectives) dont peuvent bénéficier les locaux. Les indemnités de transport et de logement seront exclues de la rémunération. Jusqu'à maintenant, il était simplement prévu que la rémunération ne pouvait être

inférieure au salaire minimum en vigueur dans le pays d'accueil. En revanche, le principe de l'affiliation à la Sécurité sociale du pays d'origine demeure. L'idée d'un rattachement à celle du pays d'accueil était complexe du fait que le travailleur peut exercer dans plusieurs pays. La Commission européenne a abandonné, pour le moment, l'idée de création d'un étage européen de Sécurité sociale auquel seraient rattachés les actifs travaillant dans plusieurs pays. Toujours dans le cadre du nouveau projet de directive, les contrats de détachement ne pourront pas excéder 12 mois. La Commission de Bruxelles avait proposé 24 mois. Cette modification est sans effet car la durée moyenne des détachements n'excède pas 4 mois. Les institutions européennes se sont, par ailleurs, engagées à lutter contre la fraude. Il a été également prévu que le transport routier échappe à cette nouvelle réglementation. Enfin, et cela constitue une des limites de ce projet, la durée pour la transposition en droit interne a été fixée à 4 ans. Si la Pologne, la Hongrie, la Lituanie et la Lettonie se sont opposées à ce texte, ils ne disposaient pas d'un nombre suffisant de voix pour le bloquer. Pour être applicable, il devra néanmoins passer l'obstacle du Parlement européen.

La convergence sociale reste donc à un combat à livrer. En matière fiscale, les projets d'harmonisation sont aussi difficiles à mener. Si dans le passé la TVA a été un exemple à suivre, l'expérience de ces dernières années démontre que les Etats membre ont tendance à se soustraire aux règles communautaires. En multipliant les taux dérogatoires, la France n'a pas respecté l'esprit des directives en matière de TVA. Le principe d'harmonisation de l'impôt sur les

sociétés est au cœur des débats européens depuis plus de 20 ans. L'absence de consensus a abouti au délitement de cet impôt dont le poids s'amointrit d'année en année. Quand il y a quelques années, son rendement était, en France, équivalent à celui de l'impôt sur le revenu, il n'en représente, aujourd'hui, que le tiers. Plusieurs Etats, dont l'Irlande, disposent de taux bas pour l'impôt sur les sociétés afin d'attirer les sièges sociaux. Ils sont évidemment peu enclins à les augmenter. En outre, la convergence est rendue difficile par la dissemblance des assiettes. Ainsi, la France dispose de nombreux crédits d'impôt dont celui en faveur de la recherche ou le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE).

Au nom de la convergence, le Président de la République française entend conditionner l'accès au fond européen de cohésion aux Etats au respect de certaines normes fiscales et sociales. Emmanuel Macron considère que l'Europe ne doit pas aider les Etats qui pratiquent le dumping social. Le locataire de l'Elysée a demandé l'engagement, dès le mois de novembre prochain, d'une discussion sur la fixation d'un salaire minimum européen et de minimas de cotisations sociales. Sur ces derniers points, l'Allemagne pourrait se montrer réticente, n'ayant guère envie de se mettre à dos les Etats d'Europe de l'Est. Ces derniers contribuent à la bonne santé de l'économie allemande en y exportant des biens intermédiaires. Ils sont, par ailleurs, des importateurs de premier choix pour l'industrie allemande. Un renchérissement des coûts en Europe de l'Est nuirait à l'Allemagne.

De nouveaux impôts pour l'Europe

Les autorités françaises possèdent une véritable compétence en matière d'imagination fiscale. Ainsi, la TVA, créée par Maurice Lauré en 1954, a été exportée à l'ensemble des Etats membres de l'Union européenne et à bien d'autres pays. Emmanuel Macron, de son côté, souhaite généraliser la taxe sur les transactions financières, développer une taxe carbone aux frontières de l'Europe et instituer une taxe sur les géants du numérique.

Pour la taxe, sur les transactions financières, il souhaite poursuivre l'action engagée par Jacques Chirac et par François Hollande. Les recettes issues de cette contribution seraient affectées à l'aide au développement. Pour la taxe carbone, l'objectif serait de pénaliser les entreprises produisant dans des pays ayant des normes environnementales inférieures à celles de l'Europe. Cette taxe pourrait être contraire aux accords commerciaux ratifiés par l'Europe. Le risque de condamnation par l'Organisation Mondiale du Commerce n'est pas nul en raison de son caractère éminemment protectionniste. La troisième taxe sur le numérique vise à remettre en cause les modes d'imposition des entreprises. L'idée serait de privilégier la taxation du chiffre d'affaire réalisé dans chacun des pays et non des bénéficiaires pouvant être logés dans des pays à faibles taux d'imposition. Cette taxe qui vise spécifiquement Google, Amazon, Apple ou Facebook devrait s'appliquer à toutes les entreprises, ce qui ne serait pas sans incidence pour les multinationales européennes ayant des filiales au sein de plusieurs Etats membres (automobile, aéronautique, chimie, informatique, pétrole, etc.). Emmanuel Macron aura des difficultés

à vendre une telle taxe aux pays d'Europe du Nord à l'Irlande ainsi qu'aussi au Luxembourg qui accueillent avec bienveillance les géants du digital.

Pour une nouvelle Politique Agricole Commune

Le Président de la République française a demandé une refonte de la Politique Agricole Commune afin de mieux « assurer la souveraineté alimentaire de l'Europe » tout en laissant plus de flexibilité aux Etats membres. Il souhaite également mettre en place une « force européenne de contrôle » pour garantir la sécurité alimentaire.

L'Europe consacre plus de la moitié de son budget à la politique agricole. La répartition de ce budget donne lieu à d'éprouvées négociations. Afin d'éviter la surproduction et la constitution de stocks coûteux, les garanties de prix ont laissé la place à des aides à l'exploitation à partir des années 90. Ce système s'est révélé plus intéressant pour les Allemands que pour les Français qui se sont sentis floués par cette réorientation de la PAC. Le changement de paradigme sera très difficile. Pour certains, il serait plus simple de renationaliser la politique agricole. Pour la France, il y aurait un risque d'un moindre retour par rapport à la contribution annuelle à l'Europe.

Pour une Europe de l'éducation

Le Chef de l'État souhaite que la moitié d'une classe d'âge passe au moins six mois dans un autre pays européen. Il propose d'élargir le système aux lycées en installant « un processus d'harmonisation ou de reconnaissance des diplômes permettant les échanges

dans tout le système secondaire européen ». Il a lancé l'idée de créer une vingtaine d'universités européennes. Par ailleurs, il a indiqué qu'il fallait que chaque étudiant parle au moins deux langues européennes d'ici à 2024. Ce sujet moins conflictuel pourrait recevoir un accueil favorable sous réserve qu'il ne s'enlise pas faute de moyens financiers.

Les réfugiés et les migrants

En ce qui concerne la question sensible des migrants, le Président de la République réclame une forte dose de fédéralisme. Il préconise la création d'un Office européen de l'asile et d'une police des frontières européenne. Il souhaite que les fichiers soient connectés entre les services des partenaires européens, afin d'accélérer l'examen des demandes d'asile.

L'Europe de la défense

Depuis l'échec de l'Europe de la Défense en 1954, ce dossier est un serpent de mer. Si la France et l'Allemagne ont créé quelques bataillons en commun et si la France a réintégré l'OTAN militaire sous la présidence de Nicolas Sarkozy, les avancées restent modestes. En la matière, le Président français est très ambitieux en s'engageant à la création, d'ici 2020, d'une Europe de la défense constituée d'une force commune d'intervention et d'un budget. D'ici là, il souhaite l'ouverture des armées nationales. Pour lutter contre le terrorisme et la criminalité organisée, il souhaite l'instauration d'une académie européenne du renseignement et la mise en place d'un parquet européen. L'absence du Royaume-Uni qui est aujourd'hui est le pays européen qui consacre le plus de crédits à l'effort de défense fragilise l'édifice. Néanmoins,

les dirigeants allemands qui jusqu'à maintenant se rangeaient sous le parapluie américain, évoluent. Angela Merkel qui avait déjà souffert du manque d'intérêt de Barack Obama pour l'Europe s'inquiète des prises de position et du comportement de Donald Trump. L'idée de création d'une défense européenne n'est plus un tabou outre-rhin. Néanmoins, pour cela, le couple franco-allemand devra convaincre les Etats d'Europe du Nord, plutôt neutralistes, et ceux d'Europe de l'Est, plutôt pro-américains.

Une européanisation des institutions

Pour matérialiser le dépassement des frontières, Emmanuel Macron propose que pour les élections européennes de 2019, des listes transnationales soient présentées. 73 sièges laissés vacants par la défection britannique, seraient affectés à ces listes. Les électeurs se prononceraient pour des listes constituées de candidats pouvant provenir de toute l'Europe. Pour 2015, il souhaiterait que la moitié des sièges soit concernée par ce mode de désignation. Par ailleurs, le Président de la République est favorable à une réduction du nombre de Commissaires européens, ce qui pose la question de la représentation des petits Etats.

L'Europe et la théorie du vélo

Faute de projet et d'une nouvelle ambition, l'Europe a de fortes chances de péricliter. Emmanuel Macron tente de réveiller l'esprit européen qui s'est endormi avec l'échec du Traité constitutionnel de 2005 en raison du refus néerlandais et français. Lors de ces dix dernières années, l'Europe a été perçue comme un maillon faible au sein de l'économie mondiale. L'idée de

la fin de l'euro voire du délitement de l'Union européenne n'était plus tabou.

L'Europe a toujours fonctionné à partir de projets : la création de la communauté du charbon et de l'acier en 1951, de la Communauté économique en 1957, du marché unique en 1986 et de la monnaie unique en 1991. Après la chute du mur de Berlin et de l'URSS, l'élargissement de l'Union européenne aux pays d'Europe de l'Est, sans être accompagné d'une réelle refonte des institutions européennes, a déstabilisé leur fonctionnement. Cette ouverture (10 pays d'Europe centrale et de l'Est adhérent en 2004 suivis de deux autres en 2007) visait tout à la fois à stabiliser les frontières, à reconstituer une unité au sein du Continent et à faire preuve de solidarité auprès de peuples ayant subi bien souvent l'occupation soviétique.

Contrairement à bien des idées reçues, la convergence économique est en marche pour un grand nombre des nouveaux entrants. La République tchèque, la Slovaquie ou la Pologne ainsi que les pays baltes se rapprochent des standards de vie de l'Europe occidentale. Mais les stigmates de la crise ont affaibli l'esprit européen. Les récessions de 2008/2009 et de 2012/2013 et l'apparente paralysie des autorités européennes face aux grands problèmes actuels (migrants, digital, environnement, renouveau de la Russie) ont favorisé la réémergence des tentations nationalistes. En Hongrie, en Bulgarie mais aussi en République tchèque, les gouvernements au pouvoir se montrent de moins en moins enclins à accepter les décisions de Bruxelles. Une position qui tient dans ce slogan : l'argent mais pas les contraintes.

L'impuissance de l'Europe à régler la question des migrants a contribué à l'exacerbation des sentiments anti-européens. Plusieurs gouvernements mettent même en œuvre des politiques qui peuvent apparaître contraires aux principes fondateurs de l'Union européenne sans pour autant être sanctionnés jusqu'à maintenant.

Les grands Etats occidentaux d'Europe ne sont pas sans reproche. Ils traitent avec condescendance les petits Etats sans histoire, comme l'écrit Milan Kundera. Ces Etats, maintes fois trahis, vendus et envahis, savent bien que l'Histoire leur est tragique. De ce fait, la tentation du repli et de la réassurance auprès des Etats-Unis voire de la Russie est forte quand, au même moment, l'Europe apparaît faible.

L'objectif d'Emmanuel Macron est donc de sortir l'Europe de l'ornière

dans laquelle elle s'est enlisée depuis une dizaine d'années. La réussite de son plan suppose que l'Allemagne y adhère tout comme un grand nombre d'Etats. Or la situation n'est pas sans nuage. Parmi les grands Etats, l'Espagne est confrontée à la crise catalane ; l'Italie est toujours dans l'attente d'une clarification électorale. D'autres pays comme la Pologne et l'Autriche ne seront pas des partenaires faciles. C'est pourquoi, le Président français compte s'appuyer sur un partenariat fort et renouvelé avec l'Allemagne. L'idée d'un nouveau traité sur le modèle de celui de 1963 est à l'étude. Il pourrait reprendre des propositions émanant de Valéry Giscard d'Estaing et d'Helmut Schmidt. Ces deux responsables politiques souhaitaient lier les deux pays en mettant en place un système quasi fédéral.



HORIZONS EXTERIEURS

QUAND LE BREXIT SONNE A LA PORTE DU ROYAUME-UNI

Le 23 juin 2016, les électeurs britanniques votaient en faveur de la sortie de leur pays de l'Union européenne. Si, dans un premier temps, la seule conséquence de cette décision fut la dépréciation de la livre sterling, depuis quelques mois, les inquiétudes et les incertitudes minent l'économie d'Outre-Manche. À 500 jours de la sortie programmée du Royaume-Uni, les négociations avec les autorités européennes sont enlisées. Le patronat britannique s'inquiète de la situation qui pourrait déboucher sur une stagnation voire une récession. Le 6 novembre dernier, le Président de « la Confederation of British Industry » a souligné que « pour beaucoup d'entreprises, l'horloge est réglée bien avant mars 2019 ; elle est fixée sur le moment où il faudra actionner les plans de secours ». Le patronat souhaite une longue période de transition. À défaut d'avoir un cadre d'ici le premier trimestre 2018, de plus en plus d'entreprises envisagent de migrer vers le vieux continent tout ou partie de de leurs activités. Les centres de recherche, dont certains vivent en partie grâce à des crédits européens, pourraient franchir la Manche. En outre, de nombreux chercheurs travaillant au Royaume-Uni sont d'origine européenne. Les entreprises ne connaissent pas encore quel sera le sort réservé aux ressortissants européens.

De plus en plus d'entreprises britanniques avouent avoir des problèmes pour signer des contrats pluriannuels de fournitures de biens et de services, ne sachant quels seront les droits de douane applicables en mars 2019.

Le secteur de la construction commence à ressentir les effets du Brexit, les investisseurs préférant se donner du temps avant de s'engager dans la construction de bureaux. La crainte non seulement qu'ils demeurent vides mais aussi la difficile évaluation des coûts de construction les inquiètent. En effet, le Royaume-Uni importe de nombreux biens de construction (verre, revêtements, circuits d'aération) qui pourraient supporter des droits de douane.

A défaut de garanties sur le maintien du passeport européen permettant de bénéficier de la libre prestation de services, les banques et les assurances se préparent à délocaliser une partie de leurs activités sur le continent.

Depuis le vote sur la sortie de l'Union européenne, l'économie du Royaume-Uni doit faire face à une contraction du pouvoir d'achat des ménages du fait de la hausse des prix et de la dépréciation de la livre sterling, à une baisse du taux d'épargne et à la diminution du solde migratoire.

Avant même ce vote, l'économie britannique était une économie déséquilibrée. Le Brexit a accentué ces travers de sorte que, comme le souligne le secrétaire général de l'OCDE, M. Gurria, « le Royaume-Uni est entré dans une passe difficile, le Brexit créant de graves incertitudes économiques qui pourraient étouffer la croissance pour les années à venir », Le pays est confronté à un important déficit commercial récurrent qui représente 7 % de son PIB. Le déficit de ses transactions courantes qui

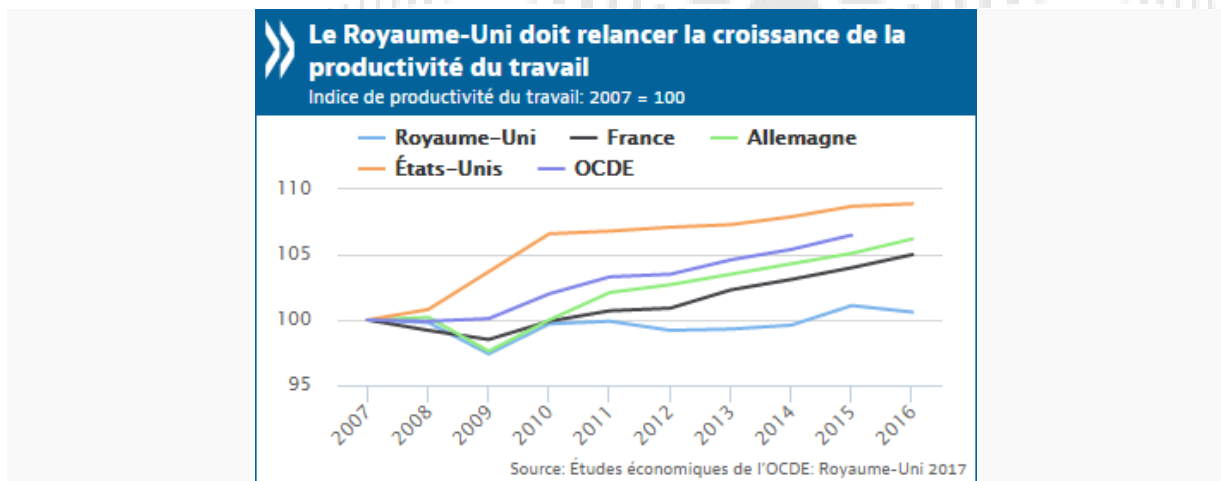
intègre les services s'élève à 5 % du PIB. Au sein des pays occidentaux, seuls les États-Unis enregistrent de tels résultats négatifs. Ces déficits sont compensés par les entrées de capitaux et de revenus. En cas d'assèchement de ses sources, le Royaume-Uni pourrait être confronté à un problème de liquidités comme ce fut le cas dans les années 70, difficultés qui nécessiterent alors l'intervention du FMI.

Depuis 2008, pour doper la croissance et donc récupérer des recettes fiscales, les gouvernements successifs ont parié sur la construction. La Banque centrale a abaissé ses taux et les mesures visant à faciliter l'accès à la propriété ont été prises.

La mise en place d'une politique non-conventionnelle d'achats d'actifs a

dopé les cours boursiers et renforcé les effets de richesses. A la différence des Européens continentaux, les Britanniques disposent de portefeuilles en actions importants. Les effets richesses provoqués par la bourse et la baisse des taux ont contribué à la reprise de l'économie dans les années 2010.

Cette stratégie économique a buté sur la stagnation de la productivité du travail. Si le chômage est repassé en-dessous de 5 %, ce résultat a été obtenu par une augmentation des emplois à faible valeur ajoutée et à la montée de l'auto-entrepreneuriat. Le déclassement des cadres et la paupérisation d'une partie des salariés ont contribué au Brexit mais l'Europe n'était en rien responsable de cette situation.



Le secrétaire général de l'OCDE estime « que le Royaume-Uni devra conserver des liens économiques aussi étroits que possible avec l'Union européenne, tant pour les échanges de biens et de services que pour la circulation des travailleurs ». Pour l'OCDE, la sortie de l'Union européenne rend encore plus nécessaire l'engagement de réformes

structurelles, la réduction des déficits commerciaux et budgétaires. Le renforcement de la qualité des emplois est jugé indispensable afin d'améliorer la productivité économique. Ironie de l'histoire, la sortie de l'Union risque de se traduire par la mise en place de politiques encore plus libérales qu'auparavant.

L'OCDE considère que le Royaume-Uni ne pourra continuer à prospérer qu'à la condition de signer un accord de coopération poussé avec l'Union européenne. Cela passe également par une forte intégration des industries de réseau dans les chaînes de valeur mondiale et par le maintien d'un bon accès des secteurs de services aux marchés étrangers.

Malgré un déficit et une dette importants, l'OCDE pense que le Royaume-Uni aurait tout à gagner d'utiliser l'arme budgétaire afin de relancer l'investissement et de favoriser l'obtention de gains de productivité. Pour financer ce plan de relance, une augmentation des cotisations d'assurance nationale est envisagé tout comme l'indexation des pensions publiques sur les revenus moyens d'activité.

L'OCDE juge nécessaire de réduire les écarts de revenus et de productivité entre les régions britanniques et notamment entre Londres et le Nord du pays. Pour cela, elle préconise un

effort de modernisation des transports publics et une politique active en matière de logement. Ainsi, elle propose une poursuite de la décentralisation qui devrait passer par une augmentation de la part des recettes d'impôts sur les biens immobiliers revenant aux collectivités locales. Elle suggère également un accroissement des aides à l'innovation, le renforcement de la collaboration entre les entreprises et les universités, et l'adaptation de l'enseignement technique aux besoins des entreprises locales.

Le Royaume-Uni se situant en plein emploi, une dynamisation par le haut du marché du travail est souhaitée. Elle passe par une amélioration des droits des travailleurs sous contrat « zéro heure » en termes de sécurité de l'emploi, ainsi que par des dispositifs individualisés pour améliorer les perspectives de formation tout au long de la vie. Des mesures visant à faciliter l'immigration d'actifs seraient également indispensables.

HORIZON FINANCE

La fin du cash ?

L'extinction des pièces, billets et chèques est programmée. Certains pays comme la Suède sont, en la matière, en avance. L'objectif d'une telle évolution est la réduction des coûts de gestion de la monnaie et la lutte contre la fraude. Mais, sur ce dernier point, les malfrats, le crime organisé, les réseaux plus ou moins mafieux ou terroristes, ont déjà envahi le monde de l'argent numérique. Ces derniers utilisent toutes les failles du système. Les nouveaux moyens de

paiement leur permettent d'opérer à l'échelle mondiale rendant leur traque plus difficile.

La fin de la monnaie fiduciaire

En 2016, à Davos, le Président de la Bundesbank avait annoncé que « le cash n'existera plus dans dix ans. Ce n'est pas quelque chose de nécessaire, c'est terriblement inefficace et cher ». De la part du Président de la Banque centrale d'un

pays dont les habitants apprécient les grosses coupures, une telle affirmation traduit bien qu'une révolution est en marche. Pour autant, au niveau mondial, les pièces et les billets dominent encore le monde des transactions. Selon une étude de MasterCard, 85 % des opérations commerciales seraient réalisées en utilisant un moyen de paiement fiduciaire. Si en France, le poids de la carte de paiement est prédominant en valeur, l'argent liquide est utilisé dans deux tiers des opérations commerciales.

Malgré tout, la révolution numérique devrait mettre un terme à plus de 3000 ans d'histoire. Les premières pièces de monnaie métallique auraient vu le jour dans le Royaume de Lydie où régna le fameux Crésus. Ce sont les Chinois, il y a plus de 2000 ans, qui ont émis les premiers billets. Ce seront peut-être les Suédois en 2030 qui seront les premiers à bannir pièces et billets des poches et autres portefeuilles. Dans ce pays, en 2016, les transactions en liquide ne représentent déjà plus que 2 % du montant total des échanges. De nombreux commerçants suédois ne proposent plus le paiement en espèces. La quête dans les églises a été dématérialisée.

La monnaie dématérialisée gagne donc du terrain de jour en jour. Elle a de nombreux visages : cartes de paiement, prélèvement, virement, paiement en ligne, paiements sans contact, Bitcoin, etc. Selon une étude réalisée par BNP Paribas et Cap Gemini, les opérations électroniques à l'échelle mondiale atteindront en 2020 plus de 720 milliards contre 433 milliards en 2015.

La dématérialisation de l'argent

Le recours croissant aux nouveaux moyens de paiement reçoit l'assentiment des pouvoirs publics même si cela n'est pas sans ambiguïté. D'un côté, il y a la volonté d'opter pour un système de paiement jugé plus efficient ; de l'autre, des contraintes sociales et psychologiques freinent la mutation. En effet, de nombreux emplois sont liés à l'émission et la gestion des monnaies physiques (Monnaie de Paris, Banque de France, convoyeurs de fonds, fabricants de distributeurs de billets, etc.). Mais, les Etats tentent de limiter le paiement en cash tant pour réduire la fraude fiscale que pour gêner les modes de financement des activités mafieuses ou terroristes. Ainsi, le plafond légal de paiement en espèces en France pour des achats à des professionnels est limité à 1 000 euros (des exceptions ont été instituées). Récemment, en Inde, le Gouvernement a décidé de démonétiser rapidement les billets de 500 et 1 000 roupies entraînant, au sein de l'opinion publique, un mouvement de panique. Cette opération a eu pour conséquence une diminution de la croissance de 1,5 point. En Corée du Sud, la Banque centrale a lancé une expérimentation afin d'aboutir à terme à « une société sans pièce ». Au Japon, pays où le cash représente 70 % des paiements en valeur, les autorités, pour les prochains Jeux Olympiques, travaillent au lancement d'une monnaie digitale.

Si la FED et la BCE alertent leurs concitoyens respectifs sur les dangers d'utilisation de la monnaie virtuelle, le Bitcoin, le FMI considère que celle-ci ouvre des perspectives utiles. Les monnaies virtuelles en ayant recours

aux techniques du Blockchain disposent d'un fort potentiel de croissance aux yeux de Christine Lagarde. En effet, sans risque de règlement, sans délai d'autorisation, sans registre central, sans intermédiaire pour la vérification des comptes et des identités, elles apparaissent comme des moyens de paiement fiables et peu coûteux sous réserve que les règles d'émission et de gestion soient connues de tous.

Nouveaux moyens de paiement, nouvelles fraudes

La mondialisation des réseaux du crime et du terrorisme a abouti à des nouvelles formes de fraudes. Les paiements sur le « Dark web » ou sur le « Deep web » s'effectuent en ayant recours notamment au Bitcoins. Si ces réseaux ne concernent pas directement le grand public, ils peuvent néanmoins le toucher via des opérations frauduleuses à partir desquels elles seront menées.

La question de la véracité des statistiques

Le montant des fraudes concernant les moyens de paiement électronique serait, en France, faible et stable depuis plusieurs années. Pour autant, nous avons été et nous connaissons tous une ou plusieurs personnes qui en ont été victimes. Sans remettre en cause la fiabilité des statistiques officielles, l'écart entre le ressenti et les données recensées peut s'expliquer par le fait que les victimes ne déposent pas toujours plainte. Les banques en optant pour un remboursement rapide et total des sommes ayant fait l'objet d'un détournement illégal réduisent la nécessité pour les clients de se pourvoir devant la justice. Les banques

peuvent être également tentées de minorer le phénomène afin d'éviter que la confiance envers ces moyens de paiement s'érode.

La place des différents moyens de paiement en France

Selon le rapport annuel de l'Observatoire des Moyens de Paiement, le paiement par carte est le mode de paiement privilégié des Français. Elles sont utilisées dans près de la moitié des transactions scripturales en volume (49 %) pour un montant total de 499 milliards d'euros en 2016. Par ailleurs, 1 491 millions d'opérations de retrait par carte ont été dénombrés pour un montant total de 129 milliards d'euros. La France figure parmi les pays européens qui utilisent le plus la carte de paiement pour les transactions. Seul le Royaume-Uni fait mieux (60 % des transactions contre 50 % pour la France). L'Allemagne est loin derrière (19 %).

Le prélèvement arrive au deuxième rang des instruments de paiement scripturaux les plus utilisés en nombre (18 %) et en montant (6 %). Ces transactions sont, avant tout, nationales, les prélèvements SEPA transfrontaliers représentant moins de 1 % de l'ensemble des flux émis.

Le virement reste l'instrument de prédilection pour les paiements de montant élevé (paiements des salaires et pensions, paiements interentreprises, etc.). Il représente 88 % du montant total des transactions scripturales. En nombre d'opérations, il se situe en troisième position (17 %), juste après le prélèvement et loin derrière la carte. 77 % des virements sont réalisés au niveau national

contre 18 % à destination de l'espace SEPA (Europe) et 4 % en dehors.

En 2016, 2,1 milliards de chèques ont ainsi été émis pour un montant global de 1 077 milliards d'euros, soit une part dans les paiements scripturaux de 9,5 % en volume et 4 % en valeur. Le poids du chèque décline lentement mais la France est de loin le premier pays pour son utilisation dans les transactions.

Les lettres de change et les billets à ordre, qui représentant moins de 1 % des transactions scripturales tant en volume qu'en valeur, connaissent un repli continu qui se confirme en 2016, tant en montant (-9 %) qu'en nombre d'opérations (-3 %). Enfin, l'utilisation de la monnaie électronique reste marginale, en France, avec 38 millions de transactions pour une valeur totale de 591 millions d'euros.



TOUT D'HORIZON

Quand Internet bat monnaie !

Le 7 novembre dernier, le cours du bitcoin a atteint 7 900 dollars, ce qui constitue un record pour cette monnaie virtuelle créée en 2009 par un groupe d'informaticiens anonymes surnommé Satoshi Nakamoto. Le bitcoin est, depuis, redescendu autour de 6 000 dollars. Malgré tout, depuis le début de l'année, son cours a augmenté de plus de 600 %. Chaque jour, la valeur en dollar des échanges de Bitcoin atteint environ 1,5 milliard de dollars ; Un mouvement spéculatif s'est emparé du bitcoin qui est la principale monnaie virtuelle avec un encours de 112 milliards de dollars pour un total de 170 milliards de dollars. Le bitcoin n'est pas, en effet, la seule monnaie virtuelle. Plus de 4 500 monnaies ont été dénombrées dont les plus connues sont Ether, Dash ou Monero.

Le bitcoin (de l'anglais bit, unité d'information binaire et coin « pièce de monnaie »), est une monnaie cryptographique reposant sur la technique des blockchains. Il s'accompagne d'un système de paiement pair-à-pair. Le système fonctionne sans autorité centrale mais de manière décentralisée grâce au consensus de l'ensemble des nœuds du réseau. L'émission de bitcoins, plafonnée à 21 millions, est réalisée par des utilisateurs mettant à disposition leur puissance de calcul informatique afin de vérifier, d'enregistrer et de sécuriser les transactions dans la blockchain. Cette activité, appelée « minage » exige d'importants moyens informatiques et est fortement consommatrice d'énergie. L'agence « Reuters » a estimé qu'en 2015 le réseau bitcoin

consommait 43 000 fois plus d'électricité que les 500 ordinateurs les plus puissants en fonction dans le monde. En 2020, ce réseau aurait besoin de près de 14 000 mégawatts, ce qui représente la moitié de la consommation électrique de la Nouvelle Angleterre aux États-Unis ou la totalité de la consommation du Danemark. Face aux coûts exponentiels de production, les créateurs de bitcoins se regroupent dans des « fermes ». En 2016, une dizaine de ces coopératives fournissaient 95 % des blocs. La Chine, tout en freinant l'utilisation du bitcoin, s'est spécialisée dans sa production (72 % du minage). La Russie a également décidé de développer le « minage » afin de concurrencer la Chine.

À terme, un changement d'algorithme sera nécessaire pour limiter la consommation d'énergie. L'absence de transparence en matière d'émission constitue une autre faiblesse de la monnaie virtuelle. Au niveau de la fraude, en revanche, toutes les transactions sont censées être vérifiées par les nœuds du réseau et enregistrées dans un registre public réputé infalsifiable (principe du blockchain).

Le bitcoin est utilisé par un nombre croissant d'acteurs économiques. Ainsi, en 2017, plus de 100 000 sites Internet, dont PayPal, WordPress ou l'agence de voyage Expedia, l'acceptent comme moyen de paiement. La Croix-Rouge ou Greenpeace admettent également les dons en bitcoins. Il est même possible

d'obtenir des bitcoins physiques auprès des 1 778 distributeurs installés dans plusieurs pays. En Europe, les Pays-Bas se sont dotés de 15 distributeurs. Le recours au bitcoin est intéressant pour les vendeurs qui

bénéficient d'une sécurité de paiement ; par ailleurs, les frais qui évoluent en fonction du nombre d'opérations en cours, sont à la charge de l'acheteur.

Cours du bitcoin de 2011 à 2017 en dollars



Un nouveau produit d'épargne

Les fluctuations sur le bitcoin et sa récente appréciation génèrent une plus grande visibilité et incitent certains établissements financiers à proposer de nouveaux placements. Début novembre, CME Group a annoncé le lancement prochain de contrats à terme sur le bitcoin. Pour certains, l'émission de ces contrats conforte la légitimité de la monnaie virtuelle ; pour d'autres, elle est la preuve de son caractère hautement spéculatif.

Des entreprises, surtout des start-up, ont recours aux crypto-monnaies pour des levées de fond. Ce type d'opération, appelée Initial Coin Offering (ICO), repose donc sur une émission d'actifs numériques (des tokens, ou jetons) qui peuvent être

échangés contre des crypto-monnaies pendant la phase de démarrage du projet. La rareté des tokens permet d'espérer des gains à leur revente, ce qui incite les investisseurs à figurer parmi les premiers arrivés. À la différence des actions classiques, les tokens ne représentent pas des parts de l'entreprise, mais des droits de tirage sur des monnaies virtuelles. En 2016, les ICO auraient permis de lever 200 millions d'euros. Pour cette année, certains avancent le chiffre de 6 milliards, soit plus que le crowdfunding en 10 ans.

L'Autorité européenne des marchés financiers (Esma) juge que cette envolée des ICO constitue un réel danger et en premier lieu pour les épargnants. L'organisme de contrôle

européen juge les « Initial Coin Offerings » non régulées, volatiles, opaques et non éprouvées au plan technologique. Dans un communiqué, il a récemment déclaré que « les ICO sont des investissements extrêmement risqués et hautement spéculatifs » et qu'il y a « un risque d'une perte totale de votre investissement ». « Beaucoup de ces monnaies ou jetons (tokens) n'ont pas de valeur intrinsèque autre que (...) leur utilisation pour avoir accès ou recours à un service/produit », poursuit l'Esma qui, après les régulateurs suisse et américain, réclame à son tour un contrôle plus strict sur les crypto-monnaies. Plusieurs pays ont pris récemment des mesures pour limiter ou interdire l'usage des bitcoins. Ainsi, la Chine a interdit les échanges en bitcoins. La Corée du Sud a également pris des dispositions pour empêcher les levées de fonds payés en tokens. L'Algérie prévoit d'interdire toutes les monnaies virtuelles. Les autorités françaises pourraient également proposer un cadre juridique pour l'utilisation de ces monnaies. L'Autorité des marchés financiers français a récemment émis un appel à la prudence à la destination des épargnants qui pourraient être tentés par des offres de placement en bitcoins promettant sur Internet des rendements alléchant (500 % selon certaines publicités). L'AMF souligne que cette monnaie virtuelle n'a pas de

cours officiel et qu'elle est échangée sur un marché non réglementé. Elle indique, à juste titre, que le bitcoin est extrêmement volatil. Au sujet des ICO, l'AMF mentionne qu'ils présentent « tous les risques liés aux monnaies virtuelles : perte de capital, volatilité des taux, illiquidité, absence d'information claire et détaillée sur le placement, absence de réglementation, risque d'arnaque, auxquels s'ajoute le risque de non réalisation ou d'absence de succès du projet ».

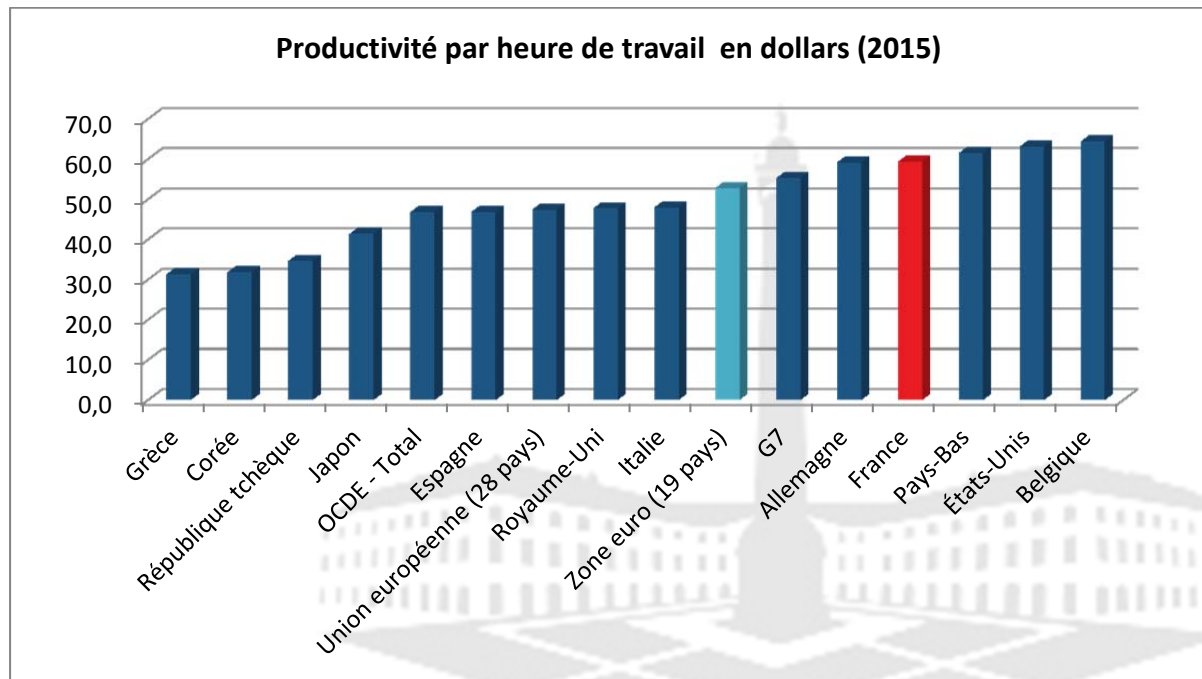
A l'origine, le bitcoin visait à s'affranchir des circuits financiers traditionnels au moment de la Grande Récession de 2008. Son caractère digital et mondial lui a assuré un certain succès tant dans la sphère légale que dans celle des activités mafieuses. En ressemblant plus aux bulbes de tulipes au tant de la « Tulipomanie » de 1837 qu'à un étalon monétaire, le bitcoin risque de perdre en crédit. Le rapport de 2015 de la CIA sur l'État du monde à 30 ans soulignait le risque qu'un réseau comme Facebook batte monnaie. Les conséquences de déstabilisation de l'économie étaient jugées si importantes que la préconisation était l'interdiction d'une telle émission.

POINTS DE REPÈRE

Les Français, champions de la productivité !

Si les gains de productivité se réduisent depuis une vingtaine d'années, il n'en demeure pas moins

que la France figure avec la Belgique, les États-Unis et les Pays-Bas parmi les pays les plus productifs de l'OCDE.



Les statistiques de TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
PIB <i>Mds d'euros 2017</i>	2 225	3 133	1 672	1 114	10 741	2 367
Croissance du PIB T3 sur un an en % (sept. 2017)	2,2	2,8	1,8	3,1	2,5	1,5
Inflation en % - oct. 2017	1,2	1,5	1,1	1,7	1,4	3,0
Taux de chômage en % - septembre 2017	9,7	3,6	11,1	16,7	8,9	4,2
Dépenses publiques en % du PIB 2016	56,5	44,3	49,6	42,4	47,8	42,1
Solde public en % du PIB	-3,4	+0,9	-2,4	-4,5	-1,5	-3,0
Dette publique en % du PIB 2016	96,5	68,3	132,6	99,4	91,4	85,4
Balance des paiements courants en % du PIB août 2017	-1,1	7,8	2,7	1,8	3,0	-3,0
Échanges de biens en % du PIB – juillet 2017	-2,8	7,6	2,7	-2,1	2,2	-7,4
Parts de marché à l'exportation en % 2017	3,0	8,0	2,8	1,7	25,2	2,4
variation depuis 1999 en %	-49,7	-21,0	-39,4	-16,5	-27,1	-53,1

Sources : Eurostat – Insee

Cette lettre mensuelle est réalisée par Thomas Vendôme Investment (TVI). Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI.

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

Contact

Marc-Antoine Dumont
Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
Tel : + 33 1 83 79 96 38
Mail : marc-antoine.dumont@vendome-investment.com