

LA LETTRE ÉCO DE THOMAS VENDÔME INVESTMENT

| | |
|---|-----------|
| HORIZON FRANCE | 02 |
| <i>Que se cache-t-il derrière le retour à l'équilibre de la sécurité sociale ?</i> | <i>02</i> |
| HORIZON CONJONCTURE | 06 |
| <i>À quoi a servi le retour de la croissance ?</i> | <i>06</i> |
| HORIZONS EXTÉRIEURS | 08 |
| <i>États-Unis, une croissance qui se moque des faiblesses du moins pour le moment</i> | <i>08</i> |
| HORIZON FINANCE | 11 |
| <i>les Français et leur patrimoine</i> | <i>11</i> |
| TOUR D'HORIZON | 13 |
| <i>Comment sortir de la politique monétaire non conventionnelle ?</i> | <i>13</i> |
| POINTS DE REPÈRE | 15 |
| <i>La France consacre 14,6 % de son PIB à la retraite</i> | <i>15</i> |
| LES STATISTIQUES DE TVI | 16 |
| <i>la situation macro-économique</i> | <i>16</i> |

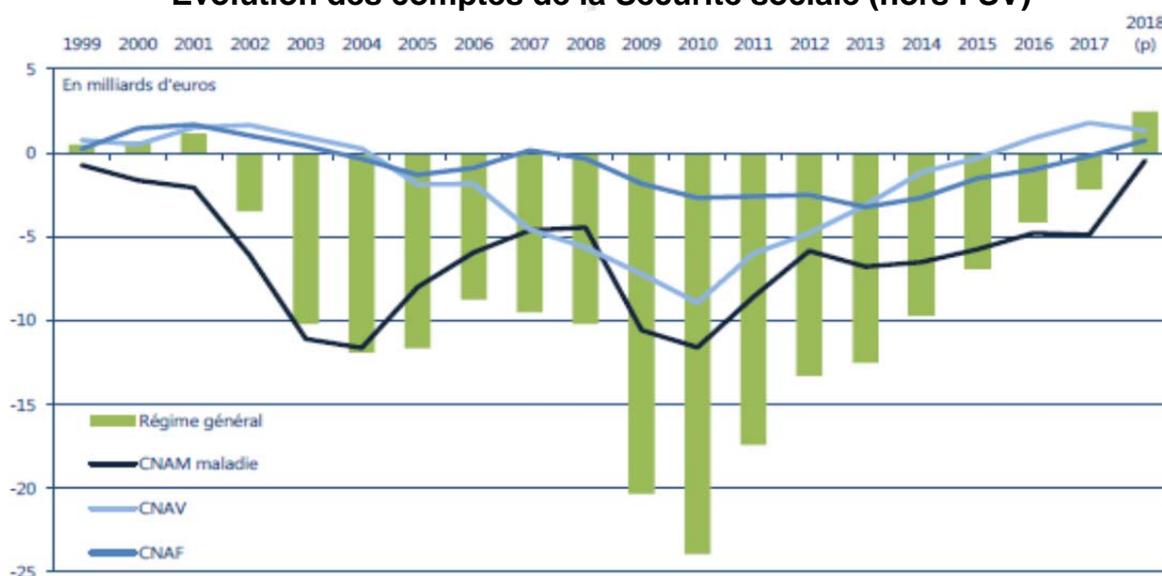
HORIZON FRANCE

QUE SE CACHE-T-IL DERRIÈRE LE RETOUR À L'ÉQUILIBRE DE LA SÉCURITÉ SOCIALE ?

La Sécurité sociale serait en passe de revenir à l'équilibre après 17 années consécutives de déficit. Le retour de la croissance y est pour beaucoup tout comme les augmentations des prélèvements obligatoires. Selon les auteurs du dernier rapport de la Commission des Comptes de la

Sécurité Sociale, le déficit ne devrait être que de 300 millions d'euros cette année faisant suite au déficit de 5,1 milliards d'euros en 2017. Pour 2019 et 2020, des excédents de respectivement de 3,3 milliards d'euros et 7,7 milliards d'euros sont attendus.

Évolution des comptes de la Sécurité sociale (hors FSV)



Source : CCSS

Une réduction toute relative du déficit en 2017

Le déficit 2017 du régime général et du Fond de Solidarité Vieillesse (FSV) a atteint 5,1 milliards d'euros. Pour le seul régime général, il a été de 2,2 milliards d'euros, soit 1,9 milliard d'euros de moins qu'en 2016. Cette amélioration est en partie technique du fait du transfert à la Caisse Nationale d'Assurance maladie de 900 millions d'euros en provenance du FSV. Le résultat est moins bon que celui

escompté dans le cadre de la loi de financement de la Sécurité sociale pour 2018. Le déficit prévisionnel avait été fixé à 1,6 milliard d'euros.

La branche maladie a terminé l'année 2017 avec un déficit supérieur à 4 milliards d'euros. La branche famille est proche de l'équilibre avec un déficit de 200 millions d'euros, situation qu'elle n'avait pas connue depuis 2007. En 2017, la branche accident du travail - maladie professionnelle a dégagé un excédent, de 1,1 milliard

d'euros. La branche assurance vieillesse a enregistré un solde positif de 1,8 milliard d'euros. Le déficit du Fond de Solidarité Vieillesse (FSV) s'est établi à 2,9 milliards d'euros, à un niveau qui reste élevé mais en amélioration de 700 millions d'euros par rapport à 2016. Le solde cumulé de la branche vieillesse et du FSV s'améliore pour atteindre -1,1 milliard d'euros en 2017 contre -2,8 milliards d'euros en 2016.

Le solde des autres régimes de base de sécurité sociale s'effrite légèrement en 2017. L'excédent des régimes des indépendants a été de 200 millions d'euros. Le solde de la CNAVPL s'est contracté passant de 600 à 300 millions d'euros. Le régime des exploitants agricoles reste en déficit stable à 200 millions d'euros. Le déficit de l'ensemble des régimes de base, y compris le régime général, s'établit à 1,9 milliard d'euros en amélioration de 1,5 milliard d'euros par rapport à 2016.

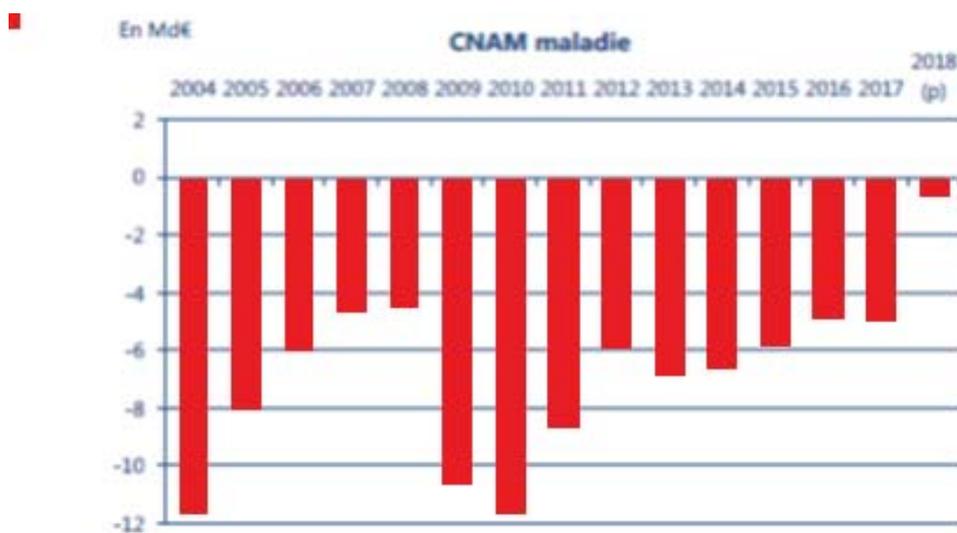
2018, le retour annoncé des excédents

Pour 2018, la Commission des Comptes de la Sécurité Sociale prévoit que la Sécurité sociale dégage un excédent de 2,5 milliards d'euros. Avec le FSV dont la perte serait de 2,8 milliards d'euros, les comptes de la Sécurité sociale ne seraient déficitaires qu'à hauteur de 300 millions d'euros. Ce résultat est entaché d'une incertitude à hauteur de 600 millions d'euros, liée à un problème de compensation par l'État du crédit d'impôt sur la taxe sur les salaires (CITS) créé en LFSS 2017 au bénéfice

des employeurs de l'économie sociale qui ne bénéficient pas du crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE). Dans l'hypothèse où cette compensation ne serait pas versée, le déficit cumulé du RG et du FSV s'établirait à 900 millions d'euros, mais resterait en forte baisse par rapport à 2017. Le solde 2018 s'améliorerait néanmoins de 1,9 milliard d'euros par rapport à la prévision de la LFSS pour 2018.

L'écart entre la prévision de la loi de financement de la sécurité sociale pour 2018 (-2,2 milliard d'euros) et celle du mois de juin s'explique par une augmentation des recettes de 2,8 milliards d'euros. Les recettes devraient, en effet, augmenter pour le régime général de 3,8 % quand les dépenses ne progresseraient que de 2,2 %. 50 % de l'accroissement des dépenses sont liés à la santé. Les prestations vieillesse augmenteraient de 2,9 % en raison de la fin de la montée en charge du décalage de l'âge légal de la retraite, couplée à une revalorisation des pensions en moyenne annuelle (+0,6 %) plus élevée. Revalorisées de 0,8 % en moyenne annuelle, les prestations familiales progresseraient à nouveau légèrement en 2018 (+0,3%).

La branche maladie devrait être proche de l'équilibre (-500 millions d'euros après un déficit de 4,9 milliards d'euros en 2017). Elle retrouverait ainsi un niveau de solde comparable à celui de 1999. La branche famille devrait dégager un excédent de 800 millions d'euros en amélioration d'un milliard d'euros par rapport à 2017.



Source : CCSS

Le solde cumulé de la branche vieillesse et du FSV se dégraderait en 2018 tout en restant excédentaire. Les dépenses de la branche vieillesse du régime général connaîtraient une hausse de 3%. Cette hausse s'expliquerait quasi exclusivement par les prestations sociales qui y contribueraient pour 2,8 points. Cette progression serait liée à la fin du décalage de l'âge légal de départ en retraite : à partir de 2018, il sera de 62 ans pour la première génération entière, celle née en 1956, de ce fait, les flux de départ ne seront désormais plus freinés à ce titre. En outre, les pensions ont été revalorisées de 0,6% quand elles avaient été gelées durant plusieurs années. En 2018, les recettes progresseraient de 2,6%. Les produits de cotisations augmenteraient légèrement moins vite (+3,6%) que la masse salariale du secteur privé (+3,9%), du fait notamment d'une moindre progression de la masse salariale plafonnée (+3,5%). De plus, ils ne bénéficieraient plus des hausses de taux dont la montée en charge est désormais achevée. Après une hausse de 5,1% en 2017, les cotisations seraient donc ralenties mais

contribueraient encore pour 2,3 points à l'évolution des produits en 2018.

Un excédent précaire qui n'efface pas les années de perte

Le retour aux excédents est imputable à l'accroissement de la masse salariale et à l'augmentation de la CSG. Les recettes sont très sensibles à l'évolution de l'emploi. Or, en 2017, plus de 250 000 emplois ont été créés. Pour 2018, 200 000 créations sont attendues. Les recettes sont en forte hausse du fait des augmentations décidées par le passé (cotisations retraite) et en raison de la hausse de la CSG dont l'assiette est bien plus large que celle des cotisations auxquelles elle se substitue.

En 2018, le rendement de la CSG nette serait de 124,8 milliards d'euros en hausse de 25,2% par rapport à 2017. Cette hausse résulte de l'augmentation du taux de 1,7 point en contrepartie de la suppression de certaines cotisations sociales dans le cadre de la mesure en faveur du pouvoir d'achat des actifs salariés. L'augmentation de 1,7 point du taux de CSG s'applique à l'ensemble des

revenus d'activité, du capital, des jeux, ainsi qu'à la majorité des revenus de remplacement (à l'exception des allocations chômage, des indemnités journalières et des pensions assujetties à taux réduit). Elle génère un supplément de rendement de 22,5 milliards d'euros, dont 16,1 milliards d'euros sur l'activité, 4,3 milliards d'euros sur les revenus de remplacement et 2 milliards d'euros sur le capital. Compte tenu de l'évolution naturelle de la CSG, le gain net est de 5 à 6 milliards d'euros contribuant ainsi à l'excédent de la Sécurité sociale.

Les dépenses de protection sociale continuent à augmenter du fait du vieillissement de la population et de l'augmentation des coûts en particulier pour la branche maladie. Le sous-investissement de ces dernières années devrait conduire, en particulier dans les hôpitaux, à un surcroît de dépenses rendues incontournables. Par exemple, le nouvel hôpital d'Ajaccio dont l'ouverture est prévue en 2019 doit vendre au préalable les terrains de l'ancien hôpital pour disposer de son équipement technique. Les équipements n'avaient pas été budgétés.

Les dépenses maladie ont déjà augmenté de 3,5 % en 2017, soit plus rapidement que prévu et cela malgré

une sévère régulation budgétaire. Pour 2018, les auteurs du rapport de la Commission des Comptes de la Sécurité Sociale estiment que les dépenses relevant de l'ONDAM augmenteront conformément à la prévision de 2,3 %, ce qui est peu crédible

L'ensemble des prestations vieillesse des régimes alignés progresserait de 3,0 %, après 1,9 % en 2017. Cette hausse s'expliquant essentiellement par l'achèvement du recul de l'âge légal de départ, qui se stabilise à 62 ans à partir de 2017. Les flux de départ à la retraite pour les seuls salariés du régime général s'élèveraient ainsi à 659 000, en hausse de 5,4 % (après +2,9 % en 2017).

Tout retournement de conjoncture accompagné d'une diminution du nombre des créations d'emploi pourrait assez rapidement peser sur les résultats de la Sécurité sociale.

Depuis 1996, la Sécurité sociale a accumulé 260 milliards d'euros de dette dont plus de 120 milliards restent encore à financer. De ce fait, la situation comptable, une fois retranchés les facteurs conjoncturels et financiers, reste fragile.

HORIZON CONJONCTURE

À QUOI A SERVI LE RETOUR DE LA CROISSANCE ?

Depuis 2017, les vingt premières puissances économiques ont renoué avec la croissance. Aux États-Unis, l'économie est en expansion depuis neuf ans, ce qui constitue son plus long cycle de croissance jamais enregistré.

La croissance de ces dernières années repose en grande partie sur les faibles taux d'intérêt et sur la contraction du prix de l'énergie ainsi que le relâchement de la rigueur budgétaire depuis trois ans.

S'il est communément admis que la croissance, depuis le début du siècle, est inégalitaire en favorisant plus le capital que le travail, qu'en est-il réellement ? Entre les grands pays, existe-t-il des différences de partage des fruits de la croissance ? Les États sont-ils les grands gagnants de la croissance de ces dernières années en raison du maintien à des niveaux historiquement bas des taux d'intérêt ? Une grande partie de la réduction des déficits publics est imputable à la diminution de la charge de la dette. En France, cette dernière a doublé de 1997 à 2017, mais le paiement des intérêts est resté relativement stable sur la période. Sur ces huit dernières années, la baisse est de près de 8 milliards d'euros. La baisse des intérêts a permis aux États d'Europe du Sud de desserrer la contrainte de la dette. En 2017, la croissance a permis à de nombreux États et aux régimes sociaux de réduire leurs déficits. La France en est un parfait exemple. Le passage du déficit public en-dessous des 3 % du PIB en est la traduction.

Par ailleurs, en générant des emplois, la croissance diminue les besoins en dépenses sociales (chômage) et entraîne un supplément de recettes. Ces créations d'emplois conduisent également à un accroissement des revenus pour les ménages et donc indirectement des impôts. La croissance a un effet positif sur les entreprises en augmentant leurs ventes, leurs profits, ce qui peut amener à une meilleure rémunération des actionnaires et à une augmentation de l'investissement.

Aux États-Unis, en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne, à qui la reprise économique a-t-elle profité ? États, entreprises, salariés, actionnaires ?

Aux États-Unis, le PIB s'est accru de près de 11 % depuis 2014. Cette croissance a avant tout profité aux entreprises. L'État n'a pas réellement réduit son déficit public qui, en trois ans, s'est accru d'un point. Il devrait être de 4 % du PIB en 2018. La croissance a été fortement créatrice d'emploi avec un taux de chômage désormais inférieur à 4 %. Après avoir augmenté entre 2010 et 2014, les profits avant dividendes après taxes et intérêts des entreprises stagnent depuis quatre ans. La réforme fiscale de Donald Trump devrait changer la donne du moins en 2018 et 2019. Si le taux d'autofinancement recule, en revanche, les dividendes versés aux actionnaires ont augmenté et sont à un niveau jamais enregistré depuis 10 ans. Depuis 2014, les salaires

progressent moins vite que les gains de productivité.

En Allemagne, la croissance, depuis le début de 2014, a été utilisée pour réduire le déficit public, accroître les salaires (qui augmentent plus vite que la productivité) et l'emploi. Depuis 2014, le PIB s'est accru de 8 points. En cinq ans, l'excédent budgétaire a augmenté de 0,8 point de PIB. Les profits avant dividendes, avant taxes et intérêts sont en baisse. En revanche, l'investissement est orienté à la hausse. Les dividendes versés aux actionnaires sont de 2014 à 2017 plutôt en hausse. Si de 2014 à 2016, les salaires progressaient moins vite que la productivité, c'est l'inverse depuis. L'emploi, lors de cinq dernières années a progressé de 5 % avec un taux de chômage qui est passé de 5,1 à 3,4 %.

En France, la reprise économique a été moins forte qu'en Allemagne. Le PIB a progressé de 6 %. Le déficit budgétaire qui était de 4 % du PIB en 2014 est repassé en-dessous de la barre des 3 % en 2017. Si les salaires à la différence des autres États européens ont été peu affectés par la Grande Récession, ils ne progressent que faiblement depuis trois ans. Le CICE et le pacte de responsabilité ont contribué à l'amélioration des résultats des entreprises. Ce processus semble s'être arrêté en 2017. Les dividendes versés par les entreprises représentent 2,2 % du PIB et sont sur moyenne période assez stables. L'investissement qui s'était fortement contracté après la crise a connu une forte progression l'année dernière. Les

créations d'emploi ont été élevées en 2017. Depuis 2014, le nombre d'emplois en France s'est accru de 3 % mais le chômage n'a baissé que de 1,5 point.

En Espagne, la hausse du PIB (+11 points depuis 2014) a été utilisée pour réduire le déficit public qui s'est contracté de 3 points en cinq ans. Les entreprises ont privilégié l'investissement qui a augmenté de 20 % de 2014 à 2018. L'emploi sur la même période a progressé de 10 %, le taux de chômage passant de 25 à 16,8 %. Les salaires ont augmenté, en revanche, moins vite que la productivité.

Les gouvernements italiens ont utilisé la faible croissance (augmentation du PIB de 4 % en cinq ans) pour réduire le déficit public, Ce dernier est passé de 3 à 2 % du PIB. Les salaires réels ont augmenté comme la productivité, la profitabilité est à peu près stable. Le taux de chômage est resté stable quand le nombre d'emploi s'est accru de 3,5 %.

Les cinq pays étudiés ont donc profité de la croissance pour réduire leur déficit public à l'exception des États-Unis. L'Allemagne est la seule à enregistrer des gains de salaire importants. Tous les pays connaissent une augmentation de l'emploi même si cette hausse est intervenue dans des proportions différentes. La progression de l'investissement dans les cinq pays est plutôt encourageante car pouvant contribuer à une augmentation de la croissance potentielle.

HORIZONS EXTÉRIEURS

ÉTATS-UNIS, UNE CROISSANCE QUI SE MOQUE DES FAIBLESSES DU MOINS POUR LE MOMENT

Le cycle de croissance entamé après la Grande Récession de 2008/2009 est le plus long de l'histoire économique des États-Unis (plus de 9 ans), ce qui permet à tout un chacun d'annoncer sa fin prochaine. Ce cycle n'a pas permis pour le moment d'effacer les stigmates de la dernière crise. Le taux de croissance reste moyen par rapport aux performances passées. Les chocs provoqués par la mondialisation et l'automatisation, restent visibles dans l'ensemble du pays et alimentent les tentations protectionnistes.

Selon la dernière étude économique sur les États-Unis réalisée par l'OCDE, les perspectives à court terme restent bien orientées. La consommation privée demeure solide, pouvant compter sur le dynamisme du marché de l'emploi et le niveau élevé de la confiance des consommateurs. La réforme fiscale et la relance de l'investissement public devraient générer un accroissement du PIB d'un point cette année et la suivante. La réduction des normes réglementaires devrait également favoriser l'activité. Dans ce contexte, le PIB devrait enregistrer une croissance de 2.9 % en 2018 et de 2.8 % en 2019.

L'OCDE pointe néanmoins plusieurs risques pour l'économie américaine. Les ratios d'endettement des entreprises commencent à devenir préoccupants. Les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres pays deviennent importants, contribuant ainsi à l'appréciation du dollar et à des transferts de capitaux pouvant désorganiser l'économie

mondiale. L'aggravation des tensions commerciales avec les principaux partenaires pourrait, à moyen terme, peser sur la croissance. Par ailleurs, les déséquilibres budgétaires pourraient à terme constituer un problème.

Le taux de chômage est tombé à 3,8 %. Ce bon résultat masque une situation contrastée. Des bassins d'emploi à dominante industrielle peuvent connaître de forts taux de chômage et un accroissement rapide de la pauvreté. La crise du cœur industriel et traditionnel du pays explique la popularité des mesures protectionnistes annoncées par le Président Donald Trump. La baisse du taux d'activité par rapport à la situation observée dans d'autres pays de l'OCDE constitue une évolution préoccupante. Le taux d'activité des femmes s'est redressé quelque peu, mais les hommes jeunes ayant un faible niveau d'instruction restent en marge du marché du travail. Le resserrement du marché du travail et l'accélération de la progression des salaires enregistrés au cours des dernières années sont censés inciter certains travailleurs inactifs à reprendre un emploi et endiguer la montée de la pauvreté.

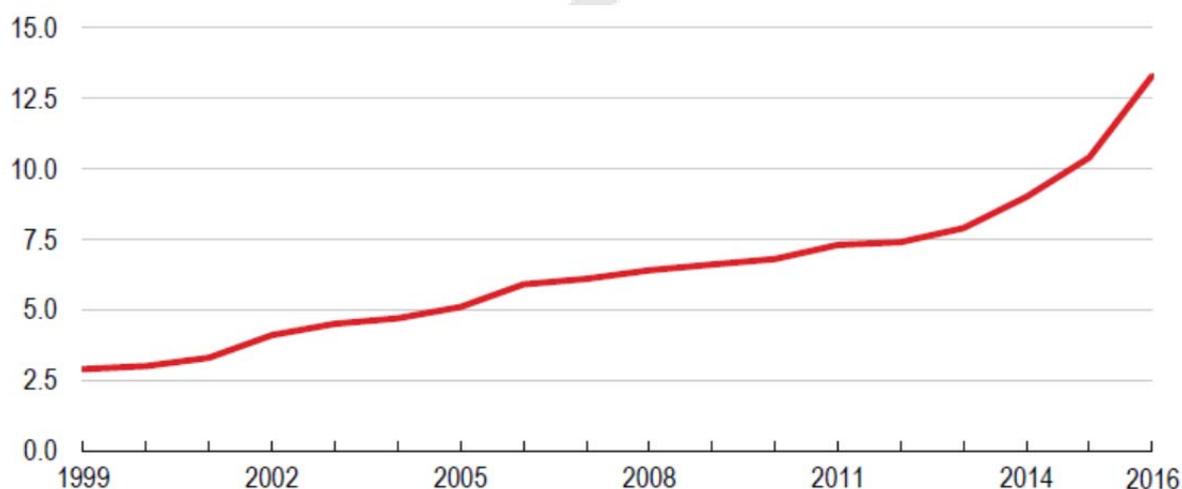
Les États-Unis tout comme la France doivent faire face à un problème de qualification de la main-d'œuvre. Les secteurs de pointe peinent à trouver des actifs disposant des compétences suffisantes. Par ailleurs, la croissance de l'automatisation des tâches obtenue grâce aux robots et à l'intelligence

artificielle supprime des emplois occupés par les membres de la classe moyenne et provoque aussi des pertes d'emplois et des tensions salariales. Selon l'OCDE, pour amoindrir ces effets, il faut adopter des mesures plus vigoureuses et intervenir au plus tôt pour aider les travailleurs à acquérir de nouvelles compétences et à tirer profit des nouvelles perspectives ainsi créées, avant qu'ils ne soient laissés pour compte.

Les États-Unis doivent par ailleurs faire face à deux problèmes de santé publique ayant des effets économiques de plus en plus importants : la drogue et l'obésité. La consommation d'opiacés est considérée comme

préoccupante d'autant qu'elle est de plus en plus liée à des prescriptions médicales. Les taux de prescription varient fortement à l'intérieur du pays. Une corrélation est constatée dans les régions entre des taux de prescription élevés et un faible taux d'activité. L'OCDE demande à ce que les pouvoirs publics prennent de nouvelles mesures pour limiter la dépendance, en adoptant de meilleures pratiques prescriptives, en retirant de la circulation les produits non consommés, en élargissant l'offre de traitements médicalement assistés de l'addiction et en aidant les personnes concernées à trouver un travail et un logement afin de réduire les risques de rechute.

Nombre de décès aux États-Unis occasionnés par la consommation de drogues (pour 100 000 personnes)



Source : OCDE

L'obésité constitue certainement le plus grave problème de santé publique auquel sont confrontés les États-Unis. Liée à de mauvaises pratiques alimentaires et au manque d'activité, elle est un marqueur social important. Elle se concentre dans les États connaissant un déclin industriel. En 2017, le taux d'obésité dans la

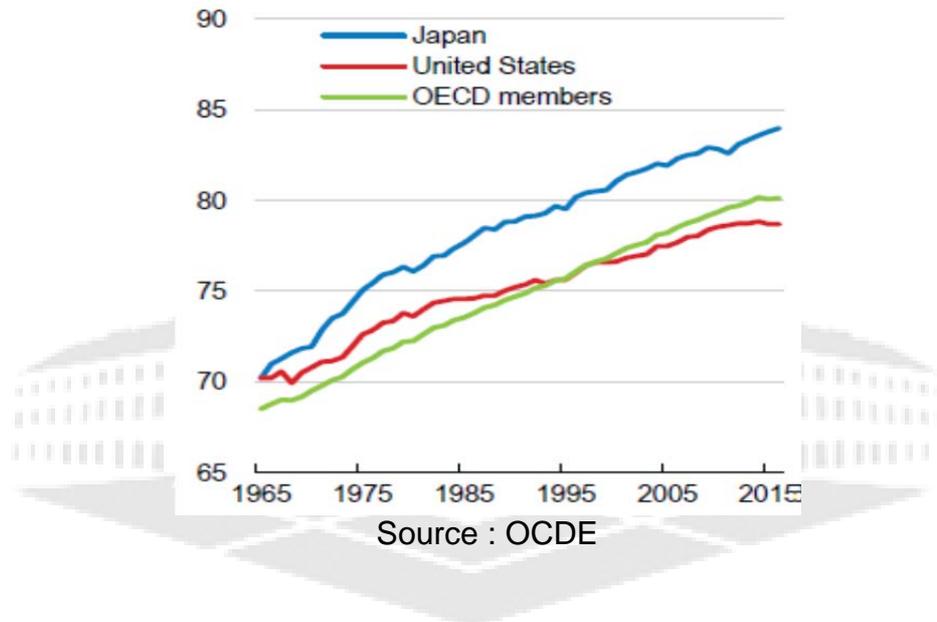
population des États-Unis s'élevait à 39,6 %, ce qui constitue un nouveau record. Parmi les jeunes Américains, âgés de deux à 19 ans, 18,5 % sont obèses, selon le rapport. En 1999, le taux d'obésité chez les jeunes était de 13,9 %. Selon l'administration américaine, le poids moyen d'une femme américaine d'aujourd'hui est

supérieur au poids moyen d'un homme américain en 1960 (75 kg). En 1960, le poids moyen d'une femme américaine était 63 kg. Le poids moyen actuel des hommes est de 88 kg. De 1960 à 2017, la taille moyenne des Américains n'a augmenté que de 2,5 cm. L'obésité provoque une forte augmentation de la prévalence du diabète de type II, accroît le nombre de décès par crises cardiaques et favorise la survenue de certains types de cancer. Le coût pour la santé publique aux États-Unis de

l'obésité est évalué à près de 200 milliards d'euros.

La drogue et l'obésité expliquent en grande partie la baisse de l'espérance de vie constatée depuis plusieurs années aux États-Unis. La montée des inégalités et le difficile accès aux établissements de santé pour certaines catégories défavorisées de la population contribuent également à ce déclin.

Espérance de vie à la naissance (en nombre d'années)



HORIZON FINANCE

LES FRANÇAIS ET LEUR PATRIMOINE

Selon l'INSEE, en 2015, la moitié des ménages français disposent d'un patrimoine brut (hors remboursement des emprunts) de 158 000 euros. Ces ménages possèdent 92 % du patrimoine des ménages. Les 10 % des ménages les mieux dotés ont, en moyenne, un patrimoine brut de 595 700 euros tandis que celui des 10 % les moins dotés ne s'élève qu'à 4 300 euros. Les premiers disposent de 47 % du patrimoine des ménages quand les seconds en ont moins de 0,1 %.

La composition du patrimoine diffère en fonction de son montant. Le patrimoine immobilier règne sans partage entre le 4^e et le 9^e décile en représentant de 68 à 77 % du patrimoine des ménages. Les 10 % les moins dotés disposent rarement de biens immobiliers. Leur patrimoine est avant tout constitué de comptes courants et de livrets d'épargne. Ils sont fortement endettés. Leurs emprunts représentent en moyenne 40 % de leur patrimoine. Ils servent non pas à acheter un bien immobilier mais à financer des biens de consommation. Les 10 % les mieux dotés se distinguent par le poids plus élevé des actifs professionnels qui représentent 20 % du patrimoine contre 2 % pour les 90 % autres ménages. Ce poids est lié à la surreprésentation dans cette catégorie des indépendants et des professions libérales. Le montant du patrimoine varie fortement au sein des 10 % les mieux dotés. Si en moyenne, il s'élève à 615 00 euros, il atteint 4,1 millions pour les 1 % les plus dotés. Ces

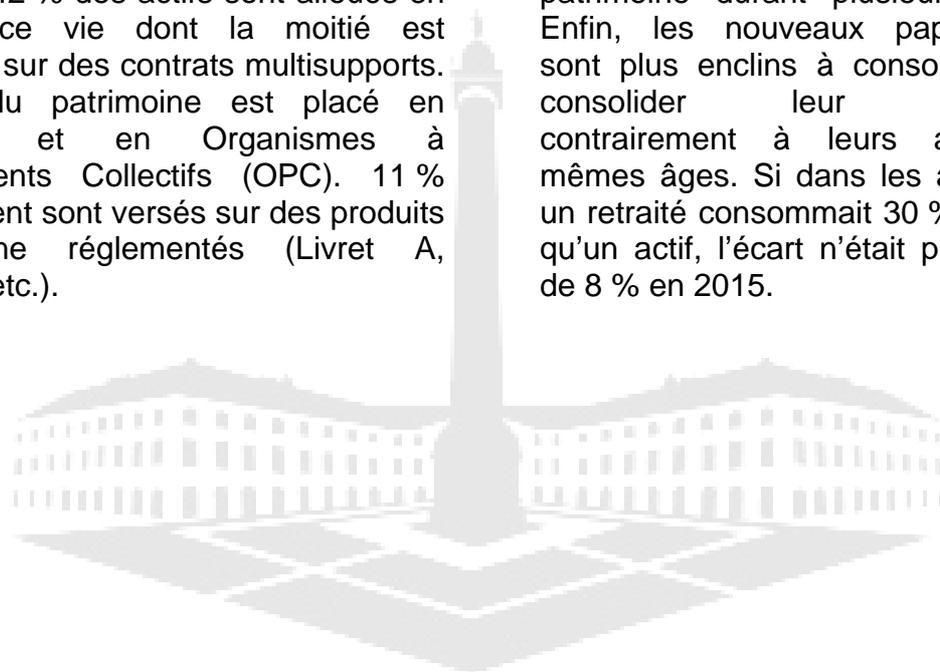
derniers détiennent 16 % du patrimoine des total ménages. Le poids de l'immobilier est plus faible que parmi les autres catégories. Les produits financiers jouent un rôle croissant plus le patrimoine est élevé.

De 1998 à 2015, le patrimoine brut a été multiplié par 1,6 en euros constants. Après une forte hausse intervenue entre 2004 et 2010 (+51 %), il a stagné entre 2010 et 2015 (baisse de 6 % en euros constants). Le patrimoine des 10 % les moins dotés est en 2015 inférieur de 46 % (euros constants) à celui de leurs homologues de 1995 quand celui des 10 % les mieux dotés s'est apprécié de 67 %. Malgré tout, du fait de la faible possession de capital chez les 10 % les moins dotés, les inégalités de patrimoine ne se sont pas accrues depuis 1995. Les 10 % des ménages les mieux dotés possèdent, en 2015, 33 fois plus de patrimoine que les 50 % les moins bien dotés contre 38 fois en 2010 et 30 fois en 1998.

La divergence en matière de patrimoine entre les ménages les moins bien et les mieux dotés s'explique par l'évolution des prix de l'immobilier. De 1998 à 2015, le patrimoine immobilier s'est accru de 133 %. Les propriétaires ont bénéficié de cette appréciation. L'élévation des prix a rendu difficile l'accès au marché immobilier pour les primo-accédants d'autant plus quand il s'agit de jeunes actifs disposant de peu de ressources financières. De 1998 à 2015, le patrimoine financier s'est accru de 75 %. La hausse est essentiellement

concentrée sur les années 2004 à 2010 (+60 %). Pour les ménages les mieux dotés, le patrimoine financier a progressé plus vite que le patrimoine immobilier. Cette évolution est liée à la composition diversifiée du patrimoine des ménages les plus aisés. Par ailleurs, le poids de leur immobilier est plus faible que celui des 90 % moins bien dotés. Pour les 10 % les plus pauvres, 65 % du patrimoine financier est constitué de comptes courants, le solde étant placé sur des livrets d'épargne. Pour les 10 % les plus riches, 42 % des actifs sont alloués en assurance vie dont la moitié est investie sur des contrats multisupports. 26 % du patrimoine est placé en actions et en Organismes à Placements Collectifs (OPC). 11 % seulement sont versés sur des produits d'épargne réglementés (Livret A, LDDS, etc.).

Selon l'INSEE, le patrimoine des 55/64 ans est plus bas que celui des 50/54 ans. Ces résultats contredisent de précédents travaux. L'INSEE met en avant les donations en particulier de biens professionnels et les séparations au sein des ménages. Le recul de l'âge à partir duquel les ménages héritent de leurs parents peut expliquer que depuis plusieurs années le patrimoine des jeunes seniors baisse à génération donnée. Par ailleurs, la crise de 2008 a ralenti la progression de la valeur du patrimoine durant plusieurs années. Enfin, les nouveaux papy-boomers sont plus enclins à consommer qu'à consolider leur patrimoine contrairement à leurs aînés aux mêmes âges. Si dans les années 80, un retraité consommait 30 % de moins qu'un actif, l'écart n'était plus de que de 8 % en 2015.



TOUR D'HORIZON

COMMENT SORTIR DE LA POLITIQUE MONETAIRE NON CONVENTIONNELLE ?

Depuis maintenant trois ans, la Banque centrale européenne met en œuvre une politique dite non conventionnelle reposant sur des taux directeurs nuls voire négatifs ainsi que sur des rachats d'actifs.

Cette politique qualifiable, d'un point de vue économique, de répression financière (imposant aux épargnants une faible rémunération de leur épargne) poursuivait quatre objectifs :

- Lutter contre la désinflation rampante ;
- Assurer la solvabilité des États surendettés et de l'ensemble de la sphère financière ;
- Favoriser le retour de la croissance ;
- Contribuer à la baisse du taux de chômage.

Si le premier objectif entre pleinement dans les missions assignées à la BCE au moment de sa création, les autres s'en éloignent peu ou prou. Les pays d'Europe du Nord ont accepté cette révolution monétaire à la condition de maintenir autant que possible une sémantique traditionnelle. Avec le retour de la croissance, avec la reprise modeste de l'inflation, la BCE prépare l'arrêt de cette politique. Si pour les pays d'Europe du Nord, et l'Allemagne, en premier lieu, cette sortie est jugée nécessaire, comment les autres pays réagiront-ils ? Par ailleurs, est-ce que la situation économique actuelle justifie l'arrêt de la politique des taux bas combinée avec celle des rachats d'actifs ?

Le taux de chômage de la zone euro est aujourd'hui nettement supérieur au taux de chômage structurel. Le taux de chômage de la zone euro est de 8,5 %. Certains États comme l'Allemagne ou les Pays-Bas ont renoué avec le plein emploi. Mais tel n'est pas le cas en Italie, en Grèce, en Espagne ou encore en France.

En intégrant l'analyse les difficultés croissantes que rencontrent les entreprises pour embaucher, certains experts considèrent néanmoins que le taux de chômage se rapproche de son niveau structurel. En revanche, les salaires n'accélèrent pas malgré la baisse du chômage. Il y a une déconnexion entre emploi et salaires. Cette situation peut s'expliquer par la faiblesse des gains de productivité et par une modification du rapport de force sur le marché du travail. Le développement du travail non salarié, des contrats à durée déterminée et de l'intérim pèserait sur les salaires.

La faible progression des salaires freine le retour de l'inflation. Au sein de la zone euro, cette dernière atteindrait la cible des 2 % au mois de juin (après 1,9 % au mois de mai) mais la hausse de ces derniers mois est imputable à l'augmentation du cours du pétrole. L'inflation sous-jacente reste encore bien en-deçà des 2 %.

Pour la BCE, le taux de chômage demeure encore éloigné de son taux structurel et le taux d'inflation sous-jacent reste en-dessous des 2 %, ce qui justifie le maintien jusqu'en 2019, au moins, de sa politique de taux bas.

Hors circonstances exceptionnelles, les taux directeurs devraient se situer autour des 2,25 points. Pour la France, le taux de l'Obligation Assimilable du Trésor à 10 ans dépasserait dans ces conditions les 3 %, ce qui augmenterait le coût de la dette de 10 milliards d'euros. Entre 2002 et 2017, le service de la dette est passé de 3,7 à 1,8 % du PIB au sein de la zone euro. Le prix de la hausse des taux d'intérêt serait encore plus élevé pour les États d'Europe du Sud. Dans ces conditions, la BCE sera face à un sérieux dilemme, prise en tenaille entre les intérêts divergents des pays membres de la zone euro. De même, un renchérissement du coût de l'argent pourrait stopper nette la reprise. Grâce à la politique monétaire de la Banque centrale, les dépenses d'intérêts acquittées par les entreprises de la zone euro sont passées de 4,5 à 1,2 % du PIB de 2008 à 2017. Pour les ménages, le poids des intérêts liés à leur dette ne représentait que 0,8 % du PIB en 2017 contre 2,8 % du PIB en 2008.

L'arrêt des achats d'actifs à la fin de l'année ne devrait, en revanche, pas avoir de réelles conséquences sur la structuration des taux. Ces derniers sont avant tout influencés par le stock d'obligations détenu par la Banque Centrale et non par le flux d'achat d'obligations. Par ailleurs, l'euro ne devrait s'apprécier que marginalement après la fin des achats d'actifs en raison de l'écart de taux entre l'Europe et les États-Unis. L'euro devrait rester relativement faible par rapport à la monnaie américaine. A travers sa communication « forward guidance », la BCE aidera à maintenir des taux d'intérêt à long terme faibles. Elle devrait confirmer qu'elle ne remontera pas ses taux d'intérêt directeurs avant l'automne 2019.

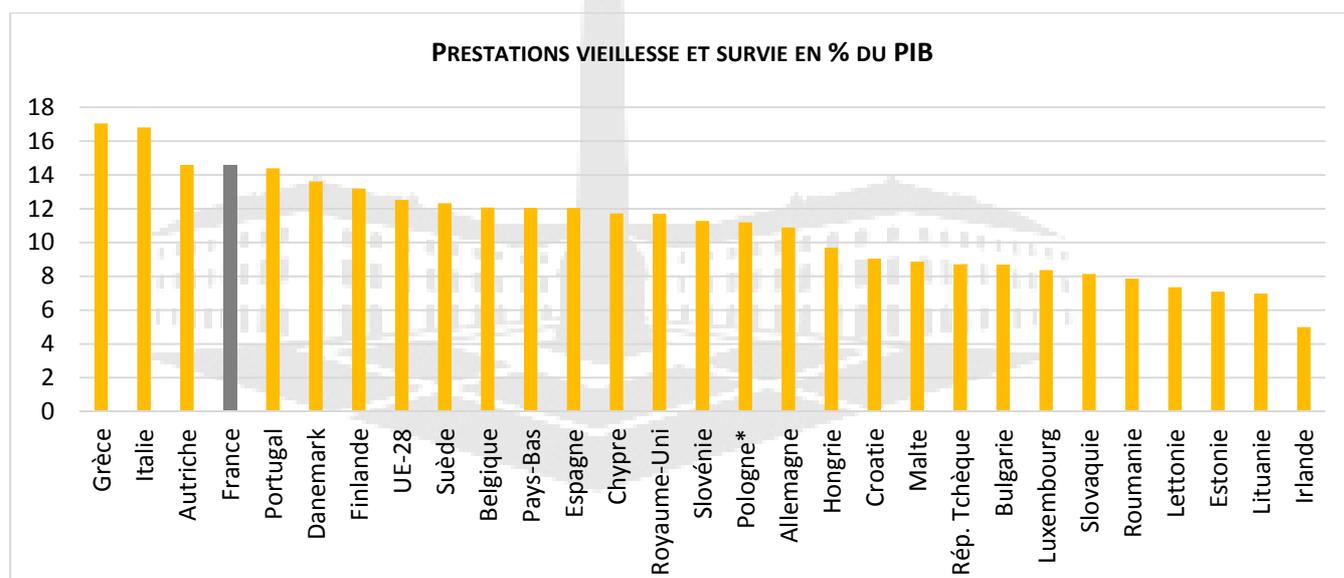
Le plan mis en œuvre pour sortir progressivement de la politique monétaire non conventionnelle pourrait être remis en cause si le ralentissement économique de la zone euro s'accroissait, ce qui pourrait conduire à un report de la hausse des taux.

POINTS DE REPÈRE

LA FRANCE CONSACRE 14,6 % DE SON PIB A LA RETRAITE

Les deux pays où le poids des dépenses retraite au sein de l'Union européenne est le plus élevé sont la Grèce et l'Italie avec respectivement des taux de 17 et 16,8 % du PIB. L'Autriche et la France avec un taux de 14,6 % suivent. À l'inverse, l'Irlande, la plupart des États membres entrés à partir de 2004, mais aussi le Luxembourg et l'Allemagne consacrent entre 5 % et 11 % de leur PIB aux prestations vieillesse-survie.

Les niveaux élevés observés en Grèce, en Italie et au Portugal s'expliquent par une population âgée plus importante que la moyenne communautaire ainsi qu'un PIB par habitant inférieure. À l'inverse, les faibles niveaux de dépense par rapport au PIB au Luxembourg et en Irlande sont liés à la faible part de la population âgée de 60 ans ou plus dans la population totale (respectivement 19 % et 18 %, contre 25 % dans l'Union).



*données 2014 - Source : Eurostat

LES STATISTIQUES DE TVI

LA SITUATION MACRO-ECONOMIQUE

| | France | Allemagne | Italie | Espagne | Zone euro | Royaume Uni |
|---|--------------|-----------|--------|---------|-----------|-------------|
| PIB <i>Mds d'euros 2017</i> | 2291 | 3 263 | 1 717 | 1 164 | 11 169 | 2 324 |
| Croissance du PIB en % mars 2018 | 2,2 | 2,3 | 1,4 | 2,9 | 2,5 | 1,2 |
| Inflation <i>en %- mai 2018</i> | 2,3 | 2,2 | 1,0 | 2,1 | 1,9 | 2,4 |
| Taux de chômage <i>en %- mai 2018</i> | 9,2 | 3,4 | 10,7 | 15,8 | 8,4 | 4,1 |
| Dépenses publiques <i>en %du PIB 2017</i> | 56,3 | 43,9 | 48,9 | 41,0 | 47,1 | 41,1 |
| Solde public <i>en %du PIB 2017</i> | -2,6 | +1,3 | -2,3 | -3,1 | -0,9 | -1,9 |
| Dettes publiques <i>en %du PIB 2017</i> | 96,9 | 64,1 | 131,8 | 98,3 | 88,8 | 86,6 |
| Balance des paiements courants <i>en %du PIB jan 2018</i> | -0,4 | 8,0 | 2,7 | 1,9 | 3,6 | -4,1 |
| Échanges de biens <i>en %du PIB -mars 2018</i> | -2,6 | 7,6 | 2,8 | -2,1 | 2,2 | -7,6 |
| Parts de marché à l'exportation <i>en % 2017</i> | 3,1 | 8,3 | 2,9 | 1,8 | 26,1 | 2,5 |
| variation depuis 1999 <i>en %</i> | -48,6 | -17,9 | -36,5 | -11,8 | -24,5 | -50,0 |

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

