

LA LETTRE ECO DE THOMAS VENDÔME INVESTMENT

HORIZON FRANCE

• En France, l'emploi est-il soluble dans le digital

HORIZON CONJONCTURE

• 2018 est déjà demain!

HORIZON EXTERIEUR

• Les Etats-Unis peuvent-ils encore battre des records économiques ?

hammer and the contract of the

HORIZON FINANCE

• Paris peut-elle devenir la nouvelle Londres ?

TOUT HORIZON

• Pierre qui roule...

POINTS DE REPERE

- Les Français et leur dette
- Les statistiques de TVI



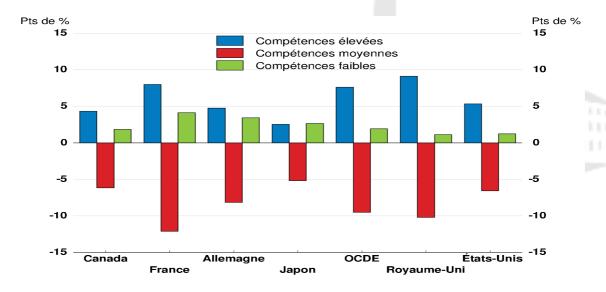
HORIZON FRANCE

En France, l'emploi est-il soluble dans le digital?

Comme tous les pays occidentaux, la France est confrontée depuis 30 ans à un processus de désindustrialisation et de tertiarisation de son économie sur fond de digitalisation. Cette évolution s'accompagne d'une modification en profondeur de la nature des emplois. Le nombre de cadres et de professions intellectuelles s'est accru tout comme les postes exigeant peu de

qualifications quand celui des ouvriers et des employés exigeant un certain niveau de compétences se contracte. Ce phénomène connu sous le terme de polarisation de l'emploi n'est pas uniforme sur l'ensemble du territoire comme le souligne une étude réalisée par l'INSEE et publiée le 20 novembre dernier.

Polarisation des emplois par pays Évolution par niveau de compétences en pourcentage du total de l'emploi (1995-2015)



Depuis trente ans, les délocalisations profitent davantage aux travailleurs qualifiés et à ceux ayant de faibles qualifications. En revanche, les emplois à qualification moyenne se sont contractés.

Selon une étude des économistes Carluccio, Cunat, Fadinger et Fons-Rosen (2016), la hausse des importations provenant de pays dotés d'une abondante main-d'œuvre non qualifiée a, en effet, entraîné une augmentation importante de l'intensité

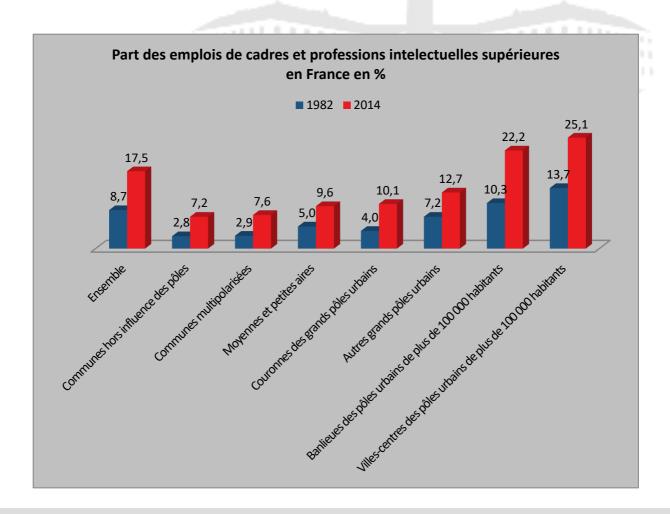
main-d'œuvre qualifiée dans en l'industrie manufacturière francaise. Les entreprises ayant pratiqué un éclatement de leur chaine de valeur ont, en règle générale, une proportion de main d'œuvre qualifiée supérieure de 28 % par rapport à celles qui n'ont changé leurs modes production. Ce constat doit être relativisé par le fait que les entreprises qui ont opté pour des délocalisations appartiennent, le plus souvent, au secteur industriel et sont de grande taille. Avant même la mondialisation, le



poids dans leurs effectifs des cadres supérieurs était déjà plus élevé. Néanmoins, selon l'étude précitée, dès la première année de recours par une entreprise à des importations en provenance des pays à bas coûts, son intensité en main-d'œuvre qualifiée en France augmente en moyenne de 4 %.

1982 et 2014, l'emploi a Entre augmenté de 4,4 millions en France métropolitaine. 1,7 million d'emploi ont été créés dans le cadre des activités intellectuelles allant dites de recherche à la gestion et aux métiers de l'informatique. Lors de ces 30 dernières années, les commerces et services de proximité ont, par ailleurs, généré 2,2 millions d'emplois dont 1,4 million d'employés non qualifiés. En revanche, les productions matérielles ont perdu 2,8 millions d'emplois avec le recul de l'industrie, dont 1,2 million d'ouvriers non qualifiés. L'administration et la santé ont été à l'origine de la création de 2,7 millions d'emplois essentiellement qualifiés. Enfin, les effectifs des fonctions d'intermédiation, du commerce interentreprises au transport et à la logistique ont, de leur côté augmenté de 600 000. Le nombre de cadres et de personnes exercant une activité intellectuelle s'est accru de 2,7 millions depuis 1982. Cette croissance repose sur l'évolution de l'économie avec une montée en gamme ainsi qu'un recours à des techniques de production plus sophistiquées.

La part des cadres et professions intellectuelles supérieures double entre 1982 et 2014, passant de 8,7 % à 17,5 % en France métropolitaine.

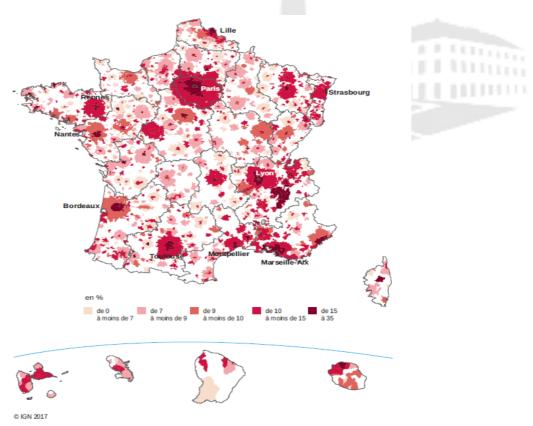




La polarisation de l'emploi s'accompagne d'une modification de la répartition des emplois au sein du territoire. L'augmentation du nombre d'emplois qualifiés accroît concentration de l'activité au sein des grandes agglomérations. En revanche, la diminution des emplois intermédiaires et d'ouvriers industriels pénalisent les petites villes et les banlieues. Dans les villes-centres des pôles urbains de plus de 100 000 habitants. les cadres et assimilés constituent 25 % des emplois en 2014 et 22 % dans leur banlieue, alors qu'ils ne constituent que 10 % environ des effectifs dans les autres territoires.

La part des cadres et professions intellectuelles supérieures est toutefois différente selon les grandes villescentre: 35 % des emplois en 2014 dans la commune de Paris, 30 % à Toulouse comme à Grenoble, trois agglomérations dont l'activité tournée vers une économie de la connaissance. En revanche, ils ne représentent que 21 % des emplois à Marseille et 17 % à Nice, deux villes industrielles. faiblement Ces communes se caractérisent par le poids élevé de l'administration, de la santé, des commerces et des services de proximité.

Part des emplois de cadres et professions intellectuelles



Source: Insee - Recensements de la population.



La montée des employés non qualifiés

En 2014, la France compte 1,5 million d'employés non qualifiés de plus qu'en 1982. En 2004, ils représentaient 12,9 % des emplois contre 8,3 % en 1982. Les créations concernent les services à domicile en raison notamment du vieillissement de la population. L'effectif des employés de commerce a tendance à augmenter avec la multiplication des centres commerciaux. Avec l'éloignement des lieux du travail par rapport au domicile des actifs, les emplois liés à la restauration ont augmenté principalement au cœur des villes. Le développement du secteur touristique contribue également à l'accroissement du nombre d'emplois de services non qualifiés. La sécurité constitue également un pôle important de création d'emplois. Selon une récente étude de l'INSEE, la progression concerne toute la France mais dans une moindre proportion les grandes villes-centres et leurs banlieues, où les employés non qualifiés constituent 12 % des emplois en 2014. Leur part est, de deux à trois points, supérieure dans les autres catégories de territoire.



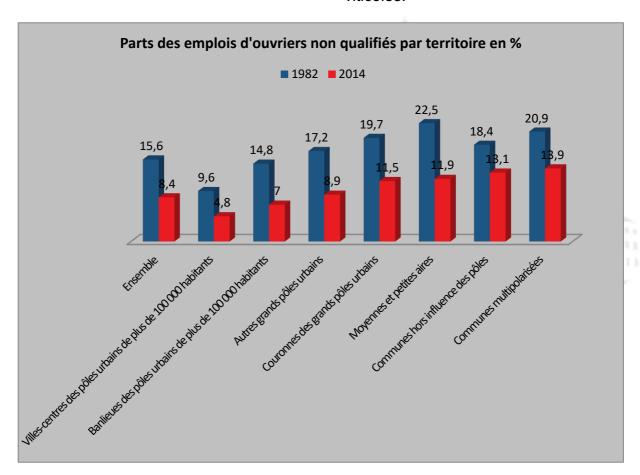
Moins d'ouvriers non qualifiés dans les villes et les banlieues qu'ailleurs

De 1982 à 2014, le nombre d'ouvriers non qualifiés s'est contracté de 1,2 million. Ils ne représentent plus que 8,4 % de la population active contre 5,6 % il y a 30 ans. Ce recul s'explique par la désindustrialisation. La fermeture des usines textile et des usines sidérurgiques la réduction des effectifs dans l'industrie automobile, la fermeture de nombreuses entreprises dans le secteur de la machine-outil, etc. expliquent la diminution des emplois d'ouvriers non qualifiés. Les



emplois au sein du bâtiment et du nettoyage ont mieux résisté en raison de la montée de la construction dans le début des années 2000. Depuis 2012, ce secteur a connu, en revanche, une baisse constante de ses effectifs. La baisse des emplois touche en premier lieu les grandes villes-centres et leur banlieue qui avait accueilli, après le Seconde Guerre mondiale, de nombreuses entreprises industrielles.

En 2014, l'importance des ouvriers non qualifiés est d'autant plus forte que l'on s'éloigne des grandes villes. représentent seulement 5 % des emplois dans les villes-centres de plus de 100 000 habitants, contre 12 % dans les couronnes urbaines. les moyennes et petites aires et 13 % dans les communes éloignées des villes. Leur part est particulièrement élevée dans les zones agricoles et viticoles.



Autres emplois qualifiés : des évolutions disparates

Entre cadres professions les et intellectuelles supérieures, d'une part, et les emplois non qualifiés, d'autre les autres qualifiés part. emplois regroupent toutes les autres professions: artisans, commerçants et d'entreprise. chefs professions

intermédiaires ainsi que les employés et ouvriers qualifiés. Leur importance a entre 1982 et 2014. baissé constituaient 67,4 % des emplois en France métropolitaine en 1982. Leur part passe à 61,2 % en 2014. Le nombre d'exploitants agricoles et. plus des récemment. celui secrétaires enregistrent de forts reculs. effectifs des ouvriers qualifiés de type industriel sont également concernés.



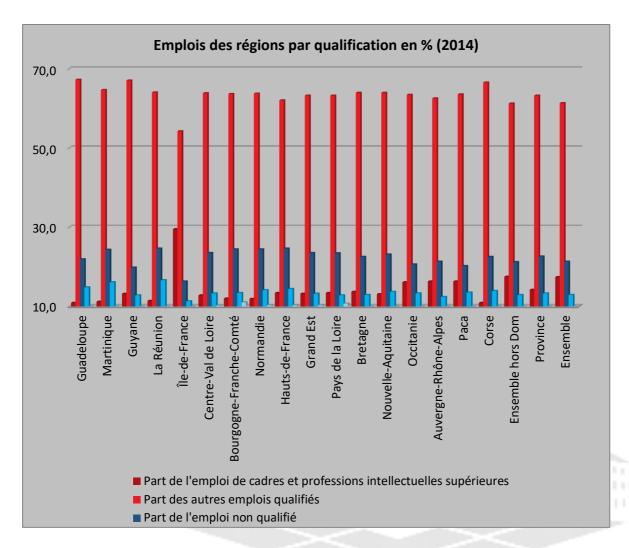
L'administration а ioué un rôle d'amortisseurs en créant de nombreux postes de professions intermédiaires, en particulier dans les chefs lieu de département. Les difficultés financières croissantes des collectivités territoriales limitent à l'avenir leurs possibilités à créer des emplois intermédiaires qualifiés. ou ailleurs, la digitalisation des activités devrait conduire les collectivités publiques à réduire leur nombre d'emploi dans les prochaines années.

L'Île-de-France : la région des cadres et professions intellectuelles supérieures

Du fait de la concentration des sièges sociaux, de centres de recherche en Île-de-France ainsi qu'un grand nombre d'administrations, le poids des cadres et des professions

intellectuelles supérieures est nettement plus élevé que dans le reste de la France. Ils représentaient 30 % de la population active occupée en 2014 contre 16 % en Auvergne-Rhône-Alpes, en Provence-Alpes-Côte d'Azur, ainsi qu'en Occitanie et 11 % à La Réunion, en Martinique, Guadeloupe et Corse. en Les employés non qualifiés présents dans commerces et services proximité sont plus équitablement répartis dans les territoires. constituent 11 % des emplois en Îlede-France et jusqu'à 17 % à La Réunion. Le poids des ouvriers non qualifiés au sein de la population active est un marqueur des spécialisations régionales dans l'industrie. Ainsi, il est élevé en Bourgogne-Franche-Comté, dans les Pays de la Loire, dans les Hauts-de-France, le Grand Est et en Normandie.





Dans les DOM, les parts des cadres et professions intellectuelles supérieures et des autres emplois qualifiés progressent. En 2014, les cadres et professions intellectuelles supérieures constituent 11 % de l'ensemble des effectifs en Guadeloupe, Martinique et à La Réunion et 13 % en Guyane grâce à l'implantation locale de la filière spatiale. Ils représentent en comparaison 14 % des emplois dans les régions de province. L'emploi ultramarin fait une large place aux employés non qualifiés, qui constituent hors Guyane de 15 à 17 % des emplois, bien plus qu'aux ouvriers non qualifiés, faute de tradition industrielle. Le nombre de cadres et professions

intellectuelles supérieures progresse depuis 1999, dans les DOM comme en métropole. Spécificité ultramarine, la part des autres emplois qualifiés augmente, contrairement à celle des employés non qualifiés.

La polarisation des emplois favorisent donc, l'Île de France et les grandes métropoles. Elle aboutit donc à creuser les écarts entre les villes centres d'agglomération, les banlieues autrefois industrielles et les territoires ruraux. Cette polarisation explique, en partie, l'impression d'abandon exprimée par les habitants vivant en zone rurale.



HORIZON CONJONCTURE

2018 est déjà demain!

L'année 2017 aura été celle de l'affermissement de la reprise de l'économie mondiale avec la sortie de récession de deux pays importants, le et la Russie. ainsi l'accélération de la croissance en Europe. Dans un contexte économique avec des prix pétroliers raisonnables, des taux d'intérêt faibles sein des pays avancés, une politique budgétaire globalement accommodante, de nombreux indicateurs sont restés bien orientés durant toute l'année. Les taux de confiance des dirigeants d'entreprise des consommateurs comme retrouvé leur niveau d'avant crise. Le chômage est en recul en Europe; plusieurs pays sont même en situation plein emploi, les États-Unis, l'Allemagne, la République tchèque, les Pays-Bas voire le Royaume-Uni. Le taux de chômage, est également en net recul en Espagne comme en Grèce après y avoir atteint des sommets.

Dix ans après la récession de 2008, la plus sévère à laquelle a été confrontée l'économie mondiale depuis 1929, la situation économique s'améliore. Les stigmates de cette crise s'effacent les uns après les autres même si le retard de croissance demeure important. La récession de 2008/2009 marque bien une rupture au niveau du rythme de croissance. L'affaissement des gains de productivité qui concernait les pays avancés touche désormais les pays émergents. Même s'il a repris le chemin de la hausse, le commerce international croît moins rapidement qu'auparavant.

Plusieurs autres facteurs positifs doivent être signalés. L'augmentation de l'investissement des entreprises au sein de l'Union européenne constitue un atout pour la croissance de demain. Elle devrait, en outre, contribuer à la progression des gains de productivité. Au regard du retard de croissance accumulé en Europe ces dix dernières années, un rattrapage sur les États-Unis est attendu.

Des facteurs de risques pour contrarier l'épanouissement de la croissance

Le risque de taux d'intérêt anormalement bas constitue une des menaces fréquemment avancée. Ces taux sont faibles en raison des politiques monétaires pratiquées ces dix dernières années de part et d'autre de l'Océan atlantique. Compte tenu de la progression du PIB et de l'inflation, ils sont au minimum 2 points en deçà de leur niveau normal en ce qui concerne les obligations d'État à 10 ans. Par ailleurs, le risque sur les obligations d'entreprise à rendement serait mal apprécié. Une normalisation des taux entraînerait des pertes potentielles pour de nombreux investisseurs qui ont accumulé durant des années des actifs à faibles taux ou à avec des primes de risque trop basses. Cette menace est pour le moment sous contrôle car elle est relativement bien appréhendée par les banques centrales. La remontée graduelle et lente des taux aux États-Unis et la sortie progressive de la politique monétaire conventionnelle par la Banque centrale européenne visent à réduire autant

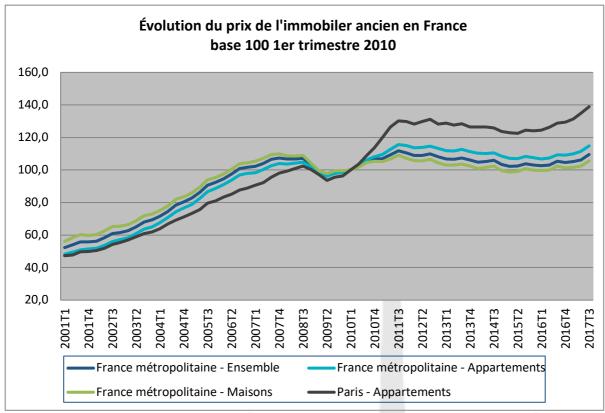


que possible les à-coups sur les taux d'intérêt. Le retour à la normale est lissé sur une longue période pour en diminuer l'impact sur les acteurs économiques et notamment financiers.

Ce maintien de taux bas est d'autant plus nécessaire que le niveau de la dette des différents agents économiques (États, entreprises et ménages) continue de progresser. Ainsi, pour l'ensemble des pays de l'OCDE, elle représentait en 2016 plus de 250 % du PIB contre 210 % en 2002. Les faibles taux d'intérêt ont permis de réduire la charge de dette de 50 % en dix ans. Tout choc sur les taux poserait des problèmes solvabilité pour de nombreux agents économiques. Ш entraînerait brusque chute des investissements, ce qui pèserait sur le taux de croissance.

Les faibles taux posent un autre problème, celui de la constitution de bulles sur certains actifs. Les politiques monétaires non conventionnelles ont abouti à une rapide augmentation des liquidités, la masse monétaire étant multipliée par trois au sein de l'OCDE. L'affaissement des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités ont conduit les investisseurs à privilégier actions et l'immobilier. Les indices boursiers sont en forte progression dans tous les grands pays. Ils ont, en moyenne, doublé depuis 2012. Le PER sur les résultats futurs (price earning ratio), c'est à dire le rapport entre la valeur en bourse d'une entreprise et ses profits escomptés, a doublé de 2009 à 2017, passant de 9 à 18 pour l'ensemble constitué des États-Unis, de la zone euro, du Royaume-Uni et du Japon. Pour le même ensemble, le prix des maisons a dépassé son niveau d'avant la crise des subprimes, en hausse de 21 % depuis 2009. Par rapport à 2002, les prix des logements ont progressé de plus de 70 %. L'immobilier commercial enregistre également une forte progression, +70 % depuis 2009. Dans certains pays dont la France, la hausse est plus sensible.





Source: Notaires de France

Des ajustements pas impossibles à terme

Néanmoins, au regard du ratio prix des actions / dividendes actuels, la menace de bulles ne doit pas être exagérée. Ce ratio est de 50 aux États-Unis contre 60 en 2007. En France, il est de 30 pour 50 il y a 10 ans.

Plusieurs économistes alertent sur les dangers de la déformation du partage des revenus. Ils mettent en avant le fait qu'après taxes, au niveau de l'OCDE, intérêts et les dividendes progressent plus vite que la masse salariale. De même, les salaires augmentent moins vite aue productivité tête depuis par une quinzaine d'années. Ce constat s'applique avant tout aux États-Unis; en revanche, ce n'est pas le cas en France. Une répartition des revenus défavorable aux salariés pèse sur la demande intérieure et aboutit à un

excès d'épargne des entreprises. Cette situation est de nature à alimenter une spirale déflationniste conduisant à un ralentissement de la croissance. Cette évolution de la répartition est liée à des changements dans les structures de production et de la montée chômage. Elle également est provoquée par la digitalisation l'économie qui se traduit par la diminution des emplois occupés par classes moyennes et par l'augmentation des emplois à faibles qualifications (emplois à temps partiel, CDD. intérim. en en autoentrepreneurs).

Le FMI comme l'OCDE soulignent qu'un ralentissement de la croissance est inévitable à partir de 2018 ou 2019 en raison de la faiblesse des gains de productivité. Ces gains lissés sur 5 ans atteignent pour les pays de l'OCDE moins de 1 % en 2017 contre 2 % en 2002. Par ailleurs, la stagnation voire



la diminution de la population active dans un certain nombre de pays avancés freinera l'expansion économique. La croissance potentielle qui se situait à 2,5 % avant la crise est désormais proche de 1 %.

Des économistes considèrent que plusieurs grandes zones économiques pourraient prochainement connaître un fort ralentissement. Ainsi, le plein emploi, les faibles gains de productivité et le niveau élevé de l'endettement aux États-Unis constituent des signaux permettant de prédire la fin du cycle de croissance commencé en 2009. Ce dernier est le troisième le plus long depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le cycle de croissance le plus long est celui des années 1991/2001 suivi de celui de 1961/1969. La durée moyenne des cycles est aux États-Unis de 6 ans. L'ampleur des destructions provoquées par récession de 2008 (moindre création de richesse, disparition de capital productif) et la faible croissance connue depuis (autour de 2 %) doivent être pris en compte pour apprécier le cycle économique en cours. Sa durée actuelle ne compense pas les pertes subies depuis 10 ans par rapport à la tendance de longue période. Le cycle de croissance en cours pour l'Europe n'est vieux que de quatre ans avec, de surcroît, un long amorçage. Le faible effet du plein emploi sur l'inflation traduit le changement de structure de l'économie. Certes, cela traduit une modification dans le partage revenus, en revanche, cela évite une baisse de la rentabilité du capital qui serait nuisible à l'investissement. La chine pourrait également enregistrer une baisse de sa croissance en raison du surendettement et de la baisse des gains de productivité. Pour le moment, l'activité se maintient à un niveau

correct grâce à la reprise du marché européen.

Dans les prochains mois, plusieurs facteurs géostratégiques pourraient fragiliser. l'édifice économique. L'Europe n'a pas fini de gérer le Brexit. Le départ du Royaume-Uni, deuxième puissance économique de l'Union qui dépendait des importations du reste de l'Europe, premier pôle financier de l'Union et principal pays d'accueil des migrants intra-européens, constitue un défi à relever. L'année 2018 sera cruciale pour élaborer un cadre qui nuise le moins possible aux intérêts européens et britanniques. Derrière la question du départ du Royaume-Uni, se posera le problème éventuel de la sécession de l'Écosse. L'autre écueil européen est constitué par la volonté d'indépendance de la Catalogne. Les élections du 21 décembre prochain devraient permettre de connaître le force entre rapport de indépendantistes et les tenants de l'Espagne unie. L'indépendance de la Catalogne créerait une onde de choc avec des risques de contagion (Italie, et affaiblirait l'Union France) pour européenne. Enfin. clore européen, élections dossier les législatives en Italie, au mois de mars 2018, sont susceptibles de générer quelques tensions en cas de victoire du parti « cinq étoiles » qui réclame la sortie de la zone euro. Selon les sondages réalisés fin novembre, ce dernier est en tête en étant crédité de 29 % mais ne peut en l'état gouverner seul compte tenu du système électoral en vigueur. Toujours sur le vieux continent, la relance de la construction européenne sera un point important pour générer un environnement favorable à l'activité, l'investissement et la recherche. Une avancée vers plus de fédéralisme du moins au sein de la zone euro est attendue. Elle suppose



que qu'une coalition stable puisse se constituer en Allemagne.

La politique américaine constituera, en 2018, un foyer d'incertitudes. Les effets économiques du plan fiscal s'il est adopté par le Congrès sont difficiles à apprécier. Une relance d'une économie en plein emploi ne peut aboutir qu'à accroître le déficit commercial. Elle pourrait favoriser

l'augmentation des taux et créer des tensions financières internationales. La tentation protectionniste avec une éventuelle remise en cause de l'accord avec le Canada et le Mexique (ALENA) serait un mauvais signal. La multiplication des tensions diplomatiques (Corée du Nord, Moyen Orient) pourrait à terme créer un climat de défiance.





HORIZONS EXTERIEURS

LES ETATS-UNIS PEUVENT-ILS ENCORE BATTRE DES RECORDS ECONOMIQUES ?

Les États-Unis sont entrés depuis sept ans dans un cycle de croissance. Une telle durée est légèrement supérieure à la moyenne des cycles précédents, soit six ans. De ce fait, certains ralentissement craignent un l'activité arquant de l'absence réserves de croissance. Ainsi, le taux de chômage est passé de 10 % à 4,1 % de 2010 à 2017. La croissance pourrait donc buter sur un manque de d'œuvre sauf à améliorer sensiblement le taux participation au marché de l'emploi en jouant sur les d'âge actif personnes qui cherchaient plus un emploi. Le taux de chômage de 4,1 % n'est pas au standard européen. Il devrait être plus proche de 6 % si les mêmes règles d'indemnisation étaient appliquées.

L'autre frein pesant sur la croissance provient de la faiblesse des gains de productivité. La tertiarisation l'économie et le développement des emplois sous qualifiés expliquent en partie l'atonie des gains productivité. Dans ces conditions, la croissance potentielle de l'économie américaine se situerait autour de 1.4 %. Cette croissance est calculée en prenant en compte les fondamentaux l'économie. Depuis 2010, croissance des États-Unis est en movenne de 2,4 % par an. L'écart avec la croissance potentielle s'explique par un effet de rattrapage, la récession avant amené à une sous-utilisation des capacités de production, et par un effet dopage généré par la politique monétaire accommodante. À ce titre, des niveaux s'inquiètent certains d'endettement élevés rendus possibles par les taux bas. Ont été ainsi mis en avant les emprunts étudiants, les

emprunts immobiliers et les emprunts voitures. pour l'achat de Plus récemment, avec les déboires d'Altice, le risque « entreprise » constituerait une nouvelle menace. La bulle étudiante ou automobile reste assez limitée. Les entreprises devraient enregistrer. pour 2017. une progression de leurs résultats.

Pour contrecarrer la baisse de la croissance potentielle, à défaut de jouer sur l'emploi, les pouvoirs publics ne pourront donc tabler que sur une hausse des gains de productivité ou sur un accroissement des revenus des acteurs économiques provoqué, par exemple, par une baisse des impôts.

Sur les gains de productivité, l'investissement étant déjà à un haut niveau, un retournement n'est pas attendu à court et moyen terme. La Productivité Globale des Facteurs tend même à ralentir. Le remplacement d'emplois qualifiés par des emplois non qualifiés et la disparition de postes dans l'industrie au profit de postes dans le secteur tertiaire expliquent cette évolution.

Cette analyse ne repose-t-elle pas sur une erreur d'appréciation liée à une mauvaise évaluation des gains de productivité et plus globalement de la croissance ? La sophistication des outils numériques ne se traduit pas dans la chaine des prix. Par ailleurs, la multiplication des applications liées à l'usage d'Internet et aux objets connectés est-elle bien retraduite dans le calcul du PIB qui reste par nature un indicateur de flux monétaires ? A plusieurs reprises, l'institut statistique américain a réévalué, à postériori, le



montant de son PIB pour intégrer les apports du numérique.

Le plan fiscal de Donald Trump est une arme à double tranchant. S'il peut améliorer la rentabilité des entreprises, il risque d'accroître un peu plus le déficit public et le déficit commercial. L'effort publics des pouvoirs porter devraient américains sur l'investissement et la formation avec comme objectif, le redressement des gains de productivité.

La fin du cycle de croissance des États-Unis n'est pas inscrite. La durée de 6 ans n'est qu'une movenne et n'est pas en soi une indication. L'envolée de la bourse reste pour le moment soutenable au regard du ratio dividende/prix des actions. Les hausses des taux directeurs, certes limitées, n'ont pas cassé la croissance, perturbé la sphère financière américaine et mondiale.

HORIZON FINANCE

Paris sera-t-elle la nouvelle Londres?

Le Brexit prend lentement forme. Vendredi 8 décembre, la Commission de Bruxelles et le gouvernement britannique ont signé un premier accord qui traite des questions relatives aux droits des citovens européens vivant au Royaume-Uni et de ceux des citoyens britanniques installés dans un pays de l'Union, de la frontière entre l'Irlande et l'Irlande du Nord et des conditions financières du divorce. Sur ce dernier point, le Royaume-Uni serait prêt à verser une soulte de 45 à 55 milliards d'euros à l'Union européenne. Si cet accord est entériné par le Conseil européen du 15 décembre prochain, les négociations sur les modalités pratiques de la séparation commenceront notamment la mise en place d'un cadre pour les échanges de biens et de capitaux. Dans l'attente de ce cadre, plusieurs villes dont Paris rêvent de récupérer une partie des activités de la City. La compétition est déjà vive mais, pour le moment, il est difficile d'évaluer l'ampleur des transferts. Par ailleurs, il n'est pas écrit que les activités financières domiciliées Londres prendront le chemin du continent européen.

La force de la City repose sur la concentration de nombreuses sociétés financières et de savoir-faire. La capitale britannique dispose également d'atouts technologiques en étant en relation par câbles avec toutes les autres grandes places financières. Elle peut également compter sur une législation fiscale et sociale assez incitative.

La migration de certaines activités financières ne se réalisera que si le maintien à Londres est préjudiciable pour leur bonne réalisation. Est-ce que Paris. Francfort ou Bruxelles seront attractives pour bénéficier migrations? Les sociétés financières basées à Londres ne choisiront-elles pas de s'installer à New-York, Hong Kong ou Singapour qui disposent d'atouts reconnus matière en financière? Le **Brexit** pourrait marginaliser l'Europe au moment même où le cœur de l'économie mondiale est de plus en plus en Asie.

Selon le Conseil d'Analyse Économique, avec plus de 350 000 personnes employées dans la finance,



37 % du marché mondial des changes. 39 % du marché mondial des dérivés de gré à gré, ou encore la quasi-totalité du marché des swaps de taux d'intérêt en euro, Londres est de loin la première place financière de l'Union européenne et de la zone euro. Cette spécificité s'est forgée au fil des décennies. Elle s'est renforcée depuis l'intégration du Royaume-Uni dans la CEE devenue Union européenne. En finance et l'assurance la représentaient environ 5,25 % de la valeur ajoutée au Royaume-Uni, contre 4,32 % en France. En 2015, leur poids respectif dans les deux pays était de 7,25 % et 4,48 %.

La répartition des dépouilles ne sera pas simple et automatique

Avec la fin de la libre prestation de service. avec la disparition financier et passeport en d'absence d'accords aboutissant à les maintenir en l'état, le Royaume-Uni possibilité pourrait perdre la commercialiser des services financiers depuis Londres (produits d'épargne ou d'assurance, gestion d'actifs, prêts bancaires), mais aussi des services de marché comme la compensation.

La disparition du passeport financier pénalisera les sociétés britanniques mais aussi les filiales d'entreprises américaines, japonaises ou autres installées à Londres, qui utilisent, aujourd'hui, la capitale anglaise comme point d'entrée dans le marché unique. Pour intervenir dans le cadre du marché unique européen, les obtenir banques devront autorisations dans l'un des pays de l'Union européenne, y implanter des activités substantielles **«** (management, personnel, capacité de contrôle des risques) et être régulées/ contrôlées par les autorités européennes.

Pour les activités de marché, elles assujetties régime seront au d'équivalence réglementaire qui s'applique aux pays tiers, à moins que Européens n'imposent les relocalisation d'activités considérées très « systémiques ». certains se félicitent de la possible arrivée sociétés financières de actuellement basées à Londres sur le vieux continent, ce dernier pourrait pâtir de l'affaiblissement de l'espace financier européen. En effet, avec le départ du Royaume-Uni du marché unique, l'Union européenne, et plus particulièrement la zone euro. pourraient souffrir d'une fragmentation du marché financier et/ou d'un moindre contrôle sur les risques.

Des acteurs financiers britanniques ou tiers (entreprises d'investissement, chambres de compensation notamment) pourraient, rester à Londres ou migrer vers d'autres États en-dehors de l'Union afin de bénéficier d'un cadre réglementaire et fiscal plus attractif.

Ce départ serait préjudiciable pour l'Europe car ces établissements qui ne contrôlés seraient plus régulateur européen pourraient faire porter un risque systémique pour la Commission euro. La européenne devrait veiller à pouvoir activités financières contrôler les concernant les États membres mêmes quand elles sont réalisées dans un pays tiers. Il faudra sans nul doute un renforcement de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) pour le suivi des régimes d'équivalence des pays tiers. Les règles de réciprocité devraient être mieux appliquées.



Certains considèrent que la BCE pourrait à terme fusionner avec l'ESMA. Cette question se pose également pour l'Autorité des marchés Financiers et de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution qui dépend de la Banque de France.

La délicate question des chambres de compensation

2008 La crise de а démontré chambres l'importance des de compensation qui permettent de sécuriser transactions les entre établissements de financiers. Les chambres de compensation sont des organismes financiers ayant pour objectif de supprimer les risques de contrepartie sur les marchés dérivés. Concrètement. la chambre de compensation est la contrepartie unique de tous les opérateurs. Elle assure la surveillance des positions et exige la formation dans ses livres d'un dépôt de garantie le jour de la conclusion d'un contrat. En cas de perte potentielle d'un intervenant, elle procède à un appel de marge. Deux tiers au moins des opérations en euros sont compensés à Londres. Avec le départ du Royaume-Uni de l'Union européenne. cette compensation deviendra extraterritoriale entraînant l'intervention de plusieurs régulateurs, ce qui constitue toujours une source de risques. En cas de différends ou en cas de retard de traitement lors d'une crise, le système européen pourrait être confronté à un problème de liquidité. Certains imaginent relocaliser de manière obligatoire les chambres de compensation au sein de la zone euro. Cette option pose néanmoins la question des coûts occasionnés par la fragmentation du marché qui en résulterait.

Le Brexit nécessite de franchir une nouvelle marche vers le fédéralisme

Le Brexit renforce l'idée de relancer la création d'un véritable espace financier européen. La segmentation du marché actuel rend complexe et coûteux le financement des entreprises qui, sur le continent. s'effectuent essentiellement par voie bancaire. En Europe continentale. le marché financier entreprise (actions. obligations, private equity, capitalrisque) est notoirement sousdimensionné. Une convergence réglementaire et fiscale est nécessaire pour aboutir à une union des marchés de capitaux. Sans cette convergence réglementaire, il y a peu de chances qu'émergent des fonds paneuropéens permettant de financer des PME.

Paris, un potentiel à confirmer

La France dispose d'atouts indéniables comme la décision de Bruxelles de transférer le siège de l'Autorité bancaire européenne (EBA) de Londres à Paris.

Le secteur financier représente, en France, de 4 à 5 % de la valeur ajoutée nationale contre 7 % Royaume-Uni. Mais le poids français est comparable à celui de l'Allemagne, de l'Italie ou de l'Espagne. banques et les compagnies d'assurances françaises reconnues pour leur solidité. Plusieurs groupes sont de taille internationale. Cinq établissements financiers français comptent parmi les quinze premières banques européennes, soit le même nombre que pour le Royaume-Uni. Francfort ne compte qu'une seule banque figurant dans ce classement. En ce qui concerne l'assurance, Paris compte quatre représentants parmi les



vingt premiers groupes européens dont le premier assureur mondial. La France est le deuxième marché de l'assurance en Europe derrière celui du Royaume-Uni. Si l'Allemagne dispose également de grands groupes, ceux-ci n'ont pas installé leur siège à Francfort (Munich et Hanovre).

750 000 personnes travaillent France pour le secteur financier contre plus d'un million de personnes au Royaume-Uni dont plus de 50 % sont concentrées sur Londres. Ce phénomène de concentration se retrouve à Paris qui emploie 40 % du personnel du secteur financier. Paris se situe donc derrière Londres mais loin devant Francfort (76 000 emplois dans la finance) ou Amsterdam $(54\ 000).$

Paris occupe un rang honorable sur différents seaments du secteur financier. Le total des actifs bancaires est similaire à Paris et à Francfort (de 7 000 milliards d'euros. l'ordre de 10 000 milliards à Londres), contre dans le secteur tandis que de la France devance l'assurance. légèrement l'Allemagne en termes d'actifs gérés (1 800 milliards d'euros, contre 1 600 milliards en Allemagne). France doit faire face à la concurrence du Luxembourg. Notre pays n'a capté que 4 milliards d'euros de primes d'assurances provenance de l'étranger quand ce montant atteint 20 milliards d'euros au Luxembourg. Les assureurs français installés au Luxembourg auraient encaissé, en 2015, pour 7 milliards d'euros de primes quand le marché domestique de ce pays ne pèse que 1,3 milliard d'euros.

La place parisienne est en deuxième position, derrière Londres, pour les

marchés de gré à gré. En Europe, elle se situe au deuxième rang (derrière Londres) pour le montant des actifs sous gestion et au troisième pour la domiciliation de fonds (derrière le Luxembourg et Dublin). Malgré tout, la place de Paris est trop franco-Elle n'arrive française. que marginalement à capter des flux de capitaux internationaux. En outre, depuis une dizaine d'années. secteur financier constate des sorties d'actifs au profit du Luxembourg. En matière de fonds d'investissement, la France est également deuxième, cette fois derrière le Luxembourg et à quasiégalité avec l'Irlande. Sur les marchés dérivés de gré à gré, enfin, Paris est loin derrière Londres, mais devant Francfort.

L'attractivité de la France a décliné ces dernières avec. à la clef. la moindre présence de filiales d'entreprises étrangères. La place financière de Paris est moins internationalisée que celles de Londres, Francfort ou Dublin. Parmi les filiales implantées à Paris, un appartient à quart un groupe britannique, les autres investisseurs venant essentiellement des États-Unis. de Suisse et d'Irlande. Le coût et la réglementation du travail et l'instabilité fiscale ont pénalisé, depuis 1990 la parisienne. Par ailleurs, manque de structuration du Grand Paris. les retards dans la modernisation et la réalisation de nouvelles infrastructures iouent également notre défaveur. en saturation des établissements d'enseignement internationaux. essentiellement situés dans l'ouest de la région parisienne (lycée international de Saint Germain en Laye) constitue un frein pour attirer des cadres internationaux.



Paris apparaît également à la traîne pour les FinTech. En la matière, la capitale est devancée par Londres, Francfort et Dublin. Néanmoins, les montants investis sont en forte augmentation, +750 % en 2015. Trois FinTech françaises figurent parmi les 100 premières mondiales. En outre, la France est, bien représentée sur le marché du financement participatif.

La France peut néanmoins s'appuyer sur des structures d'enseignement réputées pour la finance. Chaque année, plus de 8 000 étudiants sont formés pour les métiers du front-office et 18 000 pour les métiers du middle et back-office. Notre pays dispose d'une filière mathématique classée parmi les meilleures du monde et dont les diplômés se dirigent en partie vers le secteur financier. En 2016, 5 écoles françaises figurent parmi les premières au sein du classement mondial des masters de finances. Les entreprises étrangères font appel à de nombreux étudiants français avant même leur arrivée sur le marché du travail, preuve du bon niveau des formations délivrées. Entre 2000 et 2015, la France a, en moyenne, formé 250 000 diplômés par an en commerce, administration, droit. mathématiques, statistiques sciences de l'information (l'Allemagne en a formé environ 140 000. le Royaume-Uni 185 000, les Pays-Bas 38 000 et l'Irlande 19 000).

Paris peut également mettre en avant un marché de l'immobilier de bureaux dynamique et de qualité. Il s'élève à plus de 1,950 million de mètres carrés contre 470 000 à Francfort.

Paris a l'avantage d'abriter 29 sièges de sociétés comptant parmi les 500 plus importantes à l'échelle mondiale ce qui la place au 1^{er} rang européen et au 3^e rang mondial derrière Tokyo et Pékin. Francfort est pénalisée par la dissémination des sièges sociaux dans les grandes villes allemandes (Berlin, Munich, Stuttgart, etc.).

Parmi les autres atouts dont dispose Paris figure la présence de deux grands aéroports internationaux, Charles de Gaulle et Orly, qui ont cependant comme défaut d'être mal reliés aux quartiers d'affaires.

Le système de retraite français, audelà de sa complexité, peut par ailleurs se révéler pénalisant pour des expatriés choisissant de travailler en France. La mise en place d'un régime universel par points serait une source de simplification d'autant plus si, un système européen d'épargne retraite était mis en place comme le souhaite la Commission de Bruxelles depuis des années.

Le Brexit offre donc une opportunité moderniser de nombreuses structures tant européennes, régionales. françaises que Delouvrier, délégué général au district de la région de Paris de 1961 à 1969, avait élaboré le Schéma directeur d'aménagement et d'urbanisme de la région de Paris (SDAURP) dans lequel figurait la réalisation des lignes de RER, nous venons à ce titre de célébrer les 40 ans de la ligne A. Il a été le père des villes nouvelles et de l'Institut d'aménagement d'urbanisme de la Région. Depuis les projets menés par les équipes de Paul Delouvrier dans les années 60, la région parisienne avait peu évolué jusqu'au lancement du « Grand Paris » par Nicolas Sarkozy et repris par ses successeurs.



L'attribution à Paris de l'organisation des Jeux Olympiques de 2024 et de la possible Exposition Universelle de 2025 devraient également contribuer à renforcer l'attractivité de la place de Paris.

TOUT D'HORIZON

Pierre qui roule...

Depuis une dizaine d'années, proportion de Français propriétaires de leur résidence principale augmente lentement. Les difficultés économiques progression des prix et la l'immobilier expliquent cette relative stagnation. En 2017, selon l'INSEE, 57,9 % des Français sont propriétaires de leur résidence principale. Ce taux était de 55,1 % en 1997 et de 54 % en 1987. La France est, avec l'Allemagne, un des pays de l'Union européenne où la proportion de propriétaires est la plus faible.

En France, parmi les propriétaires, environ un tiers sont accédants, c'est à dire qu'ils n'ont pas fini de rembourser leur emprunt pour l'achat du logement. Leur nombre a augmenté dans les années 1980 avant de baisser jusqu'au milieu des années 2000. Il est stable depuis. La part des propriétaires sans charges de remboursement croît en partie sous l'effet du vieillissement de la population. En trente ans, elle est passée de 28 % à 38 % des ménages.

La proportion des locataires s'est, de son côté, stabilisée depuis le milieu des années 90. En 2017, dans le parc parts respectives des locatif, les bailleurs publics et privés atteignent 23 % 17 % et des résidences principales. Le poids des bailleurs publics a eu tendance à se renforcer des années 80 à 2000. Il est depuis relativement stable.

Au total, au 1er janvier 2017, la France comptait donc 34,8 millions de logements. Depuis 30 ans, le parc de logements augmente de 1,1 % par an en moyenne. Il est composé à 82 % de résidences principale, à 10 % de résidences secondaires et à 8 % de logements vacants.

La fin des maisons secondaires ?

Le nombre de résidences principales s'élevait, en France métropolitaine, à 28,6 millions, au 1er janvier 2017 et celui des résidences secondaires à 3,3 millions. Depuis le début des années 1990 jusqu'au milieu des années 2000, le parc des résidences principales augmentait un peu plus vite que l'ensemble des logements. Depuis, il suit une progression annuelle d'environ 0,8 %.

La part des résidences secondaires et logements occasionnels légèrement moins élevée en 2017 qu'il y a trente ans. Les Français résidant de plus en plus dans des grandes agglomérations se délestent de leur patrimoine familial qui comportait fréquemment une maison en milieu rural. Par ailleurs, la tendance est à la mobilité et aux voyages et non plus à la possession d'une résidence secondaire. Cette dernière contraint les ménages à y passer une grande partie de leurs vacances et à y consacrer une part importante de leur budget. L'augmentation des charges inhérentes à l'immobilier (entretien,



impôts locaux) joue également en défaveur de la possession d'une résidence secondaire. La France reste néanmoins le pays européen où la proportion de résidences secondaires dans le parc de logements est la plus élevée.

De plus en plus de logements vacants

La proportion de logements vacants a diminué des années 80 jusqu'en 2006 pour atteindre un minimum de 6 % avant de progresser pour s'élever à 8 % en 2017. Depuis 2006, le nombre de logements vacants s'accroît dans l'ensemble des unités urbaines, sauf à Paris. Cette hausse concerne à la fois logements individuels et les logements collectifs. Cette augmentation repose sur plusieurs concentration de la facteurs. La urbain milieu population en s'accompagne d'une désertification de certains territoires et des communes rurales. La désindustrialisation a également provogué des migrations aboutissant à rendre vacants des logements auparavant occupés. Enfin, l'alourdissement des contraintes administratives et fiscales ont incité des propriétaires à retirer certains biens du marché locatif. A Paris. le maintien d'une forte demande, des prix de location élevés et le développement des locations saisonnières expliquent la persistance d'un faible taux de logements vacants.

L'immobilier en plein boom dans les DOM

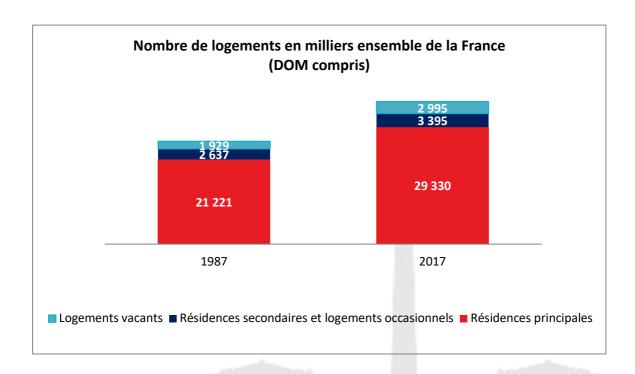
Dans les DOM, hors Mayotte, le parc total des logements augmente plus rapidement qu'en métropole : + 3 % par an, en moyenne, entre le début des années 1980 et la fin des années 1990, puis aux alentours de + 2 % par an jusqu'à aujourd'hui. Cette évolution est liée à l'augmentation de population mais surtout au développement des résidences saisonnières en relation avec les avantages fiscaux pour l'immobilier locatif (dispositif Girardin). En 2017, 83,2 % des logements sont résidences principales, 4,4 % des secondaires résidences ou 12,4 % occasionnelles et des logements vacants. Le nombre de résidences principales s'accroît un peu moins vite que l'ensemble du parc 2008. L'habitat individuel depuis représente plus des deux tiers de l'ensemble des logements ultramarins (hors Mayotte). Le nombre important de logements vacants traduit une mauvaise adéquation entre offre et demande. Il est peut être lié à une non déclaration des locations.

L'habitat individuel domine tout en reculant

Si les Français préfèrent habiter dans des maisons individuelles. l'urbanisation ainsi que les contraintes administratives favorisent la croissance des logements collectifs. Néanmoins, 2017, l'habitat individuel reste majoritaire en représentant 56 % des logements. Il est majoritaire tant au niveau des résidences principales résidences qu'au niveau des secondaires logements et des 2008. occasionnels. Depuis proportion de logements collectifs croît plus vite que celle des logements individuels. Promulguée en 2014, La loi Alur sur l'immobilier conduit à la densification de l'habitat et favorise cette tendance. Depuis 2013, les logements achevés dans l'année sont en effet plus nombreux dans le collectif



que dans l'individuel, alors que c'était l'inverse avant 2008.

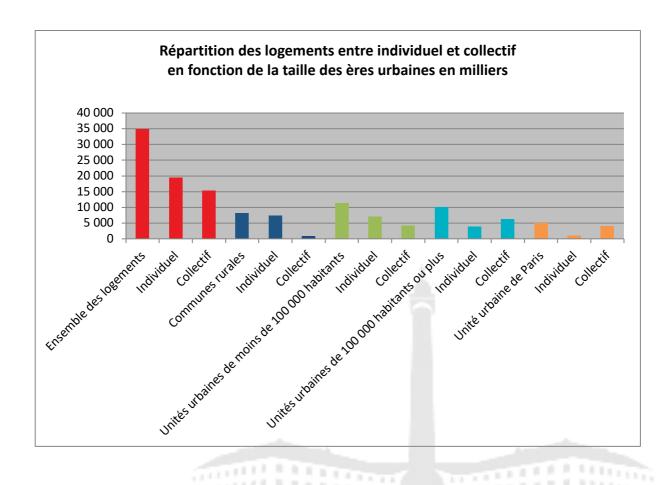


Une concentration des résidences principales en milieu urbain

Paris et sa région représentent le principal pôle de logements en France (en 2017, 16 % des résidences principales se situent dans l'unité urbaine de Paris). Au sein des grands centres urbains, les logements sont avant tout occupés en tant que

résidence principale. En revanche, le milieu rural et les petites communes se caractérisent par le poids des résidences secondaires (80 % des résidences secondaires). La majorité des logements vacants se situent dans une commune rurale ou dans une petite unité urbaine (61 % en 2017).





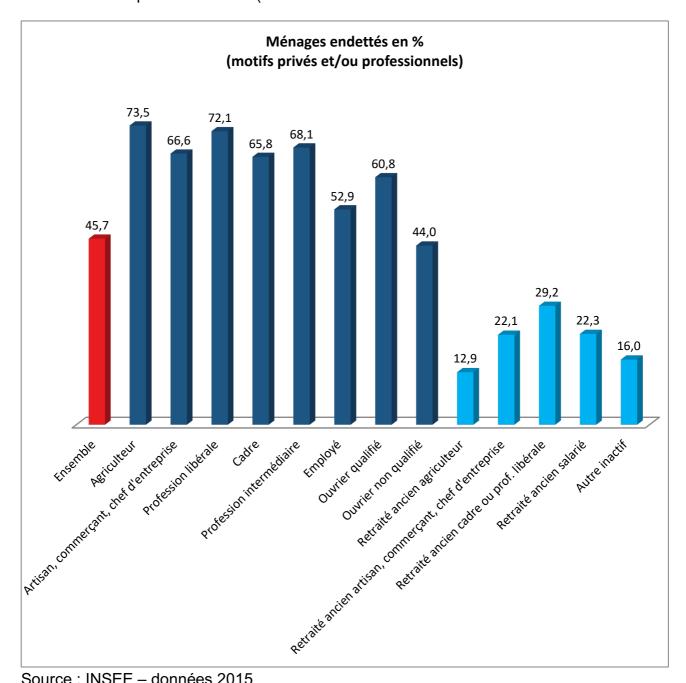
amount mining



POINTS DE REPERE

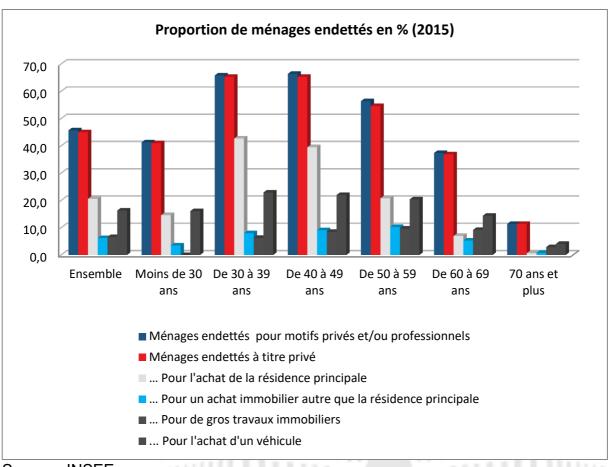
Les ménages français et leur dette

Près d'un ménage sur deux est endetté en France. Si pour la très grande majorité, cet endettement est associé à l'achat de sa résidence principale, pour les agriculteurs, il est lié à l'activité professionnelle (achat des terres, équipements). Près des trois quarts des agriculteurs devaient, en 2015, effectuer des remboursements au titre des emprunts qu'ils avaient contractés.

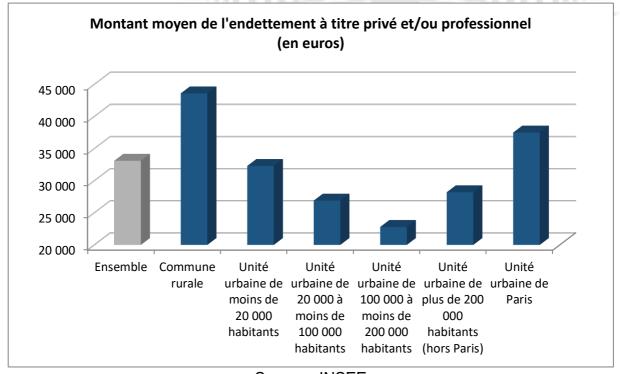


Source: INSEE - données 2015





Source: INSEE



Source: INSEE



Les statistiques de TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
PIB Mds d'euros 2017	2 229	3 144	1 681	1 119	10 789	2 393
Croissance du PIB T3 sur un an en % sept. 2017	2,2	2,8	1,8	3,1	2,5	1,5
Inflation en % - nov.2017 *octobre	1,2	1,8	0,9	1,7	1,5	3,0*
Taux de chômage en % - oct 2017	9,4	3,6	11,1	16,7	8,8	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	+0,8	-2,5	-4,5	-1,6	-2,9
Dette publique en % du PIB 2016	96,5	68,1	132,0	99,0	91,1	84,5
Balance des paiements courants en % du PIB sept. 2017	-1,0	7,8	2,7	1,8	3,2	-5,1
Échanges de biens en % du PIB – sept. 2017	-2,7	7,5	2,7	-2,1	2,2	-7,3
Parts de marché à l'exportation en % 2017	3,1	8,4	2,9	1,9	26,8	2,6
variation depuis 1999 en %	-47,5	-16,5	-35,8	-10,5	-22,4	-48,5

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