N °120
JAN. 2019

LA LETTRE ÉCO
THOMAS VENDÔME INVESTMENT

HORIZON FRANCE **02**
La France est malheureusement imbattable ! *02*

HORIZON CONJONCTURE **05**
Trop ou pas assez, il faut choisir ? *05*

HORIZONS EXTÉRIEURS **07**
2019, la zone euro sous tension ! *07*

HORIZON FINANCE **10**
2018, une année de ruptures ? *10*

TOUR D'HORIZON **13**
La bataille des métaux rares at-elle commencé ? *13*
Les multiples facettes du vieillissement *15*

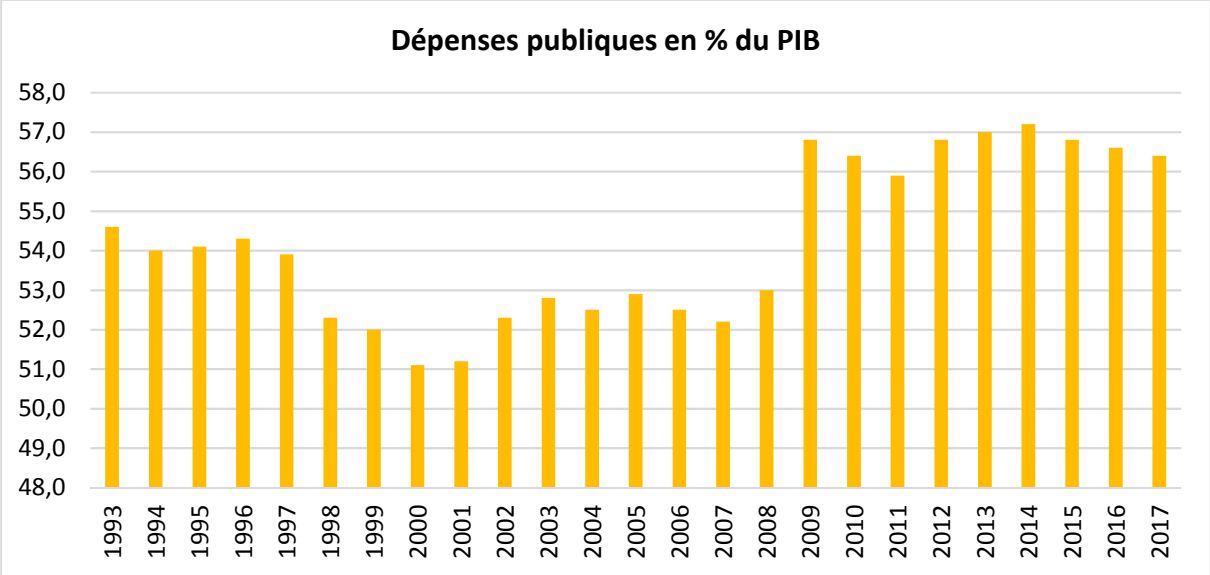
POINTS DE REPÈRE **18**
L'Europe et les États-Unis, une interdépendance qui demeure ! *18*

LES STATISTIQUES DE TVI **19**
Tableau de bord des marchés financiers *20*
du mois de novembre 2018 ..... *20*

HORIZON FRANCE

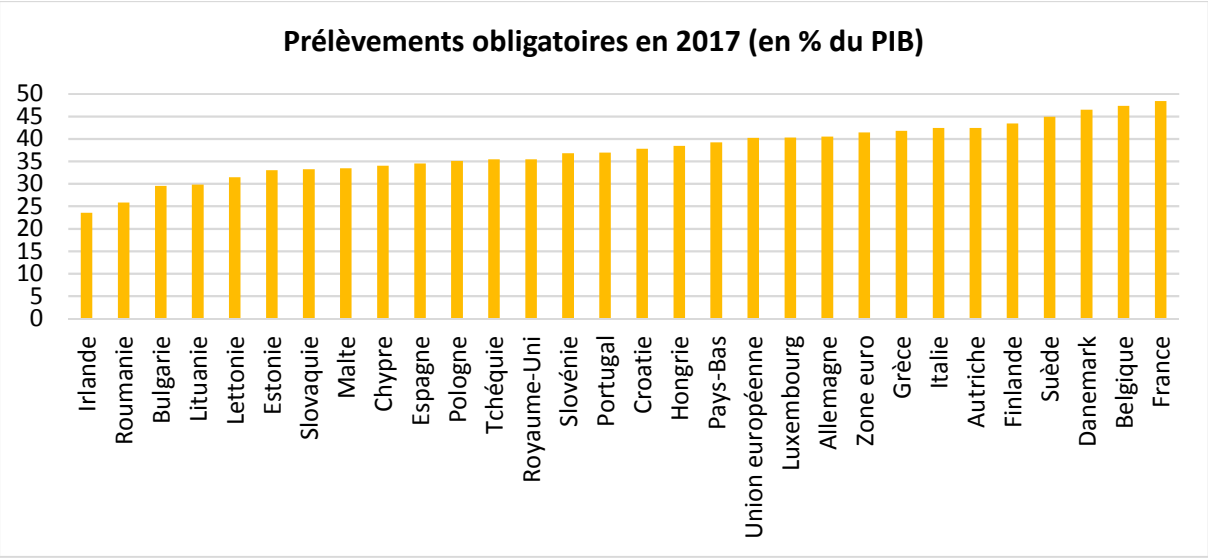
LA FRANCE EST MALHEUREUSEMENT IMBATTABLE !

Au sein de l'Union européenne, le ratio de prélèvements obligatoires a atteint 40,2 % du PIB en 2017, en hausse par rapport à 2016 (39,9 %). Dans la zone euro, ces prélèvements représentaient 41,4 % du PIB en 2017, soit légèrement au-dessus du taux de 41,2 % de 2016.



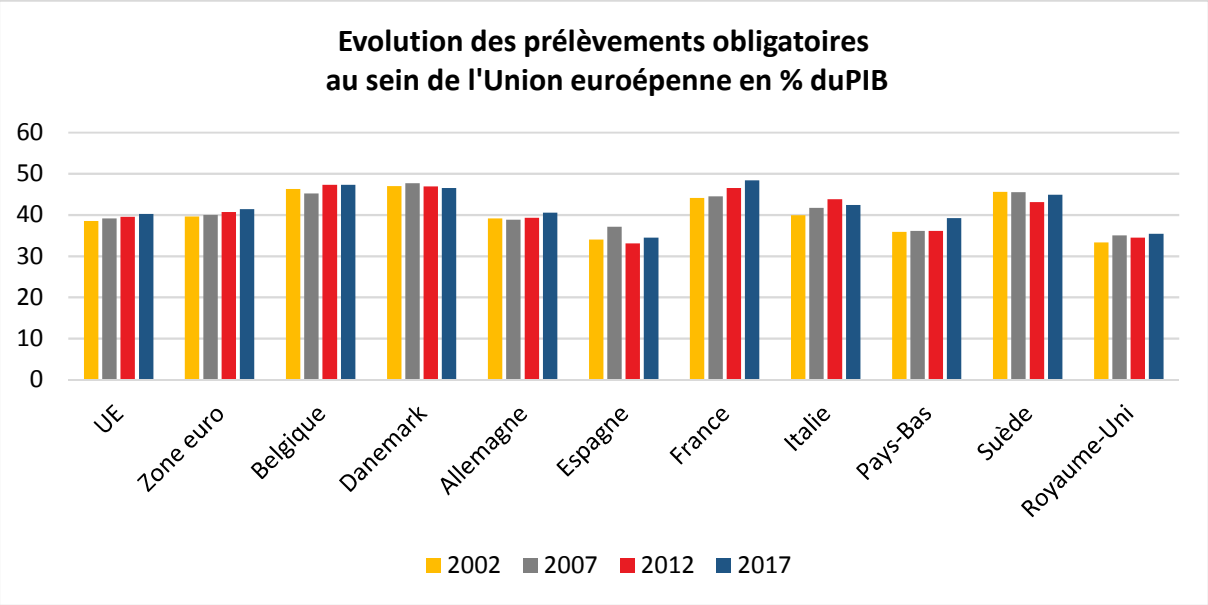
Source : INSEE

Selon les calculs d'Eurostat qui diffèrent légèrement de ceux de l'INSEE, le ratio de recettes fiscales s'élève pour la France à 48,4 % du PIB, soit le taux le plus élevé de l'Union européenne. La France devance la Belgique (47,3 %), le Danemark (46,5 %) et la Suède (44,9 %). Les pays ayant les taux de prélèvement les plus faibles sont l'Irlande (23,5 %), la Roumanie (25,8 %) et la Bulgarie (29,5 %). Ces comparaisons doivent être toujours maniées avec circonspection. En effet, certains prélèvements peuvent être classés comme des dépenses privées dans certains États et comme des dépenses obligatoires dans d'autres. C'est en particulier le cas avec les cotisations aux systèmes de retraite complémentaire qui sont classées comme prélèvements obligatoires en France à la différence de l'Allemagne.



Source : Eurostat

La France se caractérise par la progression continue de ses prélèvements qui ont gagné 0,7 point sur la seule année 2017. Les autres pays européens ont engagé l'assainissement de leurs finances publiques plus tôt que la France. Par ailleurs, cet effort a été mené à la fois sur les dépenses et les recettes quand la France a privilégié le second volet.



Source : Eurostat

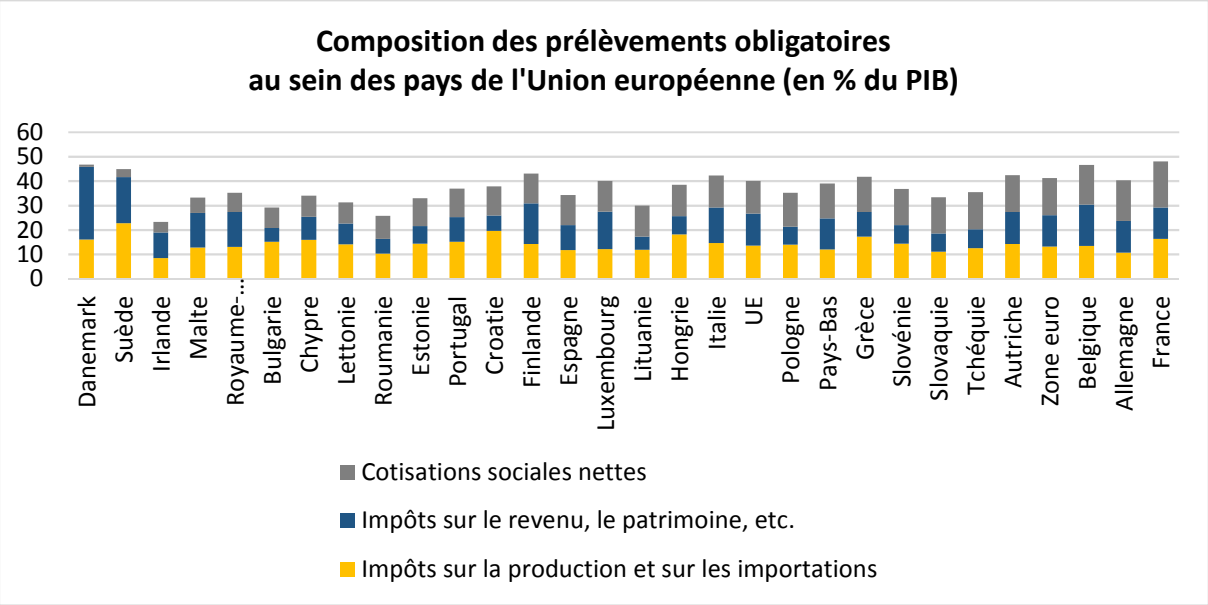
Les pays européens, en fonction de leur histoire et du poids de la protection sociale, ont des modes de financement des dépenses publiques différents.

En 2017, les impôts sur la production et sur les importations représentaient la plus grande partie des recettes fiscales au sein de l'Union, en moyenne 13,6 % du PIB, suivis de près par les cotisations sociales nettes (13,3 %) et les impôts sur le revenu et le patrimoine (13,1 %). L'ordre d'importance des catégories fiscales était légèrement différent dans la

zone euro. La plus grande partie des recettes fiscales provenait des cotisations sociales nettes (15,2 %), devant les impôts sur la production et sur les importations (13,2 %) et les impôts sur le revenu et le patrimoine (12,8 %).

En 2017, la part des impôts sur la production et sur les importations était la plus élevée en Suède (où ils représentaient 22,7 % du PIB), en Croatie (19,6 %) et en Hongrie (18,2 %), tandis qu'elle était la plus faible en Irlande (8,5 %), en Allemagne (10,7 %) et en Slovaquie (11,1 %).

S'agissant des impôts sur le revenu et le patrimoine, la part de loin la plus élevée a été enregistrée au Danemark (29,7 % du PIB), devant la Suède (18,9 %) et la Belgique (16,9 %). À l'inverse, la Lituanie (5,4 %), la Bulgarie (5,7 %), la Roumanie (6,1 %) et la Croatie (6,3 %) ont enregistré les impôts sur le revenu et le patrimoine les plus faibles en pourcentage du PIB. La France se caractérise par le poids très élevé des cotisations sociales et cela malgré la montée en puissance de la CSG. Elles représentent 18,8 % du PIB. Elles sont la conséquence du poids des dépenses sociales qui s'élèvent à plus de 33 % du PIB. Le poids des cotisations sociales est également élevé en Allemagne (16,7 %) et en Belgique (16,1 %). Il est le plus bas au Danemark (0,9 % du PIB) et en Suède (3,3 %) dont le système social est financé essentiellement par les impôts.



Source : Eurostat

HORIZON CONJONCTURE

TROP OU PAS ASSEZ, IL FAUT CHOISIR ?

La Commission de Bruxelles est accusée d'être à l'origine des politiques d'austérité mises en œuvre au sein de la zone euro. Les États membres auraient réalisé des efforts inutiles et coûteux. Les États-Unis, le Japon, la Chine seraient bien moins vertueux et se porteraient mieux. Pour réduire les déséquilibres budgétaires et commerciaux, certains appellent de leurs vœux l'engagement rapide d'une politique de relance. Quelle forme devrait-elle prendre ? Plusieurs solutions sont envisageables : une augmentation des dépenses courantes ou des investissements publics, un relèvement des prestations sociales ou une baisse des impôts ?

La zone euro souffre d'un déficit de croissance depuis la crise de 2008. En 10 ans, le PIB s'est accru de 25 points aux États-Unis, contre 10 points pour la zone euro. Depuis l'instauration de la monnaie unique, le PIB américain a cru de 50 % contre 31 % pour la zone euro. L'écart a commencé à se matérialiser en 2003 et n'a pas cessé de s'accroître à l'exception des années 2008/2009.

Ce déficit de croissance a de multiples causes. La segmentation de la zone euro avec en particulier l'absence d'un véritable marché financier joue en sa défaveur tout comme le vieillissement de sa population. Le manque de profondeur du marché intérieur ne favorise pas l'émergence d'entreprises digitales.

La politique monétaire depuis 2015 est devenue accommodante. Les très faibles taux d'intérêt ont facilité une reprise de l'investissement qui au regard du retard accumulé entre 2008 et 2016 demeure limitée. La dépréciation de l'euro depuis quatre ans favorise les échanges extérieurs. La balance commerciale de la zone euro est excédentaire de plus de 2 % du PIB.

Une hausse des dépenses publiques courantes ou une baisse des impôts des ménages, même s'il y a excédent extérieur, ne paraît pas efficace puisque le problème essentiel de la zone euro est la faiblesse des gains de productivité, de la croissance potentielle, avec l'insuffisante modernisation des entreprises et des compétences de la population active.

Pour certains, la politique budgétaire est jugée trop restrictive. En 2018, le déficit public des États de la zone euro est passé en-dessous de 1 % du PIB quand il dépassait 6 % en 2009. Les États membres ont réalisé des efforts conséquents pour assainir leurs finances publiques. Plusieurs pays dont l'Allemagne sont désormais en excédent budgétaire. L'Espagne, l'Italie et la France figurent parmi ceux qui n'ont pas réussi à réellement maîtriser leur déficit public. Des experts économiques et des dirigeants politiques réclament la mise en œuvre d'une politique budgétaire expansionniste, en particulier en Allemagne afin de fortifier la croissance. Une telle relance réduirait l'excédent de la balance des paiements et du budget de l'Allemagne. Mais, il n'est pas garanti que cela améliorerait la situation des autres États et donc de l'ensemble de la zone euro. L'augmentation des dépenses publiques a de fortes chances d'alimenter avant tout les importations.

La longue stagnation des revenus commence à atteindre ses limites dans

plusieurs États. Elle conduit à la montée du vote extrémiste, au rejet de l'Europe transformé en bouc émissaire et, à l'exemple des « gilets jaunes » en France, à l'émergence de nouvelles formes d'oppositions non structurées. Pour le moment, les entreprises ne sont pas jugées responsables de la faible revalorisation des revenus. Ce sont les États à travers la hausse des impôts ou la non revalorisation des prestations sociales qui sont accusés. Du fait du niveau élevé de l'endettement et de la faiblesse des gains de productivité qui sous-tendent la croissance, les marges de manœuvre apparaissent, en l'état, inexistantes en Europe.

La zone euro est caractérisée par la faiblesse de l'investissement en Nouvelles Technologies, par la faiblesse de la robotisation des entreprises et par la faiblesse des compétences de la population active.

L'écart entre la zone euro et les États-Unis n'a pas cessé de se creuser depuis 1999 concernant les investissements dans les NTIC. Ils s'élevaient à 0,8 % du PIB aux États-Unis en 1999 contre 0,7 % en zone euro ; en 2018, ces taux sont respectivement passés à 1,7 et 1,1 % du PIB. Pour les robots industriels, l'Europe est largement distancée par la Corée du Sud et le Japon. Les États-Unis sont légèrement devant les Européens avec, une fois de plus, un écart qui se creuse sur la durée. Les dépenses publiques d'éducation et en faveur de la recherche sont en baisse au sein de la zone euro depuis la crise de 2008. Elles sont passées de 5,8 à 5,35 % du PIB quand elles sont en progression en Asie et stables aux États-Unis.

Les États membres de la zone euro devraient concentrer leurs efforts sur la formation, la recherche et le développement tout en améliorant le fonctionnement de leur marché intérieur.

Une baisse du niveau des prélèvements obligatoires pour les ménages pourrait être souhaitée même si son effet économique structurant pourrait être dans un premier temps faible. Les prélèvements obligatoires acquittés par les ménages ont atteint un sommet historique en zone euro, en 2017, à 29,5 % du PIB contre 27 % avant crise. Compte tenu de l'accroissement de la concurrence internationale, les gouvernements ont tendance à réduire les prélèvements sur les entreprises et sur le facteur travail ; en contrepartie, les ménages ont été plus fortement imposés.

Au-delà de la nécessité politique de lâcher du lest, l'objectif reste l'augmentation de la croissance potentielle qui est de 1 % au sein de la zone euro. Compte tenu des contraintes démographiques, un relèvement de la productivité est indispensable. En 2018, la croissance de la productivité par tête n'est que de 0,5 %. Entre les demandes de l'opinion et les impératifs de politique économique, une divergence apparaît. En effet, si le problème est lié à l'offre, il faudrait poursuivre les allègements de la fiscalité pesant sur les entreprises afin qu'elles accroissent leurs investissements. Au niveau des dépenses publiques, l'accent devrait être mis non pas sur les dépenses sociales ou les dépenses courantes mais sur l'investissement, la recherche et la formation.

HORIZONS EXTÉRIEURS

2019, LA ZONE EURO SOUS TENSION !

Recul du PIB en Allemagne et au Japon au troisième trimestre, moindre croissance des échanges internationaux du fait de la guerre commerciale sino-américaine, fin de cycle de plus en plus probable aux États-Unis, crise budgétaire en Italie et mouvements sociaux en France : de nombreux signaux sont passés en quelques mois du vert au rouge. L'arrivée d'une nouvelle récession pour la zone euro est annoncée par certains analystes économiques.

De nombreux indicateurs économiques sont alarmants

Les indicateurs PMI des directeurs d'achat de la société Markit sont assez fiables. Que ce soit ceux qui retracent l'activité des services ou de l'industrie, ils sont tous en baisse depuis le milieu de l'année après avoir connu une hausse rapide de 2015 à 2017. L'indicateur du sentiment économique de la zone euro a perdu près de 8 points ces six derniers mois. Malgré tout, ces indicateurs sont encore au-dessus de leur moyenne de longue période.

Après une forte progression en 2016 et 2017, l'investissement productif des entreprises, celui en logements des ménages et les achats de voitures sont en recul. Néanmoins, il faut relativiser le recul de cette année qui fait suite à une année exceptionnelle. Par ailleurs, le recul des ventes de véhicules n'est pas sans lien avec le durcissement des normes anti-pollution entré en vigueur le 1er septembre dernier.

Dans plusieurs pays, l'économie bute sur les difficultés d'embauche des entreprises. Ce problème freine la croissance. La croissance de l'emploi est de 1 % au sein de la zone euro, soit un niveau bien plus faible à celui qui prévalait avant crise.

La zone euro est dépendante du commerce international. La croissance de l'Allemagne, des Pays-Bas, de la Belgique et, dans une moindre mesure, de la France est liée à celle des exportations. Or, cette dernière est inférieure à 3 % quand elle dépassait 5 % avant 2008.

- ***La fin des politiques monétaires accommodantes***

En décembre, la Banque centrale européenne devrait arrêter ses rachats d'obligation, ce qui devrait constituer la première étape de la sortie de la politique monétaire non conventionnelle. La hausse des taux directeurs est, quant à elle, programmée pour le second semestre 2019. Les relèvements des taux directeurs américains devraient également se poursuivre et devraient avoir un effet de contagion sur les taux européens. Par ailleurs, les difficultés de plusieurs pays de la zone euro dont l'Italie et la France pourraient conduire à une augmentation des écarts de taux avec ceux de l'Allemagne. Cette pression à la hausse des taux d'intérêt pourrait dégrader la perspective de croissance de l'ensemble de la zone.

- ***Crise sociale ou crise politique***

La zone euro est confrontée à une contestation croissante de la population au sein de plusieurs pays importants comme en France, en Allemagne ou en Italie. Le rejet d'une certaine forme de

construction européenne, la crainte des migrations et le rejet du système économique reçoivent l'assentiment d'un nombre non négligeable d'électeurs. Les valeurs démocratiques sont également mises en cause tout comme les représentants politiques et les corps intermédiaires. Une fragilisation de la zone euro du fait de la multiplication d'évènements sociaux à résonnance politique pourrait évidemment peser sur l'activité. Le mouvement des « gilets jaunes » devrait, en France, selon le Ministère de l'Economie, entraîner une moindre croissance de 0,1 point au dernier trimestre.

- ***Les conséquences du BREXIT***

Les conséquences d'un « hard Brexit » seraient importantes pour le Royaume-Uni. Les échanges entre le continent et ce pays seraient pénalisés. Certains secteurs seraient particulièrement touchés, tels que l'agriculture, les transports et les services financiers. Des pays comme la France qui dégage un excédent commercial avec le Royaume-Uni et l'Allemagne, un de ses premiers fournisseurs, subiraient les effets d'un départ non négocié. L'impact potentiel sur le PIB de la zone euro est mal apprécié. Il pourrait atteindre entre 2 à 4 % sur longue période. Pour 2019, la perte de croissance est estimée à 0,5 point. Pour le Royaume-Uni, en cas d'absence d'accord sur longue période, le manque à gagner en termes de PIB pourrait atteindre jusqu'à 8 %.

Les facteurs favorables à la croissance de la zone euro en 2019

Plusieurs facteurs jouent plutôt en faveur de la croissance. En effet, la politique budgétaire est au sein de la zone euro de plus en plus expansionniste, la politique monétaire reste malgré tout accommodante et le prix du pétrole semble être en situation de se stabiliser autour de 70 dollars le baril.

- ***Une politique budgétaire plus expansionniste***

L'assainissement des finances publics, en zone euro, semble toucher son terme. À la différence des États-Unis et du Japon, les États membres ont fait d'importants efforts en matière de réduction du déficit public. Ce dernier est passé de plus de 6 % du PIB à moins de 1 % du PIB de 2009 à 2018 mais il pourrait dépasser 1 % du PIB l'année prochaine. La France et l'Italie avec l'Espagne sont les pays les moins vertueux de la zone et devraient le rester dans les prochaines années. L'Allemagne pourrait légèrement desserrer l'étreinte budgétaire d'autant plus que des élections anticipées peuvent survenir à tout moment au regard des difficultés que connaît la Grande Coalition CDU / CSU / SPD.

- ***Des taux bas encore en 2019***

La hausse des taux d'intérêt devrait être très modérée d'autant plus que l'inflation a commencé à refluer avec le recul du prix du baril de pétrole. La BCE prendra en compte la situation des prix mais aussi, implicitement, la croissance et la capacité des États à faire face à leurs échéances de remboursement d'emprunts.

La situation financière des entreprises de la zone euro est très favorable. La poursuite de la hausse de la profitabilité et du désendettement est attendue même si quelques pays, dont la France, dérogent à cette règle. Le nombre de défauts de paiement et de faillites d'entreprise devrait rester faible au sein de la zone euro même si en Italie et en France, il est en légère augmentation.

- ***Pas de réels risques financiers et immobiliers***

Les actifs financiers sont sous-valorisés au sein de la zone euro. Le PER sur les résultats futurs est inférieur à 14 pour l'Eurostoxx quand il était de 16 en 2008 et de 20 en 2000. Même si l'immobilier est en forte hausse dans plusieurs pays, les ratios prix des maisons par rapport au salaire nominal par tête ou le prix de l'immobilier commercial par rapport au PIB sont inférieurs en 2018 à leur niveau de 2009 de près de 10 points pour le premier et de 5 points pour le second.

Le taux d'endettement des ménages est en baisse au sein de la zone euro. Il est passé de 62,5 à 57,5 % du PIB de 2009 à 2018, la France faisant en la matière exception. Néanmoins, le taux d'endettement des ménages français reste inférieur à la moyenne de la zone euro en s'élevant à 50 % du PIB.

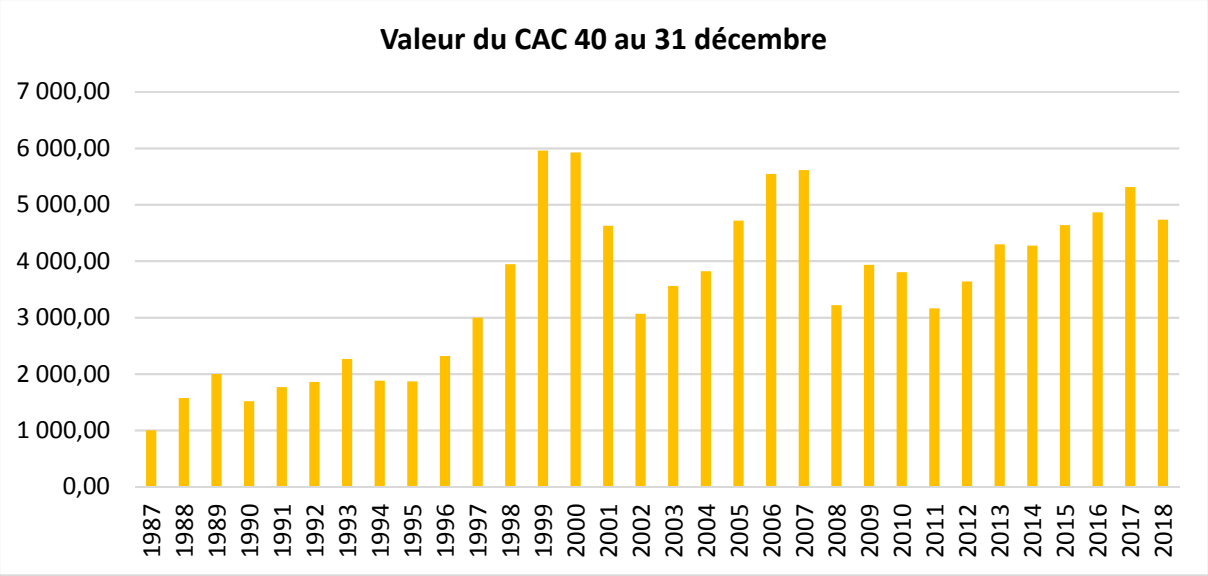
- ***La stabilisation du prix du baril à 70 dollars, un point positif pour la zone euro***

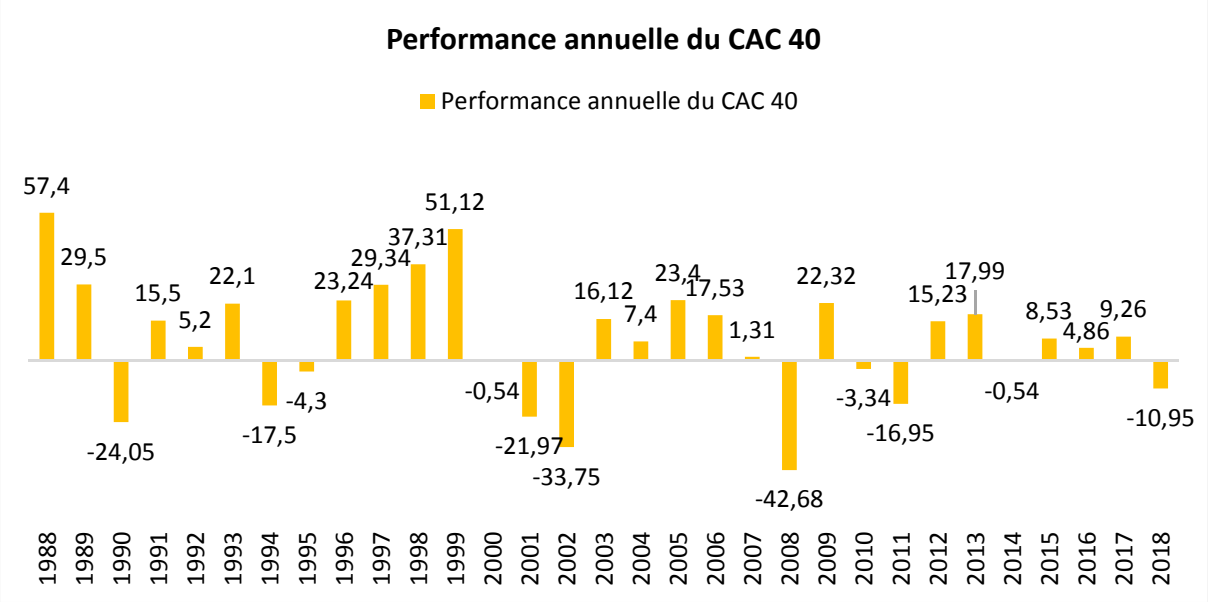
La zone euro est très sensible aux variations du cours du pétrole. Sa baisse entre 2014 et 2016 a favorisé la reprise économique en améliorant le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. Sa hausse constatée a eu l'effet inverse et a contribué au ralentissement économique. Les importations d'énergie représentent 3 % du PIB en 2018 contre moins de 2 % en 2016. Elles avaient atteint 5 % en 2007 et en 2012. Compte tenu de l'état du marché et du tassement de la croissance de l'économie mondiale à 3,5 %, le prix du pétrole (BRENT) pourrait rester proche de 70 dollars dans les prochains, prix acceptable tant pour les pays consommateurs que pour les pays producteurs.

Récession ou pas récession en zone euro ? Si des facteurs internes peuvent conduire à une accentuation du ralentissement constaté depuis le début de 2018, d'autres peuvent jouer, au contraire, en faveur d'une accélération de la croissance. La zone euro restera néanmoins dépendante tout à la fois de l'évolution des sanctions commerciales des États-Unis, du prix du pétrole et des modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. La gestion de la crise sociale, en France, pourrait conduire à un accroissement de la demande intérieure mais entraînerait une augmentation sensible des déficits, déficit commercial et déficit public. Les tensions politiques entre États membres pourraient s'accroître d'autant plus que les élections européennes du mois de mai 2019 pourraient donner lieu à une forte progression des partis anti-européens.

2018, UNE ANNEE DE RUPTURE ?

Ce n'est pas un krach mais c'est un sérieux signal d'alerte. Toutes les grandes places boursières ont enregistré, en 2018, des reculs significatifs. À Paris, le CAC 40 a perdu 10,95 %, la plus forte baisse depuis 2011. Le Daxx allemand recule même de 18,26 %. L'indice londonien a chuté de 12,48 % à peu près comme l'indice japonais Nikkei, -12,08 %. Les indices américains qui ont longtemps été positifs (jusqu'au mois de décembre) cèdent également du terrain, plus de 5 % pour le Dow Jones et près de 4 % pour le Nasdaq.





Près de la moitié des composantes du CAC40 (19 sur 40) a baissé de plus de 15 % en 2018. Les valeurs financières ont cédé du terrain du fait des menaces qui pèsent sur l'Europe. L'automobile (Renault, Michelin et surtout Valeo) a été mise à dure épreuve avec l'entrée en vigueur de nouvelles normes. La forte concurrence sur ce secteur et l'incarcération du PDG de Renault ont également joué en défaveur des cours. La grande distribution a payé le ralentissement de la croissance de la consommation, de la concurrence de plus en plus vive d'Internet et du mouvement des « gilets jaunes ».

L'année 2018 aura été une année de tous les contrastes. Le pétrole a joué au yoyo passant de 66 dollars début janvier à plus de 84 dollars le baril le 6 octobre pour terminer l'année à 52 dollars le baril. Il aura perdu 20 % de sa valeur en un an. Son augmentation au cours du premier semestre a pesé sur la croissance des pays consommateurs. Elle a eu comme conséquence l'accélération de l'inflation qui a dépassé les 2 % aux États-Unis comme en Europe.

Le commerce international, dans la foulée de l'année 2017, a connu une forte progression aidée en cela par la bonne tenue de la conjoncture américaine. L'aggravation du déficit commercial américain a conduit Donald Trump, avant les élections de Midterm, à engager une guerre commerciale avec la Chine et à titre accessoire avec l'Europe. Si au niveau des échanges, l'impact a été jusqu'à maintenant faible, les sanctions annoncées ont pesé sur le climat boursier de la fin d'année. Les investisseurs craignent pour 2019 un ralentissement des échanges et donc une diminution de la croissance. L'obtention ou non d'un accord au début de l'année 2019 conditionnera l'évolution des cours des prochains mois.

La croissance de l'économie mondiale aurait dû jouer en faveur de la bourse or il en fut autrement. Les investisseurs valorisent les cours non pas au regard des performances passées et actuelles mais en fonction de celles à venir. Il est souvent mentionné que les retournements de la bourse ont six mois d'avance par rapport aux mouvements réels de l'économie. Cette théorie est toute relative car des krachs peuvent ne pas déboucher sur des récessions. Il en fut ainsi en 1987. En 2018, la croissance de l'économie mondiale devrait avoir atteint 3,6 %. Les États-Unis, grâce à la réforme fiscale de Donald Trump, peuvent espérer une croissance de 3 %. L'économie américaine serait menacée de surchauffe, justifiant les relèvements des taux directeurs par la banque centrale. En revanche, le Président Donald Trump pense tout autrement, son objectif étant d'obtenir une croissance supérieure à 3 %. Il réclame l'arrêt de la hausse des taux. Les menaces qu'il a formulées à l'encontre du Président de la FED, Jerome Powell, ont effrayé les investisseurs. Ces derniers n'ont guère apprécié la remise en cause de l'indépendance de la banque centrale. Par ailleurs, ils ont jugé les pressions présidentielles et l'éventuel ralentissement du programme de hausse des taux comme la preuve d'un retournement de la croissance. En 2018, quatre hausses de taux sont intervenues, portant la fourchette des Fed funds entre 2,25 % et 2,5 % en fin d'année

Le ralentissement économique de la zone euro s'est manifesté dès le premier trimestre et ne s'est pas démenti au cours de l'année. L'Allemagne a même enregistré une contraction de son PIB au troisième trimestre, contraction s'expliquant en partie par le changement des normes antipollution des véhicules et par les tensions commerciales. L'Italie a renoué avec la stagnation et la France avec la croissance à petite vitesse. De même, le Japon a dû faire face à un net

refroidissement de son économie au troisième trimestre. À cela s'est ajoutée l'érosion de la croissance chinoise à partir du second semestre.

L'année 2018 a été également marquée par une série de crises diplomatiques dont les effets se sont ressentis sur les indices boursiers. L'Iran, la Turquie et l'Arabie saoudite ont été des sources de tensions. Durant l'été, le durcissement des relations entre Ankara et Washington a provoqué une dépréciation de la livre turque et la baisse du principal indice de la bourse d'Istamboul. Cette crise a provoqué une onde de choc sur les places financières mondiales et a contribué à la baisse des valeurs des banques européennes fortement investies en Turquie. La rupture par les États-Unis de l'accord avec l'Iran et la restauration de l'embargo ont eu une influence sur les cours pétroliers et sur le climat économique général. L'assassinat du journaliste saoudien Jamal Khashoggi, dans l'ambassade de son pays en Turquie a pesé sur la place financière de Riad.

L'Union européenne est également restée un foyer d'incertitudes avec notamment le feuilleton inachevé du Brexit et les relations difficiles entre Rome et Bruxelles du fait de l'arrivée au pouvoir d'une coalition des deux partis extrémistes M5S et la Ligue dont l'antieuropéanisme est un des rares ciments. La crise sociale en France et les difficultés d'Angela Merkel avec la montée en puissance de l'extrême droite fragilisent la zone euro qui fête en 2019 ses vingt ans. Si les écarts de taux entre l'Italie et l'Allemagne se sont accrus, il est à souligner que tant dans ce dernier pays qu'en France, les taux sont plus faibles en fin qu'en début d'année.

L'année 2018 marquera peut être la fin de l'envolée des cours des technologiques.

Apple a valu plus de 1 000 milliards de dollars, avant de perdre en moins de trois mois 30 % de sa valeur. Facebook, Alphabet, Netflix et Amazon ont vu leur cours baisser. Les résultats des GAFAM ne suivaient plus l'appréciation des actions. Des doutes sur la pérennité des modèles économiques commencent à poindre. La correction en cours était attendue et est salutaire. En effet, des augmentations de 300 à 900 % en quelques années étaient déconnectées des réalités économiques.

En 2018, l'année aura été celle de la chute du Bitcoin qui est ainsi passé de plus de 16 400 dollars le 1er janvier 2018 à 3 810 dollars le 31 décembre 2018. En un an, il a perdu plus de 75 % de sa valeur. Le caractère hautement spéculatif, l'absence de transparence, l'explosion des coûts de production des crypto-actifs et la volonté des pouvoirs publics de réguler ce nouveau marché ont entrainé leur chute. Ether, Ripple, Litecoin ont suivi le Bitcoin dans son mouvement.

En 2018, la justice s'est immiscée dans la vie financière des entreprises internationales. L'arrestation de Carlos Gohn au Japon tout comme celle au Canada de la directrice financière de Huawei (qui est par ailleurs la fille du fondateur du groupe), la menace de sanctions à l'encontre de la Société générale aux États-Unis sont autant d'exemples d'une judiciarisation accrue de la vie économique, judiciarisation qui n'est autre qu'une forme de protectionnisme déguisée.

TOUR D'HORIZON

LA BATAILLE DES METAUX RARES A-T-ELLE COMMENCE ?

Au départ, l'homme a eu recours au bois pour se chauffer puis au charbon, dont le pouvoir énergétique est plus important, avant de se tourner vers le pétrole pour répondre à ses différents besoins. En parallèle, la machine à vapeur a cédé la place au moteur à explosion. À la fin du XIXe siècle, la révolution électrique prend forme. Elle permet d'éclairer les villes, de développer un moyen de transport souterrain, le métro, de miniaturiser des machines qui peuvent envahir notre vie courante (machine à laver, réfrigérateur, etc.). Elle offre, en outre, l'avantage de l'instantanéité quand pour la machine à vapeur il fallait attendre que l'eau soit en ébullition. L'énergie électrique s'est imposée mais elle repose sur des énergies primaires (charbon, pétrole, gaz, nucléaire, hydraulique, etc.). Afin de limiter les émissions de gaz à effet de serre, les États se sont engagés tant bien que mal à opérer une transition énergétique reposant sur un moindre recours aux énergies carbonées. L'essor du solaire, de l'éolien et le remplacement du moteur à explosion par le moteur électrique exigent l'utilisation de métaux rares. Ces derniers sont indispensables pour la conception des batteries, des éoliennes ou des panneaux solaires. Ces métaux sont le vanadium, le germanium, le tungstène, l'antimoine, le béryllium, etc. Plus de trente métaux rares sont couramment utilisés par l'industrie. Ils sont, en règle générale, associés, dans la nature, à des métaux plus abondants. Ils doivent être séparés du fer, du cuivre, de l'argent, de la roche par des procédés mécaniques et chimiques qui sont, par ailleurs, assez polluants. La purification d'une tonne de terres rares nécessite, en moyenne, deux cents mètres cubes qui seront souillées. Plus de huit tonnes de roches sont ainsi nécessaires pour produire un kilo de vanadium. Pour récupérer un kilo de cérium, seize tonnes de roches sont indispensables. Pour le lutécium, le ratio est de « un pour mille », d'où l'appellation de terres ou de métaux rares. Du fait de leur caractéristique, ces métaux peuvent avoir une efficacité énergétique ou technique sans commune mesure avec les autres métaux. Ils sont aujourd'hui incontournables tant pour la production d'énergie que pour le digital.

20 % des terres rares produites chaque année sont consommées pour la seule fabrication des ordinateurs (notamment palladium et cobalt). Un smartphone peut contenir quarante terres rares. Les process de production génèrent d'importants gaspillages. Les rejets de matières non utilisées sont colossaux : pour un gramme de terre rare dans un téléphone, près d'un kilo peut être rejeté. Le recyclage de ces terres rares est, pour le moment, très faible. Dix-huit des soixante métaux les plus utilisés sont recyclés à 60 % mais pour trente-six d'entre eux, le taux est inférieur à 10 %. Le recyclage devrait rester marginal par rapport à la production d'autant plus que la demande augmente très rapidement. Le retraitement des batteries des anciens smartphones n'est pas réglé. Même si des conventions internationales l'interdisent, les déchets sont souvent exportés par les pays consommateurs. Le recyclage des déchets est tout à la fois coûteux et dangereux pour la santé des salariés et de la population vivant à proximité des usines qui en ont la charge. C'est ainsi que 80 % des déchets électroniques américains sont expédiés en Asie. L'Europe enverrait chaque

année plus de 1,3 million de tonnes de déchets électroniques en Afrique et en Asie.

La concentration de la production dans un nombre limité de pays constitue un risque pris au sérieux notamment par les pays occidentaux. La Chine a la capacité d'imposer ses conditions du fait de sa position dominante pour de nombreux métaux rares. Ainsi, elle produit 44 % de l'iridium, 55 % du vanadium, 65 % du spath fluor, 71 % du germanium et 77 % de l'antimoine. La Chine produit également 61 % du silicium, 67 % du germanium et 84 % pour le tungstène. La Commission de Bruxelles soulignait en 2017 dans sa communication au Parlement que la Chine est « *le pays le plus influent de la planète en ce qui concerne l'approvisionnement mondial en matières premières critiques* ». Les autres États ayant des positions de force pour les métaux et terres rares sont la République Démocratique du Congo, l'Afrique du Sud, la Russie, la Turquie, le Brésil et à titre plus marginal les États-Unis.

La Chine est à la fois le premier producteur et le premier consommateur de terres rares. 45 % de la production mondiale sont absorbés par des usines implantées dans ce pays. Le Gouvernement chinois entend de plus en plus sécuriser son approvisionnement et tend à réduire les exportations pour ne pas entamer ses réserves. Entre 2006 et 2008, pour le titane, la Chine a ainsi décidé de multiplier par trois les prix de vente à l'exportation pénalisant le secteur aéronautique mondial. Pour de nombreux métaux, la priorité est donnée à l'industrie nationale, les quotas d'exportation étant réduits d'année en année. Pour les terres rares, les volumes exportés sont passés, en dix ans, de soixante-cinq mille tonnes à trente mille tonnes. Depuis Deng Xiaoping, les autorités chinoises considèrent que les terres rares leur fournissent un avantage stratégique majeur dans le cadre de l'actuelle révolution industrielle. En augmentant les prix à l'exportation des terres rares, elles ont incité les entreprises étrangères à créer des filiales implantées sur le sol chinois. L'objectif était de favoriser l'émergence de filières en aval et de maîtriser la production de biens stratégiquement incontournables. C'est ainsi que la Chine est devenue le premier producteur de panneaux solaires. Depuis une dizaine d'années, cette politique inquiète, les États-Unis. Le Président Barack Obama avait saisi à plusieurs reprises l'Organisation Mondiale du Commerce au sujet des pratiques anticoncurrentielles des autorités chinoises. L'Europe reste assez discrète et divisée sur le sujet de l'accès aux terres rares.

LES MULTIPLES FACETTES DU VIEILLISSEMENT

Le vieillissement de la population active a de multiples effets. Il contribue à augmenter les dépenses de prévoyance et d'arrêt de travail. Il s'accompagne d'une augmentation de la masse salariale car l'évolution des salaires dépend notamment de l'ancienneté et de l'âge. Logiquement, le montant du salaire dépend de la productivité mais dans les faits d'autres facteurs interviennent pour sa fixation. Le salaire est fonction de l'abondance ou de la rareté de l'offre de travail, des rapports de force employeurs/salariés, des conventions et des accords mis en œuvre, etc.

Les salariés voient logiquement leur rémunération augmenter à mesure qu'ils avancent en âge, en raison de l'expérience professionnelle accumulée. Cet accroissement des salaires est jugé, par certain, contreproductif car non lié à la productivité et aux besoins des salariés. Sur la question de la productivité, les résultats des différentes études qui ont été menées ces dernières années ne sont pas convergents. Certaines mettent en avant un déclin de la productivité à partir de 45 ou 50 ans quand d'autres prouvent l'inverse. L'évolution de la productivité en fonction de l'âge dépend évidemment de la nature des postes. Les analyses de la productivité par âge sont très délicates à conduire car il faut prendre en compte l'évolution des compétences en fonction des générations et de la nature des postes. Les questions liées aux coûts du travail des plus de 50 ans et à leur productivité ne sont pas sans conséquence sur leur employabilité. Si leur taux de chômage est plus faible que la moyenne, en revanche, leur durée de chômage est nettement supérieure.

L'évolution en trois temps du salaire

Selon une étude de France Stratégie, en moyenne, le salaire mensuel commence, en France, autour de 1 350 euros à 25 ans, il progresse rapidement au cours des dix à quinze années suivantes. Il stagne en milieu de carrière au-dessus de 2 000 euros avant d'enregistrer une accélération sur les dix dernières années pour dépasser 2 300 euros. Sur une carrière complète, le salaire moyen augmenterait donc de 1 000 euros environ. En début de carrière, le salaire vaut en moyenne 70 % du salaire moyen ; à 30 ans, il égalise le salaire moyen ; à 40 ans, il le dépasse de 10 % ; et il lui faut encore vingt années pour le dépasser de 20 %. La progression des salaires relatifs s'amenuise donc avec l'âge, sauf en fin de carrière, où elle reprend un rythme un peu plus vif entre 55 ans et 60 ans. Cette moyenne n'a que peu d'intérêt du fait des parcours professionnels très différents entre les catégories de salariés. Un jeune diplômé d'une grande école n'aura pas la même évolution professionnelle et salariale qu'un jeune sans qualification employé au SMIC. L'étude de France Stratégie souligne que ces évolutions salariales sont constatées pour toutes les générations d'actifs même si depuis les années 1990 -2000, la période de stagnation s'est allongée.

L'écart entre les femmes et les hommes commencerait à se réduire

La différence de revenus entre les hommes et les femmes s'accroît au fil des carrières. L'écart entre les hommes et les femmes, à peine perceptible en début de carrière, ne cesse de grandir. Une femme en fin de carrière gagne en moyenne 110 % du salaire moyen, contre 130 % pour un homme. Cet écart serait en train de disparaître pour les générations les plus récentes. Les

femmes nées entre 1970 et 1974 enregistraient des gains supérieurs aux hommes. Cette situation semblerait prouver l'esquisse d'un réel rattrapage. Ce progrès serait imputable non seulement aux campagnes contre les discriminations salariales mais aussi à la présence de plus en plus importante des femmes dans des emplois à forte qualification. En outre, elles sont plus présentes dans les activités tertiaires qui enregistrent les plus forts taux de croissance à la différence de l'industrie, secteur où les hommes sont surreprésentés.

La montée des compétences, des effets complexes

Parmi les salariés nés entre 1940 et 1944, à peine un quart des hommes comme des femmes étaient bacheliers. Pour les générations nées entre 1970 et 1974, cette proportion est de 50 %. Près de 80 % des personnes des générations nées après 1998 atteignent le BAC. Cette élévation du niveau d'éducation s'est accompagnée en parallèle d'une progression continue du taux d'activité des femmes, de sorte que leur part dans l'emploi est plus élevée de huit points aujourd'hui qu'il y a vingt-cinq ans.

Si l'écart de salaire n'est pas très important au moment de la première embauche, les diplômés améliorent sensiblement leur situation au cours de leur carrière. Ils connaissent comme l'ensemble de la population, en milieu de carrière, une période de stagnation. En revanche, la progression de leur rémunération est plus forte en fin de parcours. Les non-diplômés connaissent en revanche une décrue de leurs revenus à partir de 55 ans du fait d'une moindre employabilité.

Une rupture est intervenue en 2008 mais la crise n'est pas la seule raison

Depuis la crise de 2008-2009, les débuts de carrière des hommes se dégradent, quel que soit le niveau d'éducation. Pour les femmes, le phénomène est moins marqué. À chaque nouvelle cohorte, les courbes de salaire descendent d'un cran, et ce jusqu'à 30 ans pour les moins diplômés, mais de façon plus nette encore jusqu'à 45 ans pour les plus diplômés. Les difficultés d'insertion expliquent sans nul doute cette situation. L'étude de France Stratégie met également l'accent sur le rôle de la massification de l'enseignement supérieur. Les emplois proposés n'ont pas évolué au même rythme que l'augmentation du nombre de diplômés. Il en résulte un certain déclassement. La valeur des diplômes semble donc se dégrader. Les gains de productivité apparaissent moins rapides que l'élévation supposée des compétences. Le SMIC et les 35 heures peuvent avoir joué en défaveur des salaires. Ils auraient contribué à leur écrasement.

Le système de l'emploi repose sur l'exclusion des moins productifs avec un chômage de masse pour les non-qualifiés. La situation de ceux pouvant conserver leur emploi est, sur le plan salarial, bien plus stable que celle qui prévaut chez nombre de nos partenaires.

L'abaissement des charges sociale sur les bas salaires a réduit le coût du travail pour les emplois non qualifiés pouvant expliquer que l'évolution relative de leur rémunération sur longue période soit moins dégradée que celle des diplômés. L'écart du coût relatif entre diplômés et non diplômés s'est fortement accru ces vingt-cinq dernières années. De ce fait, une chape existe au sein des salariés français freinant leur ascension sociale et salariale. En fin de carrière, les plus diplômés compensent en partie le retard accumulé. Cette appréciation doit être

relativisée car à partir de 55 ans, le taux d'emploi baisse fortement. Restent en emploi les actifs certainement à la plus forte productivité.

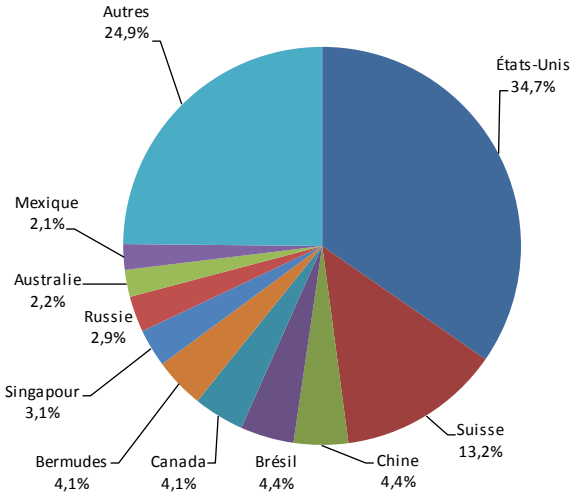
La montée en âge est synonyme d'augmentation du salaire mais cette règle tend à s'atténuer. Elle s'applique avant tout aux personnes qui ont suivi une formation supérieure ou égale au baccalauréat. La discrimination liée à l'âge, la prise en compte de la baisse de la productivité ou encore le souhait pour certains individus de moins travailler aurait pour conséquence une diminution en fin de carrière des salaires. Les effets sont masqués par l'importance des règles d'ancienneté. Ces dernières et le risque de réévaluation de la rémunération à la baisse expliquent la très faible mobilité des seniors. France Stratégie évalue que, nonobstant les règles d'indexation et en prenant en compte le taux d'emploi des plus de 50 ans, le salaire moyen baisse à partir de 57 ans. Ce diagnostic vaut pour les hommes. Pour contrecarrer cette dépréciation, un vigoureux effort de formation tout au long de la vie et, en particulier autour de la cinquantaine, apparaît indispensable. Or, les entreprises ont tendance à concentrer leurs actions de formation sur les salariés de 35 à 45 ans. Cet effort devrait être plus important encore pour les peu qualifiés, pour qui en moyenne la baisse de rémunération s'enclenche plus tôt, autour de 54 ans.

POINTS DE REPÈRE

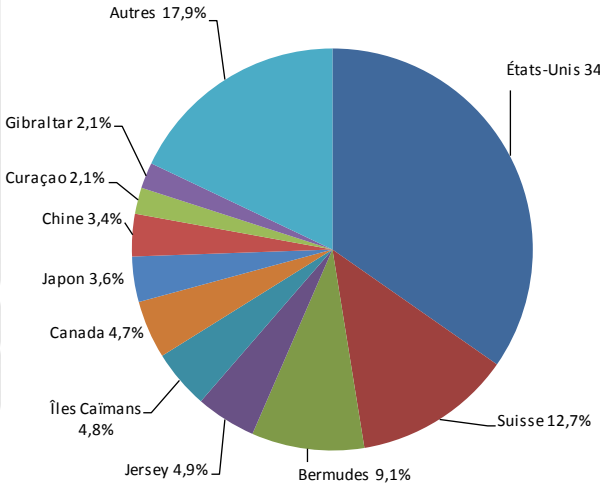
L'EUROPE ET LES ÉTATS-UNIS, UNE INTERDEPENDANCE QUI DEMEURE !

Les États-Unis ont beau regarder de plus en plus vers le Pacifique, voire renouer avec l'isolationnisme, leurs liens croisés avec le vieux continent demeurent majeurs. Les marchés de l'Union européenne et des États-Unis restent très interconnectés. Fin 2017, les États-Unis concentraient 34,7 % des stocks totaux d'investissements directs détenus par l'Union dans le reste du monde (2 569 milliards d'euros), loin devant la Suisse (979 Mrds, soit 13,2 %), la Chine (328 Mrds, soit 4,4 %) le Brésil (324 Mrds, soit 4,4 %) et le Canada (305 Mrds, soit 4,1%). Dans le sens inverse, les investisseurs directs des États-Unis représentaient 34,7 % (2 184 milliards d'euros) des stocks totaux d'investissements directs détenus par le reste du monde dans l'Union à la fin de l'année 2017. Suivaient ceux de Suisse (802 Mrds, soit 12,7 %), des centres financiers offshore des Bermudes (572 Mrds, soit 9,1 %), de Jersey (306 Mrds, soit 4,9 %) et des Îles Caïmans (300 Mrds, soit 4,8 %) ainsi que du Canada (293 Mrds, soit 4,7 %).

Part des stocks d'IDE détenus par l'UE dans le reste du monde, fin 2017



Part des stocks d'IDE détenus par le reste dans le reste du monde, fin 2017



Source : Eurostat

LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
PIB *Mds d'euros 2017*	**2292**	3 277	1 725	1 166	11 206	2 332
PIB par tête *En euros*	**34151**	39649	28494	25064	32862	35313
Croissance du PIB *En % - sept. 2018*	**1,5**	1,9	0,8	2,4	1,7	1,5
Inflation *En % - nov. 2018*	**2,2**	2,2	1,6	1,7	1,9	2,4
Taux de chômage *En % - oct. 2018*	**8,9**	3,3	9,6	14,8	8,1	4,0*
Dépenses publiques *En % du PIB 2017*	**56,5**	43,9	48,9	41,0	47,1	41,1
Solde public *En % du PIB 2017*	**-2,7**	+1,3	-2,4	-3,1	-1,0	-1,8
Dette publique *En % du PIB 2017*	**98,5**	63,9	131,2	98,1	88,9	86,3
Balance des paiements courants *En % du PIB sept. 2018*	**-0,6**	7,8	2,8	1,2	3,3	-3,5
Échanges de biens *En % du PIB sept. 2018*	**-2,7**	7,1	2,7	-2,4	1,9	-6,5
Parts de marché à l'exportation *En % 2017*	**3,1**	8,3	2,9	1,8	26,0	2,5
Variation depuis 1999 *en %*	**-48,6**	-18,0	-36,6	-12,1	-24,6	-50,4

* Résultat de juillet 2018

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS DU MOIS DE NOVEMBRE 2018	RESULTATS
CAC au 29 décembre 2017	5 312,56
CAC au 31 décembre 2018	**4 730,69**
Évolution en décembre	-5,50 %
Évolution depuis le 1er janvier	-10,95 %
DAXX au 29 décembre 2017	12 917,64
DAXX au 28 décembre 2018	**10 558,96**
Évolution en décembre	-6,63 %
Évolution depuis le 1er janvier	-18,26 %
Footsie au 29 décembre 2017	7 687,77
Footsie au 31 décembre 2018	**6 728,13**
Évolution en décembre	-4,42 %
Évolution depuis le 1er janvier	-12,48 %
Euro Stoxx au 29 décembre 2017	3 609,29
Euro Stoxx au 31 décembre 2018	**3 173,13**
Évolution en décembre	-0,58 %
Évolution depuis le 1er janvier	-9,44 %
Dow Jones au 29 décembre 2017	24 719,22
Dow Jones au 31 décembre 2018	**23,327.46**
Évolution en décembre	-8,56 %
Évolution depuis le 1er janvier	-5,63 %
Nasdaq au 29 décembre 2017	6 903,39
Nasdaq au 31 décembre 2018	**6 635,28**
Évolution en décembre	-9,48 %
Évolution depuis le 1er janvier	-3,88 %
Nikkei au 29 décembre 2017	22 764,94
Nikkei au 28 décembre 2018	**20 014,77**
Évolution en décembre	-8,83 %
Évolution depuis le 1er janvier	-12,08 %
Parité euro/dollar au 29 décembre 2017	1,1894
Parité euro/dollar au 31 décembre 2018	**1,1447**
Évolution en décembre	+0,49 %
Évolution depuis le 1er janvier	-4,47 %
Once d'or au 29 décembre 2017	1 304,747
Once d'or au 31 décembre 2018	**1 280,690**
Évolution en décembre	+4,61 %
Évolution depuis le 1er janvier	-1,68 %
Pétrole Brent au 29 décembre 2017	66,840
Pétrole Brent au 31 décembre 2018	**53,429**
Évolution en décembre	-10,46 %
Évolution depuis le 1er janvier	-19,79 %

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