N °125
JUIN. 2019

LA LETTRE ÉCO
THOMAS VENDÔME INVESTMENT

HORIZON FRANCE **02**

Emploi, un long retour à la normale *02*

HORIZON CONJONCTURE **05**

Conjoncture mondiale, le temps des doutes *5*

HORIZON EXTERIEUR **9**

Le progrès, c'est fini ?! *9*

HORIZON FINANCE **13**

À quoi ressemblera le futur Plan d'Épargne Retraite ? ! *13*

TOUR D'HORIZON **18**

Après les élections, l'Europe reste un chantier *18*

POINTS DE REPÈRE **24**

Malgré des déboires, l'industrie française est toujours là *24*

Les endettements plurielles de la France *26*

LES STATISTIQUES DE TVI **29**

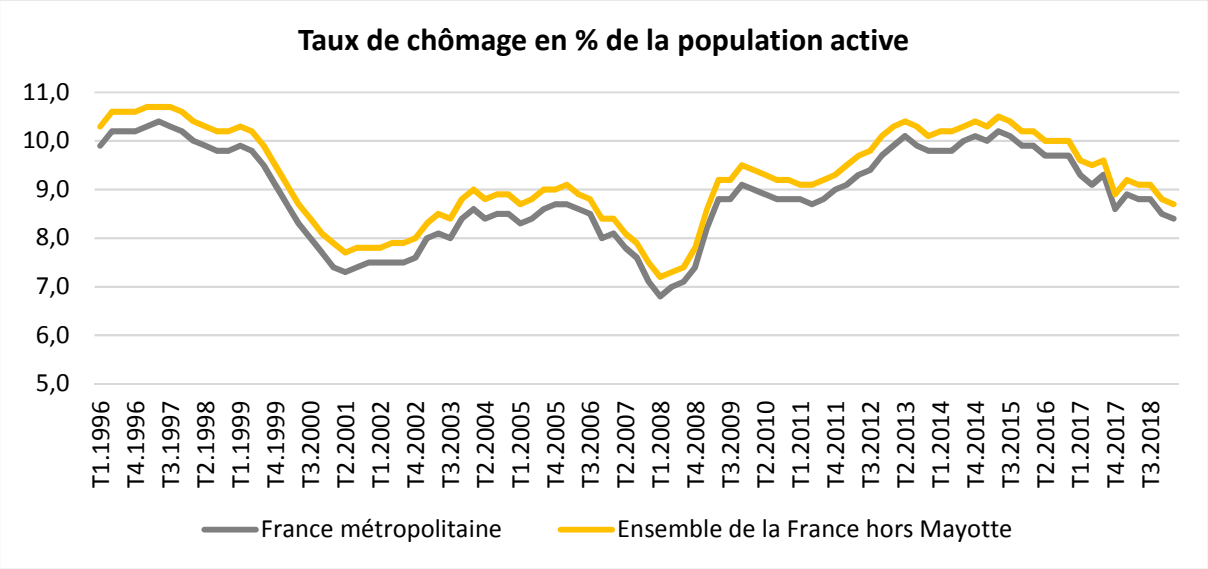
Tableau de bord des marchés financiers *30*

HORIZON FRANCE

EMPLOI, UN LONG RETOUR À LA NORMALE

Petit à petit, la France se rapproche de la situation qui prévalait pour le marché du travail avant la crise de 2008/2009. Mais l'écart avec l'Allemagne, où ce taux est de 3,2 %, reste conséquent. La France se situe, par ailleurs, un point au-dessus de la moyenne de la zone euro.

Selon les chiffres publiés par l'Institut de la statistique, le taux de chômage a diminué de 0,1 point au premier trimestre pour atteindre à 8,7 % de la population active en France entière (hors Mayotte). Pour la seule France métropolitaine, le taux est de 8,4 %, en diminution également de 0,1 point, ce qui représente 2,4 millions de chômeurs. Sur un an, la baisse atteint 0,5 point pour l'ensemble de la France correspondant à son plus bas niveau depuis 2009.



Source : INSEE - p : prévisions

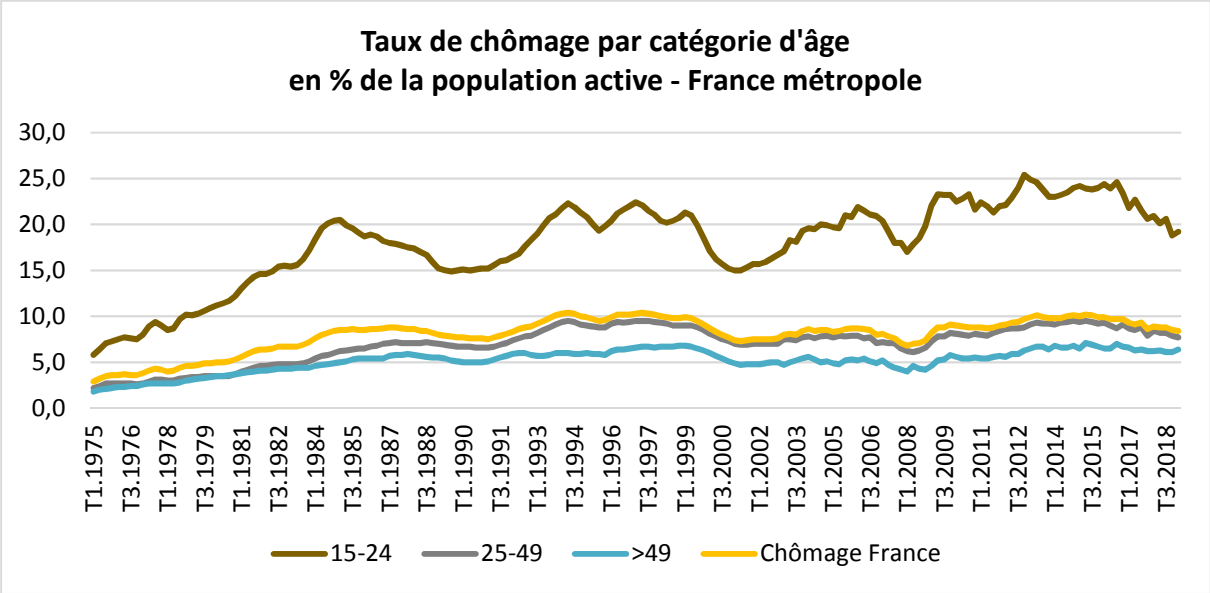
Les jeunes hommes ne bénéficient pas de la baisse du chômage

Sur un an, le taux de chômage des jeunes (de 15 à 24 ans) se replie pour l'ensemble de la France de 21,5 à 20 % (en France métropolitaine de 20,9 à 19,2 %). Il est également en net recul pour les actifs âgés de 15 à 49 ans (-0,7 point en France métropolitaine comme pour l'ensemble de la France). Pour le seul premier trimestre 2019, une augmentation du chômage des jeunes est enregistrée. Il est, en effet, passé de 18,8 à 19,2 %. Si le chômage des jeunes diminue sur un an, cela est imputable aux jeunes femmes. En effet, en un an, leur taux de chômage est passé de 21,3 à 17,4 % quand celui des jeunes garçons a augmenté de 20,5 à 20,8 %. Les jeunes hommes éprouvent de plus en plus de difficultés à s'insérer dans la vie professionnelle. Ils sont plus nombreux que les jeunes femmes à avoir rencontré des problèmes scolaires. Le niveau de compétences des hommes des jeunes générations est plus faible que celui des femmes.

Le chômage des plus de 50 ans augmente

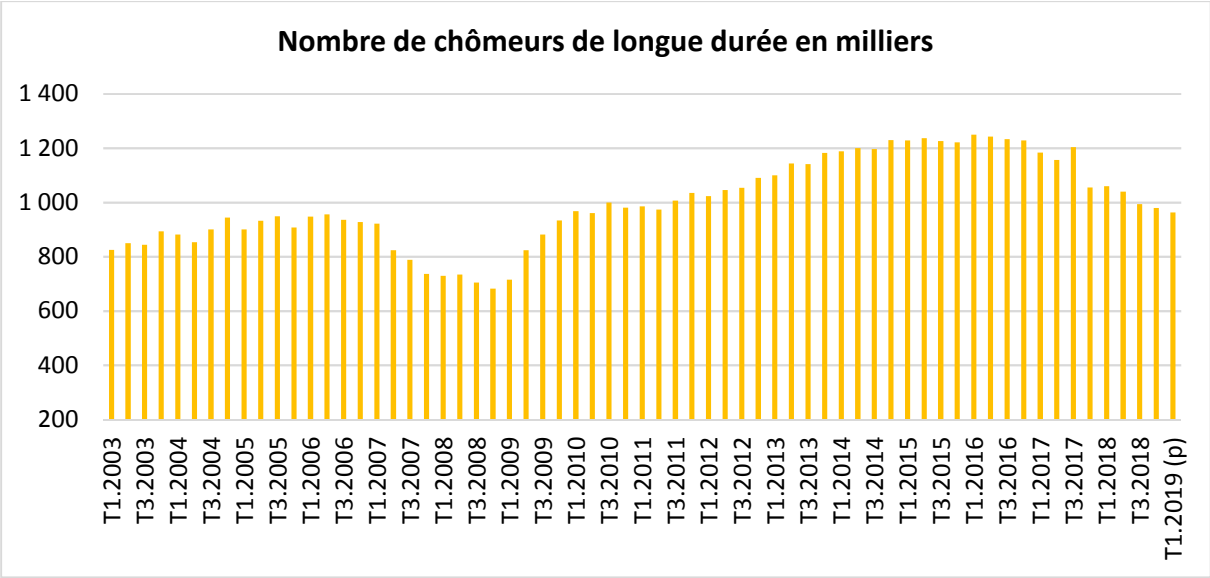
Le chômage des seniors de 50 ans ou plus est encore orienté à la hausse (+0,2 point pour l'ensemble de la France et la France métropolitaine à respectivement 6,4 et 6,6 % au premier trimestre 2019). Le chômage des seniors a progressé à partir de 2010 en lien avec la crise mais aussi avec le report de l'âge de la retraite de 60 à 62 ans. La suppression des dispositifs de préretraite contribue également à rendre visible ce qui était auparavant masqué dans les statistiques. Par ailleurs, même si cela n'est pas la règle, de manière plus ou moins consensuelle, des mises au chômage sont organisées avant la liquidation des droits à la retraite.

Les chômeurs de plus de 50 ans rencontrent des difficultés importantes pour retrouver leur emploi. De ce fait, ils sont surreprésentés parmi les demandeurs d'emploi de longue durée. La question de la mise en place de dispositifs de formation adaptés aux plus de 50 ans se pose de plus en plus au regard de la nécessité annoncée par les pouvoirs publics d'allonger la durée des carrières professionnelles.



Source : INSEE -p : prévisions

Le taux de chômage de longue durée est lui aussi en repli. Il concerne 3,3 % de la population active au premier trimestre de cette année, en repli de 0,3 point sur un an en France métropolitaine. « *Parmi les chômeurs, 963 000 déclarent rechercher un emploi depuis au moins un an* », détaille l'Insee.



Source : INSEE -p : prévisions

Une diminution est constatée pour les personnes se situant dans le « *halo* autour du chômage », c'est-à-dire les personnes qui ne sont pas comptabilisées comme chômeurs mais qui souhaitent travailler. À 1,4 million, ils sont au plus bas depuis 2015 avec 89 000 personnes de moins en un an.

La proportion des 15-64 ans qui travaillent est stable pour s'établir à 66,1 %. Il demeure ainsi à son plus haut niveau depuis 1980. Pour le taux d'emploi à temps complet, à 54,5 %, il s'agit du plus haut niveau depuis 2003. Au premier trimestre 2019, 5,3 % des personnes en emploi sont en situation de sous-emploi. Il s'agit principalement de personnes à temps partiel souhaitant travailler davantage.

Le taux de chômage est passé de 10,3 % au premier trimestre 2016 à 8,4 % au premier trimestre 2019. Cette réduction est certes lente au regard des résultats de nos partenaires, néanmoins elle est en avance sur les prévisions de l'INSEE qui tablait sur 8,5 % pour 2019. La conjoncture démographique est plutôt favorable avec le départ à la retraite de classes d'âge de plus en plus large. Ce sont les générations de 1952 à 1957 qui sont concernées actuellement.

L'augmentation du nombre de départs à la retraite devrait se poursuivre jusqu'en 2030, ce qui devrait faciliter la baisse du chômage même si des générations un peu plus nombreuses de jeunes actifs entrent sur le marché du travail en raison du pic de naissances, intervenu autour de l'an 2000. Du fait d'un nombre important de demandeurs d'emploi de longue durée, la question du niveau du chômage structurel en France se pose. Selon les experts, il pourrait se situer, entre 7,5 et 8,2 % de la population active. Ce chômage incompressible serait la résultante d'une difficulté pour une partie de la population de se réinsérer en raison des exigences de productivité qu'impose un coût du travail élevé et du niveau des aides sociales. L'écart entre les revenus professionnels et les minimas sociaux sont faibles d'autant plus que ces derniers permettent d'accéder à un certain nombre de services gratuitement ou à tarif réduit (activités culturelles et sportives, transports, certains services municipaux, etc.).

HORIZON CONJONCTURE

CONJONCTURE MONDIALE, LE TEMPS DES DOUTES

Au mois de mai, l'OCDE a révisé à la baisse ses prévisions avec une tonalité assez pessimiste dans son rapport semestriel « *Perspectives économiques* ». Selon l'organisation internationale, la croissance de l'économie mondiale ne serait que de 3,2 % en 2019 contre 3,5 % en 2018. Pour l'année prochaine, une petite remontée à 3,4 % est attendue. Si en 2017, les différentes zones économiques convergeaient avec à la clef une expansion de l'activité, depuis 2018, des divergences reflétant l'exposition aux tensions commerciales et financières sont apparues. Certains pays émergents rencontrent des difficultés croissantes comme la Turquie ou l'Argentine. La Chine doit faire face aux sanctions américaines et à une remise en cause de son modèle économique. De nombreux pays avancés après avoir connu une bonne année 2017 enregistrent des résultats décevants. L'OCDE souligne les difficultés que rencontrent le Japon et l'Allemagne en raison du poids de leur secteur manufacturier. Si en fin d'année dernière et en début d'année, un net ralentissement a été constaté, il n'y a pas de réelle rupture. Néanmoins la demande en produits industriels est amenée à moins progresser dans les prochaines années sauf croissance forte en Afrique.

Aux États-Unis, l'OCDE constate le maintien d'un bon niveau d'activité tout en considérant que le rythme devrait diminuer avec la disparation des effets de la relance budgétaire et fiscale de 2017/2018. Malgré tout, après une croissance de 2,9 % en 2018, elle pourrait être de 2,8 % en 2019 et de 2,3 % en 2020.

Pour la zone euro, l'OCDE prévoit un accroissement du PIB de 1,2 % en 2019 et de 1,4 % en 2020 après 1,8 % en 2018. L'OCDE considère que le Brexit pourrait toucher la croissance de l'Union européenne en 2020 et 2021. Pour le Royaume-Uni, la croissance serait amputée de 2 points en 2020 en raison de l'application des droits de douane. L'organisation internationale a retenu le principe que le Royaume-Uni serait soumis aux règles de l'OMC en vigueur pour les échanges et qu'aucun accord de libre-échange serait adopté.

La progression de l'investissement des entreprises, qui est aussi étroitement liée aux échanges, ne connaîtrait qu'une hausse de 1,75 % par an sur la période 2019/2020, contre 3,5 % par an en 2017/2018.

Pour l'OCDE, le point noir est constitué par l'évolution des échanges mondiaux. Après avoir connu une hausse de plus de 5 % en 2017, ceux-ci subissent de plein de fouet le ralentissement de la demande industrielle et les sanctions commerciales. La croissance a été inférieure à 1 % en rythme annuel au cours du 1er trimestre 2019. L'OCDE estime que pour l'ensemble de l'année, la croissance des échanges mondiaux serait de 2 % avant d'atteindre 3 % en 2020. La guerre commerciale dans sa forme actuelle pourrait réduire le 0,2 à 0,3 point la croissance en 2021 et 2022. Les prix augmenteraient de 0,3 point en 2020 aux États-Unis. Si la taxe de 25 % était généralisée à tous les produits chinois, les échanges commerciaux

mondiaux seraient ponctionnés d'un point. Le manque à gagner pour les États-Unis serait de 0,6 point de PIB et de 0,8 point pour la Chine. Dans un scénario plus sombre, l'OCDE estime que le PIB mondial pourrait être impacté à hauteur de 0,7 point et les échanges mondiaux de 2,5 points. Ce scénario prend en compte les effets indirects que provoqueraient notamment la poursuite du conflit commercial sur les investissements.

Le secteur tertiaire qui est à l'origine de la majeure partie des créations d'emplois, continue, en revanche, de croître. Une déconnexion des services de l'industrie est constatée. Auparavant, la crise de cette dernière se répercutait automatiquement sur l'activité des services. Ce n'est plus le cas, du moins pour le moment.

Les marchés du travail restent bien orientés pour l'OCDE qui note néanmoins la faible progression des salaires. Le taux de chômage indemnisé est à son plus bas niveau au sein des États membres de l'organisation depuis 1980. Malgré tout le taux d'emploi évolue peu et la qualité des créations d'emploi se dégrade. La situation est très contrastée en fonction des États. Ainsi, le taux d'emploi est en progrès en Allemagne depuis 2007 quand il est en recul aux États-Unis. Par ailleurs, la France, l'Italie ou l'Espagne sont encore confrontées à un chômage de masse. En moyenne, les salaires progressent de 1,3 % en rythme annuel quand, avant crise, la progression était de 2 %. Logiquement avec le plein emploi et les difficultés de recrutement que rencontrent les entreprises, les salaires sont attendus à la hausse mais celle-ci se fait attendre.

L'OCDE considère que l'inflation devrait rester modérée en 2019 et 2010 autour de 1,5 point. Elle admet que les agents intègrent de plus en plus une faible inflation, ce qui l'autoalimente. De nombreux facteurs structurels conduisent à la sagesse des prix : capacités de production excédentaires dans l'industrie, concurrence forte avec le digital, moindre pouvoir de négociation des salariés dans une économie tertiaire, etc.

L'OCDE note que l'économie mondiale demeure largement dépendante des politiques publiques. Dix ans après la crise financière, les États et les banques centrales continuent à peser sur l'activité malgré le retour du plein emploi dans une majorité de pays et d'une croissance qui, sans être exceptionnelle, reste correcte. Les bilans des banques centrales sont à des plus hauts historiques. Les taux d'intérêt à court et long terme demeurent historiquement bas, et la dette publique, à quelques exceptions, a beaucoup augmenté. L'économie mondiale donne toujours l'impression d'être en sortie de crise tout en étant à la veille d'y rentrer à nouveau. Cette double situation contribue au maintien d'un climat pessimiste.

L'OCDE souligne que la reprise n'a pas été suffisamment vigoureuse et durable pour se traduire par une hausse des salaires et une amélioration des niveaux de vie. Depuis 2010, le PIB réel par habitant n'a augmenté que de 1,3 % par an au niveau de la médiane de l'OCDE. Bien que le chômage soit à son plus bas niveau depuis près de quarante ans, les salaires réels devraient progresser de moins de 1,5 % par an sur la période 2019/2020, soit moins que les 2 % enregistrés pendant les dix années ayant précédé la crise.

Le ressenti des populations est très éloigné des résultats statistiques. La sensation de la dégradation des niveaux de vie est partagée dans un grand nombre d'États membres de l'OCDE. Même aux États-Unis, la demande d'une plus grande égalité a un écho croissant. La polarisation des emplois, aboutissant au développement de métiers à faibles rémunérations, explique le sentiment de défiance à l'encontre des pouvoirs publics et du système économique. La diminution des emplois industriels, traditionnellement mieux rémunérés que ceux des services, pèse de manière négative tant sur la productivité, que la consommation et la croissance.

L'OCDE s'inquiète de la concrétisation de plusieurs menaces. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine aura des conséquences aussi bien pour les deux premières puissances économiques mondiales que pour l'ensemble des pays. Elle estime que le PIB de l'économie mondiale pourrait perdre 0,6 point au cours des deux prochaines années.

L'organisation internationale considère que le découplage entre industrie et services ne durera pas. Plus d'un tiers des exportations manufacturières brutes est imputable au secteur des services qui est, directement ou indirectement, à l'origine de plus de la moitié des exportations mondiales. Le ralentissement de l'investissement devrait avoir des effets en chaîne majeurs dans les prochains mois.

L'OCDE estime que les pouvoirs publics chinois ne pourront pas indéfiniment porter la croissance de leur pays en usant des armes budgétaires et monétaires. L'endettement des sociétés non financières atteint des niveaux records qui commencent à limiter leurs marges de manœuvre. La Chine pourrait connaître une diminution de deux points de sa demande intérieure occasionnant un manque à gagner pour le PIB mondiale de 1,75 point.

Au-delà de la Chine, la montée de l'endettement constitue un véritable risque. Dix ans après la crise, la situation financière reste très dégradée. Par comparaison avec 2008, l'encours mondial des obligations émises par des sociétés non financières a presque doublé en termes réels, ressortant à près de 13 000 milliards de dollars en 2018. La qualité de la dette se détériore, notamment en raison d'une hausse de l'encours de prêts à effet de levier.

Sans surprise, l'OCDE réclame une relance des discussions multilatérales sur le commerce pour éviter la multiplication des guerres commerciales. Donald Trump refuse de suivre ce conseil et préfère régler ces conflits de manière bilatérale, considérant que les structures multinationales ne tiennent pas compte des intérêts américains. Les économistes de l'OCDE souhaitent que les pays de la zone euro disposant d'excédents comme l'Allemagne ou les Pays-Bas s'engagent dans des politiques de relance budgétaire. Ils invitent les États à accélérer les réformes de structure. Les priorités devraient être axées sur l'investissement dans les infrastructures, en particulier numériques, les transports et les énergies vertes, l'amélioration des compétences. Pour la zone euro, la politique économique devrait avoir comme objectif un relèvement d'au moins 0,2 point de la productivité par an et cela pendant cinq ans. Une relance de la part des pays en excédents sur

trois ans portant sur 0,5 point de PIB pourrait générer un gain de PIB à moyen terme d'un point du PIB de l'ensemble de la zone euro.

L'OCDE indique dans son rapport que les résultats de la transformation digitale sont pour le moment décevants. La productivité du travail a tendance à diminuer en raison de la disparation des emplois industriels. Elle note qu'une partie des gains générés par le numérique est captée par des entreprises qu'elle appelle « stars » et qu'ils ne sont qu'imparfaitement redistribués.

Des réformes sont de ce fait nécessaires pour recueillir les fruits de la transformation numérique et les partager entre tous. L'OCDE invite les États et les entreprises à mettre en œuvre des politiques de soutien et d'accompagnement pour favoriser une transition numérique efficiente et inclusive. De multiples réformes devront être menées dans l'éducation pour améliorer les compétences cognitives des individus, dans la formation, pour rehausser le niveau de compétences techniques et managériales, et, enfin, dans l'accès des entreprises à des solutions de financement pour favoriser l'investissement, notamment en fonds propres. Des actions devront également être conduites dans le domaine de la recherche et développement. Une attention toute particulière devra être portée afin de veiller au bon respect des règles de la concurrence pour adapter le cadre réglementaire aux changements de modèle économique résultant de la transformation numérique et assurer une affectation efficiente des ressources.

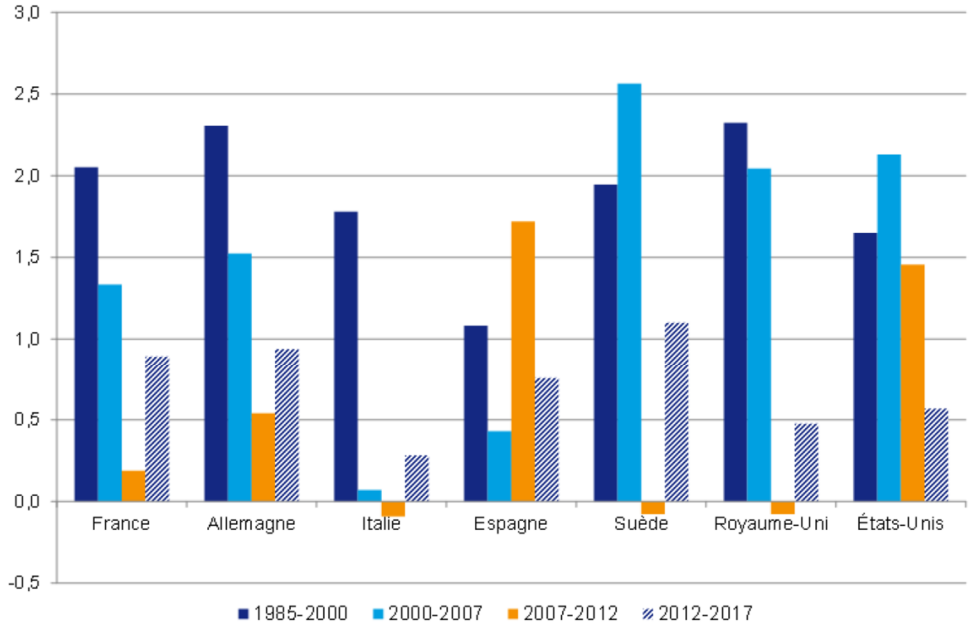
HORIZON EXTERIEUR

LE PROGRÈS, C'EST FINI ?!

Depuis la fin des années 1990, la plupart des économies européennes, dont la France, font face à un ralentissement marqué de la croissance de la productivité du travail. Ce processus a mis un terme au rattrapage intervenu à compter des années 1950 par rapport aux États-Unis.

La baisse des gains de productivité s'est effectuée en trois temps en Europe, la première rupture intervint dans les années 80/90, la deuxième au début de la décennie 2000 et la troisième au moment de la crise, en 2008. Le phénomène de baisse fut plus marqué en Europe qu'aux États-Unis. Les pays émergents ont également été confrontés à une érosion des gains de productivité mais à partir de la crise de 2008.

Croissance de la productivité horaire du travail



Source : OCDE ; taux de croissance annuel moyen du PIB à prix constants ($ PPA 2010) / heures travaillées

Les explications de cette chute des gains de productivité sont multiples. Pour les pays européens, le phénomène de rattrapage après la Seconde Guerre mondiale prend fin dans les années 1980/1990. Les États-Unis n'ont pas connu, par nature, ce décrochage. En revanche, ils ont connu un rebond dans les années 1990 avec le premier essor des nouvelles technologies. À l'exception de la Suède et de la Finlande, les autres pays européens n'ont pas connu de hausse de la productivité du travail du fait de la diffusion des microprocesseurs. Le retard pris durant les années 1995-2005 n'a jamais été rattrapé.

Le troisième fléchissement de la productivité est plus global. Il peut être lié à l'impact de la crise de 2008/2009 qui a abouti à l'annulation de nombreux projets d'investissement de la part des entreprises. La récession a déplacé la courbe de croissance de l'économie mondiale vers le bas. Il n'y a pas eu rattrapage du manque à gagner.

Plusieurs travaux internationaux dont ceux de Larry Summers et Robert Gordon mettent en avant un ralentissement du progrès technique. Les thèses sur la stagnation séculaire dont ils sont à l'origine ont eu une certaine popularité dans les années 2013/2015. Les innovations les plus rentables auraient selon les promoteurs de ces idées été déjà découvertes. La rentabilité des nouvelles découvertes serait dès lors décroissante. En outre, l'appétence de la population pour le progrès serait en recul ne favorisant pas la diffusion des innovations. Concernant les causes du recul, Robert Gordon estime que les grandes vagues d'éducation sont arrivées à leur terme dans les économies avancées, limitant à long terme les hausses de productivité. La baisse du niveau scolaire constatée en Europe ou aux États-Unis jouerait également en défaveur de la croissance. Les faibles taux d'intérêt joueraient à l'encontre des gains de productivité en permettant le maintien d'activité peu rentables. Le développement des emplois à faible qualification pèse par nature sur la productivité. De même la faiblesse de la demande intérieure des États occidentaux, en raison de la stagnation des salaires, rend plus difficile l'acquisition de biens à fort contenu technologique.

D'autres auteurs, comme Brynjolfsson et McAfee, estiment que ce ralentissement est transitoire et que la croissance de la productivité devrait augmenter à nouveau avec la poursuite de la révolution numérique.

La « tertiarisation » de l'économie est un facteur actuellement important de l'évolution à la baisse des gains de productivité car ces derniers sont moins dynamiques dans les services que dans l'industrie. En France, la part de l'industrie est passée de 30 % en 1980 à moins de 15 % en 2018 de l'emploi du secteur marchand. La diminution de l'emploi agricole qui a jalonné tout le XIXe et le XXe siècle avait un effet positif sur la productivité et sur la croissance. Ce phénomène s'est interrompu au début des années 2000. L'emploi agricole pèse désormais moins de 5 % du total contre 12 % encore en 1980.

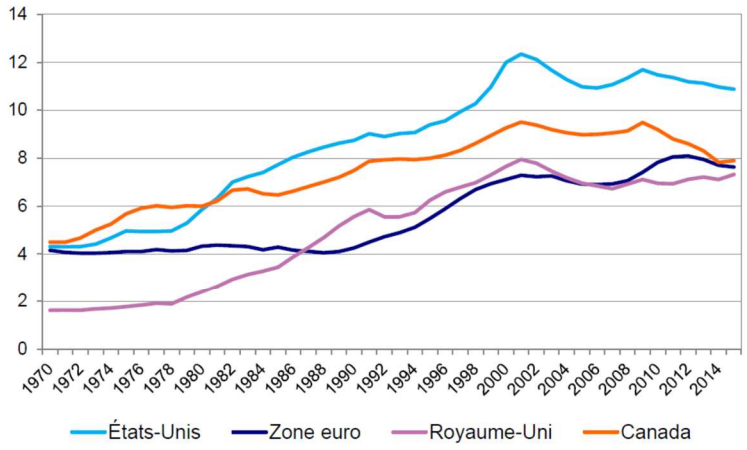
Les politiques de l'emploi menées par les pouvoirs publics ont pu également contribuer à la chute des gains de productivité. Ainsi, les exonérations de charges sociales sur les bas salaires ont abouti à augmenter ou à maintenir l'emploi dans les secteurs à faible productivité.

Pour le moment, les effets des technologies de l'information et de la communication semblent s'amoindrir. L'impact de ces technologies a été le plus fort entre 1995 et 2004. Sur la décennie suivante, cette contribution chute de 0,5 point en moyenne annuelle aux États-Unis à 0,15 entre 2004 et 2015. En zone euro, où l'effet des TIC a été moins puissant, la contribution annuelle moyenne chute entre les deux périodes de l'ordre de 0,15 point.

Les causes de l'essoufflement de la diffusion des TIC sont multiples. Les progrès dans le secteur des composants et notamment des microprocesseurs se sont ralentis. Les gains de productivité se sont essoufflés

dans tous les secteurs utilisateurs des technologies. D'abord parce que les gains issus des changements organisationnels des entreprises nécessaires à l'introduction de technologies de l'information (essentiellement via Internet) ont plafonné au milieu des années 2000. Les TIC sont jugées par certains économistes comme des « technologies d'application générale » et de confort. Elles transforment les modes d'organisation, de production, de distribution mais quand le processus de digitalisation est réalisé, les gains s'estompent. Dans le commerce, la généralisation des terminaux de paiement à distance permet aux entreprises de vendre plus facilement mais leur généralisation ne permet pas un gain de chiffre d'affaires.

Capital investi en TIC/PIB en %



Le ratio du capital TIC au PIB est défini comme le rapport entre la valeur du capital TIC divisée par le PIB en valeur.

Source : Cette et Jullien de Pommerol (2018)

Des économistes comme Foster, Haltiwanger et Krizan considèrent que la digitalisation a généré une économie duale, d'un côté des entreprises très productives intégrant les nouvelles technologies, de l'autre, des secteurs plus traditionnels peu performants.

La mauvaise réallocation des gains générés par la diffusion des solutions numériques pourrait également expliquer la léthargie de la productivité. Les profits réalisés par les majors du digital seraient en partie gaspillés dans des projets à faible rentabilité. En outre, la faible concurrence créerait des effets de rente qui nuiraient à la croissance.

Les plus optimistes considèrent que les gains de productivité devraient s'accélérer dans les prochaines années grâce à la diffusion des technologies de l'information et de la communication. Plusieurs études semblent indiquer que les économies pourraient connaître bientôt des gains de performance de grande ampleur, notamment à travers l'exploitation opérationnelle et généralisée de la puce 3D puis à terme par le développement de l'informatique quantique ainsi que l'intelligence artificielle et le véhicule autonome. D'autres études rappellent qu'une révolution technologique n'a des effets sur la productivité qu'après un délai de plusieurs décennies.

Selon l'économiste Van Ark, la pause actuelle dans les progrès de productivité induits par la troisième révolution industrielle correspondrait à une période de transition entre la phase de création et d'installation des nouvelles technologies et la phase d'un véritable déploiement. Comme pour les précédentes révolutions technologiques, cette phase de déploiement demanderait du temps car elle nécessite de profonds changements aussi bien institutionnels que dans les processus de production et de management. Lors des précédentes révolutions industrielles, les périodes de transition s'étalaient sur une ou deux décennies.

.

Enfin, la baisse de la productivité pourrait être la conséquence du vieillissement de la population avec des besoins, une mobilité et une appétence pour l'innovation moindres. Le nombre de personnes âgées est, à l'échelle mondiale, ainsi passé de 200 millions à un milliard de 1950 à 2020. D'ici à 2050, le poids des seniors dans le monde dépassera celui des jeunes. De 1950 à 2050, le nombre de personnes âgées de 15 à 64 ans pour une personne âgée de plus de 65 ans est passé de 12 à 4. Cette mutation démographique a, et continuera obligatoirement à voir, des impacts sur les charges supportées sur les actifs et sur la productivité.

À QUOI RESSEMBLERA LE FUTUR PLAN D'ÉPARGNE RETRAITE ? !

La loi relative à la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) a été publiée au Journal Officiel du 23 mai 2019. L'article 71 de cette loi prévoit une ambitieuse réforme de l'épargne retraite. C'est la première fois qu'un Gouvernement décide de refondre l'ensemble des dispositions touchant l'épargne retraite. En effet, les différents produits ont été créés au fil de l'eau, bien souvent par voie d'amendements. Il en résultait un grand nombre de produits difficilement portables entre eux. Il y a vingt-deux ans, Jean-Pierre Thomas, Président de Thomas Vendôme Investment avait été à l'origine d'une loi sur l'épargne retraite qui se voulait être globale car elle traitait tout à la fois du volet collectif (en entreprise) et du volet individuel. Du fait du refus du Gouvernement de Lionel Jospin d'en publier les décrets d'application, cette loi était restée lettre morte. Une génération plus tard, le Parlement a repris en partie la philosophie du texte de 1997.

Les pouvoirs publics entendent à travers cette réforme assurer :

- Une convergence des différents produits existants ;
- Une harmonisation des règles en vigueur notamment pour les sorties ;
- Une concurrence accrue entre les professionnels proposant des solutions d'épargne retraite avec un devoir de transparence plus important.

L'entrée en vigueur de cette réforme est conditionnée à la publication d'une ordonnance et de textes réglementaires.

L'ordonnance et les textes réglementaires d'application organisent la transformation des produits existants qui seront rassemblés sous l'étiquette « Plan d'Épargne Retraite ». Ils fixent les règles de gouvernance, de transformation éventuelle du stock, de gestion ainsi que la fiscalité applicable aux produits d'épargne retraite.

En fonction des informations disponibles et sous réserve des éventuelles modifications qui seront actées après la concertation avec les professionnels, le Plan d'Épargne Retraite comportera trois compartiments qui regrouperont les produits individuels et collectifs :

- **Compartiment 1** : épargne retraite individuelle et versements volontaires dans les produits collectifs ;
- **Compartiment 2** : épargne retraite collective à adhésion facultative ;
- **Compartiment 3** : épargne retraite collective catégorielle à adhésion obligatoire.

Des ponts entre les différents compartiments sont prévus et tout particulièrement entre le 2 et le 3.

Le Plan d'Épargne Retraite Collectif

Pour le plan des produits d'entreprise dits collectifs, l'ordonnance définit deux produits :

- un produit facultatif bénéficiant à l'ensemble des salariés (ex PERCO) ;
- un produit à adhésion obligatoire et pouvant ne couvrir qu'une ou plusieurs catégories de salariés, qui succèdera aux contrats (ex « article 83 » - PERE). Ce produit est également qualifié de catégoriel.

Les plans investis uniquement en Fonds Communs de Placement en Entreprise (FCPE) bénéficieront toujours d'une gouvernance paritaire. Pour les autres produits, un comité de surveillance paritaire devra être institué. En ce qui concerne les produits catégoriels qui ne sont pas alimentés par l'épargne salariale, la constitution d'un comité de surveillance sera facultative. De ce fait, cela signifie que les produits catégoriels au nom de la portabilité pourront recevoir des sommes issues de l'épargne salariale.

L'intéressement et la participation pourront donc être versés sur un PERCO, ou sur un plan catégoriel sous réserve que celui-ci dispose d'une gouvernance paritaire (et que tous les salariés soient couverts par un Plan d'Épargne Retraite).

L'intéressement et la participation ne pourront pas en revanche être versés sur les produits individuels retraite, sauf en cas de transfert.

Les entreprises disposant à la fois d'un produit collectif et d'un produit catégoriel auront la faculté de les regrouper en un produit unique cumulant toutes les possibilités des différents produits. Les salariés pourront effectuer des versements provenant de l'épargne salariale, effectuer des versements volontaires, recevoir les abondements de l'employeur et les cotisations des produits dits catégoriels.

Les pouvoirs publics retiennent l'idée que le PERCO serait le navire amiral qui pourrait être alimenté par différents canaux.

Le Plan d'Épargne Retraite Individuel

Le PERP et le contrat Madelin sont fusionnés mais les avantages fiscaux à l'entrée restent distincts. Le Plan d'Épargne Individuel pourra être proposé par les assureurs et par les gestionnaires d'actifs.

Pour les produits proposés par les gestionnaires d'actifs, un compte titre et un compte espèce seront ouverts. Comme actuellement, pour les PERP et les Contrats Madelin, les PER assurantiels seront souscrits par l'intermédiaire d'une association souscriptrice de contrats de groupe. Un comité de surveillance qui intègrera des représentants des épargnants disposera de pouvoirs de contrôle. Les décisions importantes concernant les PER assurantiels seront soumises aux votes des assemblées générales des adhérents.

Les produits ouverts auprès d'un assureur pourront inclure des garanties optionnelles, par exemple en cas de perte d'autonomie, d'invalidité de perte d'emploi subie ou de décès. La liste des garanties optionnelles est inspirée des produits actuels.

Le cantonnement de l'épargne retraite

Les assureurs devront constituer une comptabilité auxiliaire d'affectation dédiée à l'épargne retraite. Ce canton offrira un « super-privilège » sur les autres créanciers en cas d'insolvabilité de l'assureur. Les résultats techniques et financiers du canton seront réservés aux épargnants des contrats retraite.

Le cantonnement sera obligatoire pour les nouveaux produits d'épargne retraite, à compter d'un délai à définir. Bercy retient l'idée de fin 2021, afin d'atteindre un encours suffisant pour la création du canton.

Les assureurs auront aussi la faculté d'intégrer au canton les produits d'épargne retraite actuels (PERP, Madelin, art. 83, art. 82, art. 39). Ces transferts seront effectués sous le contrôle de l'ACPR afin de permettre une équité du transfert des plus-values latentes et de la participation aux bénéfices.

Gestion du stock des produits actuels d'épargne retraite

Bercy imagine qu'à compter du 1er octobre 2019, date d'entrée en vigueur supposée de l'ordonnance, les professionnels pourront commercialiser les nouveaux PER – PACTE et de transformer les anciens produits.

À compter du 1er avril 2020, les anciens produits seraient fermés. Il ne serait plus possible de commercialiser de nouveaux PERP, Contrats Madelin, etc. issus des anciennes législations. Les bénéficiaires des anciens produits pourront continuer à effectuer des versements. Les dispositions relatives aux associations souscriptrices en assurance vie entreront alors en vigueur. Ce délai leur permettra de modifier leurs statuts.

Les transferts des produits PACTE assurantiels dans le canton d'épargne retraite devront être réalisés avant le 31 décembre 2021. Les produits antérieurs (PERP, Madelin, art. 83) seront transférables dans le canton épargne retraite jusqu'au 31 décembre 2023.

En raison des règles constitutionnelles, les nouvelles règles de la loi PACTE ne s'imposent pas aux anciens contrats. L'ordonnance prévoit un transfert individuel sur les nouveaux produits PACTE avec le consentement individuel de l'épargnant ou dans le cadre des procédures prévues pour les contrats de groupe (adoption du transfert par les associations générales des associations).

Afin d'inciter au transfert, les nouvelles flexibilités (sortie en capital, sortie anticipée pour la résidence principale) ne seront pas appliquées aux anciens produits.

Lors du transfert, les encours des PERP et Madelin seront inclus dans le compartiment des versements volontaires. Pour le PERCO, les encours seront inclus dans le compartiment de l'épargne salariale. En ce qui concerne l'article 83, les encours seront distingués entre versements obligatoires et versements volontaires, et intégrés dans deux compartiments distincts.

Les entreprises ayant mis en place un PERCO pourront le transformer en PERCO PACTE selon les mêmes modalités que celles prévues pour la mise en place d'un PERCO (accord collectif, accord avec les partenaires sociaux, accord au conseil social et économique, et, en cas d'échec des

négociations, ratification aux 2/3 du personnel ou mise en place unilatérale. Toutefois, une entreprise ayant mis en place un PERCO par accord collectif pourra le transformer en PERCO PACTE par une autre modalité, par exemple via un accord au conseil social et économique, à condition que la modification de l'accord porte uniquement sur la transformation du PERCO en PERCO PACTE.

La gestion pilotée, gestion par défaut du PER

L'ordonnance définit les règles de la gestion pilotée avec une sécurisation progressive des actifs en fonction de l'âge.

- À partir de 10 ans avant la date de liquidation envisagée : minimum 20 % en actifs sécurisés ;
- À partir de 5 ans avant la date de liquidation envisagée : minimum 50 % en actifs sécurisés ;
- À partir de 2 ans avant la date de liquidation envisagée : minimum 70 % en actifs sécurisés.

La détermination des profils de gestion pilotée en « prudent », « équilibré » ou « dynamique » sera fixée par arrêté. Le titulaire pourra décider de ne pas respecter le rythme minimal de sécurisation de l'épargne, à condition qu'il en fasse expressément la demande à son gestionnaire.

Les sortie et le régime fiscal des nouveaux produits d'épargne retraite

La loi PACTE autorise les sorties en capital pour le PERCO, ce qui était déjà le cas, et pour les versements volontaires (compartiment 1). La sortie reste exclusivement en rente pour le produit catégoriel.

Les compartiments 1 et 2 donneront droit à une sortie en capital avant le départ en retraite pour l'achat de la résidence principale.

La fiscalité dépend de la nature des versements et des compartiments.

Compartiment 1

Les versements du compartiment 1 ouvrent droit à la déduction fiscale à l'entrée (déduction majorée pour les indépendants) dans certaines limites et conditions.

À la sortie, la fiscalité est celle de la rente à titre gratuit pour les sorties en rente (abattement de 10 % et impôt sur le revenu, prélèvements sociaux de 10,1%).

Pour les sorties en capital, le montant versé serait soumis à l'impôt sur le revenu avec des prélèvements sociaux de 10,1 %. Les gains seraient susceptibles d'être assujettis au Prélèvement Forfaitaire Unique de 30 % (12,8 % pour l'impôt et 17,2 % pour les prélèvements sociaux).

Pour les versements du compartiment 1 qui n'auraient pas donné lieu à déduction fiscale à l'entrée, les sorties en en capital seront soumises au Prélèvement Forfaitaire Unique de 30 %. Les sorties en rente seront assujetties au régime des rentes à titre onéreux bénéficiant d'un abattement en fonction de l'âge.

Compartiment 2

Les prélèvements obligatoires restent identiques pour les sommes issues de l'épargne salariale. Les sorties en

capital sont exonérées d'impôt sur le revenu et sont soumises aux prélèvements sociaux de 17,2 %. Les sorties en rente sont toujours assujetties au régime des rentes à titre onéreux.

Compartiment 3

Le régime actuel s'appliquera. Pour l'impôt sur le revenu l'abattement de 10 % est maintenu. Les prélèvements sociaux sont retenus à hauteur de 10,1 %. Aucune sortie en capital n'est autorisée.

TOUR D'HORIZON

APRÈS LES ÉLECTIONS, L'EUROPE RESTE UN CHANTIER

À la fin du mois de mai, les peuples des différents États de l'Union européenne ont élu leurs représentants au Parlement européen. Cette élection est intervenue 40 ans après la première et 20 ans après l'avènement de l'euro. Cette neuvième élection du Parlement a été marquée par la montée en puissance des partis écologistes et nationalistes. Les partis socio-démocrates sont en net recul quand la droite traditionnelle cède du terrain. En France, le face à face droite/gauche a été remplacé par un duel entre le Rassemblement national et un parti qui a tout juste deux ans, la République en Marche. Hormis ces deux partis, seuls les Verts ont franchi la barre des 10 %. Ce nouveau jeu politique européen rendra plus complexe le choix du nouveau Président de la Commission européenne qui joue un rôle important dans l'animation des institutions L'Europe est une structure à trois étages, le Conseil européen des chefs d'État et de Gouvernement qui est l'organe politique clef. Il se décline au niveau ministériel (finances, agriculture, etc.). La Commission européenne, censée représenter le caractère fédéral de l'Union est en charge de la mise en œuvre des décisions des Conseils européens. Le Parlement dispose d'un pouvoir législatif dans les limites des compétences de l'Union.

En cette année 2019, la construction européenne fait débat voire est remise en cause. Le difficile Brexit, les tensions de plus en plus fortes entre les États membres et la montée du populisme, largement antieuropéen, sont autant de nuages qui viennent obscurcirent le ciel européen. Certes, depuis plus de 70 ans, la construction européenne a connu de multiples crises qu'elle a réussi à surmonter. Cela est même devenu un savoir-faire. Les négociations qui se terminent au petit matin sur les dévaluations, sur la fixation des montants compensatoires agricoles ou sur le budget européen, sont légions. Mais, au fil des années, l'Europe est devenue le bouc-émissaire facile des États membres. Avec un budget qui ne dépasse pas 1 % du PIB des États membres, avec 43 000 fonctionnaires européens, l'Europe est accusée de tous les maux quand pour mémoire, l'État en France compte 2,2 millions d'agents et les dépenses publiques représentent 56 % du PIB.

Après la Seconde Guerre mondiale, l'Europe s'est construite, de manière pragmatique autour de projets concrets : l'énergie, l'industrie lourde, l'agriculture, etc. Les pères fondateurs de l'Europe, Robert Schuman, Jean Monnet, Konrad Adenauer, Joseph Bech, Johan Willem Beyen, Alcide de Gasperi et Paul-Henri Spaak, ont fait le pari de sceller la réconciliation des anciens adversaires en contournant les obstacles politiques. Conscients que les plaies de la guerre étaient encore vives et que le nationalisme était vivace, ils ont opté pour la coopération économique. L'Europe des marchands était à leurs yeux plus facile à réaliser que l'Europe politique. En 1945, l'économie dépendait du charbon et de l'acier. Les bombardements avaient détruit une part significative des capacités de production des pays européens. Afin de faciliter la reconstruction et de réguler le marché, la France, l'Allemagne, le Benelux et

l'Italie ont décidé de s'associer pour créer la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier en 1951. Elle s'inscrivait dans le prolongement du plan Marshall et de l'Union Européenne de Paiement. Cette coopération favorisée par les États-Unis visait à renforcer le potentiel industriel de l'Europe de l'Ouest en pleine période de guerre froide.

Après le succès de la CECA et en conservant la même philosophie, les représentants des États membres ont tenu une conférence à Messine en 1955 qui aboutira à l'élaboration et à la signature du Traité de Rome le 25 mars 1957. Ce dernier institua la Communauté Économique Européenne et Euratom. Il prévoit l'instauration d'une Union douanière prenant la forme d'un marché commun. La France, très réticente à la suppression des barrières douanières, obtient alors la mise en place d'une politique agricole unique reposant sur la libre circulation, la préférence communautaire et la garantie de prix plancher.

Le marché unique en 1986 et l'euro avec le traité de Maastricht en 1992 parachevèrent ce processus à dominante économique. Le marché unique a instauré la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes. La monnaie unique prévue par le Traité de Maastricht a été, rapidement, considérée comme un outil indispensable pour garantir la pérennité du marché unique. En éliminant les risques de change, elle facilite les échanges et met fin à la problématique des dévaluations et des réévaluations des monnaies qui polluaient le débat européen en particulier au niveau de la fixation des prix agricoles. La monnaie unique avait été imaginée dès la fin des années 60 avec le plan Werner/Barre.

Les avocats de la monnaie unique mettaient en avant la force de convergence et d'harmonisation qu'aurait la monnaie sur les États membres. Vingt ans après sa création, ses défauts sont régulièrement mis en avant quand ses avantages sont tus. L'euro n'a guère de précédent. Jamais autant d'États restés indépendants n'avaient décidé de partager la même monnaie. Certes, en 1863, la France, l'Italie, la Belgique et la Suisse se sont associés pour créer l'Union latine. La Grèce rejoignit l'Union en 1868. Les objectifs de l'Union étaient ambitieux. Les États membres de cette union devaient uniformiser leurs règles de création de la monnaie. Des plafonds d'émissions étaient prévus. Si les monnaies nationales étaient maintenues, elles étaient reconnues dans chaque État membre. Le système retenu reposait sur un bimétallisme or/argent. L'Union latine ne fut jamais totalement réalisée avant d'être dissoute en 1927.

Le Traité de Maastricht pour éviter les défauts de la défunte Union latine prévoit l'abandon des monnaies nationales et la création d'une banque centrale indépendante, la Banque centrale Européenne (BCE), qui est devenue le banquier en dernier ressort et une institution de nature fédérale. Ses caractéristiques en font ses forces en lui permettant d'être un acteur économique mais aussi politique. Elles sont aussi ses faiblesses car la BCE est accusée d'être déconnectée de la population européenne.

L'organisation monétaire européenne a été influencée par l'Allemagne, première puissance économique de la zone euro qui avait le plus perdre en abandonnant le deutschemark dont la force était reconnue. Les principes fondateurs de la monnaie unique ne

sont pas sans lien avec les thèses monétaires qui avaient cours à la fin des années 1980. La priorité donnée à la lutte contre l'inflation en est un des symboles. Les règles budgétaires, les fameux critères de Maastricht, ont été imposées afin d'éviter des comportements non coopératifs de la part des États membres. Du fait de l'absence de structure politique fédérale, la responsabilité de la bonne gestion de la monnaie repose sur les États membres. S'ils restent libres de leur politique économique, ils doivent veiller à ne pas mettre en difficulté la monnaie unique. Initialement, avant la crise grecque, l'échelon européen n'avait pas à intervenir en cas de défaillance d'un des États. Les Allemands ne souhaitaient pas de dispositifs automatiques qui auraient pu les amener à contribuer au renflouement d'États indélicats. La crise des dettes souveraines a amené à la création du Fonds Européen de Stabilité Financière remplacé, en 2013, par le Mécanisme Européen de Stabilité. Cette structure a la capacité de lever jusqu'à 700 milliards d'euros pour venir en aide à des États en difficulté ou pour participer à des sauvetages de banques.

La convergence des taux longs entre les États membres s'est manifestée dès le milieu des années 1990 avant même l'introduction officielle de l'euro en 1999. Les pays présentant des taux d'intérêt plus élevés ont vu ces derniers sensiblement diminuer et se rapprocher de la limite basse, représentée par les taux allemands. Le taux à 10 ans de l'État italien a ainsi enregistré une baisse de plus de 6 points entre avril 1995 et janvier 1999. Ce rapprochement s'est concrétisé par la suppression des écarts de taux longs (spreads) entre les pays de la « périphérie » et l'Allemagne en 1999. Jusqu'en 2008, ils resteront nuls ou presque. Durant cette période, l'appréciation du risque était la même pour l'ensemble des États membre de la zone euro. La solidarité de place est jugée suffisamment crédible pour supprimer les primes de risque. En raison de taux d'inflation plus importants dans les États du Sud de la zone euro que dans le Nord, ces pays ont bénéficié de taux d'intérêt réels plus faibles, ce qui a facilité l'investissement la consommation (via le recours au crédit) et donc l'endettement.

La rupture avec cette période de convergence des taux intervient en deux temps : en 2008 avec la crise des subprimes et en 2012 avec la crise grecque. Les pays d'Europe du Sud connaissent à nouveau des écarts de taux importants avec l'Allemagne. Les agents économiques ont douté des capacités de remboursement des États, des entreprises et des ménages des pays périphériques. Après la crise des subprimes, les banques ont été amenées à être plus scrupuleuses dans leur politique d'attribution des crédits. L'aversion aux risques a fortement progressé et cela d'autant plus que la croissance n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise. Les agents économiques des États d'Europe du Nord ont cessé de prêter leur argent aux pays d'Europe périphérique. Depuis 2013, la convergence des taux longs a été réenclenchée mais dans une ampleur toutefois moindre qu'auparavant.

Le retour des écarts de taux a matérialisé également une divergence des économies et des conditions de vie des Européens en fonction de leur État. L'Italie connaît une régression du revenu par habitant l'éloignant de plus en plus des pays d'Europe du Nord. Le PIB par habitant espagnol est même supérieur à celui des Italiens. Les

évolutions divergentes des États sont à l'opposé de ce qui avait prévalu durant la première décennie de l'euro. Les pays de la « périphérie » avaient réduit leurs écarts de richesse par rapport à la moyenne, mais grâce à un modèle économique difficilement soutenable. L'accumulation de déficits budgétaires et extérieurs, accompagnée de bulles immobilières, est apparue à postériori comme un facteur de déséquilibres manifestes. Après 2008, les pays de la « périphérie » ont perdu une partie des gains engrangés durant la période où ils ont bénéficié de taux réels plus faibles que ceux du cœur de l'Europe.

La France se situe dans une position intermédiaire. Elle évolue autour de la moyenne avant et après la crise. Si de 1999 à 2003, elle a renforcé son potentiel économique, une dégradation est constatée depuis et s'est ensuite accentuée entre 2013 et 2016. La balance commerciale est devenue déficitaire à partir de 2003 pour le rester depuis. La France a perdu des parts de marché à l'exportation et des emplois industriels avant même la crise. Des éléments liés à la politique nationale expliquent cette évolution contrastée et déconnectée du cycle européen.

L'Allemagne accusée d'égoïsme du fait d'une politique économique rigoureuse, a contribué, durant les dix premières années de l'euro, à la croissance des pays périphériques à travers le financement de leur endettement. Certes, elle a profité de la croissance de ces pays pour augmenter ses exportations d'autant plus qu'elle avait restauré sa compétitivité. Après 1997, l'Allemagne a mis en œuvre une politique de modération salariale, menée notamment sur la base d'une décentralisation des négociations salariales. Cette modération a été accompagnée au début des années 2000 d'une flexibilisation du marché du travail. Le solde du compte courant allemand a gagné 9 points de PIB de 1999 à 2018. Les Pays-Bas ont également amélioré leurs résultats à l'exportation. Leur excédent courant est positif de plus de 10 % du PIB en 2017, en hausse de 7 points depuis 1999. L'euro a accéléré la spécialisation économique des États. L'Allemagne a renforcé ses capacités industrielles quand le Sud de l'Europe dépend avant tout de ses activités de service. La monnaie unique a, en outre, permis à l'Allemagne d'échapper à l'appréciation de sa monnaie. Un tel excédent aurait conduit à une revalorisation plus forte de sa monnaie si elle avait conservé le deutschemark. Le cours de l'euro est affaibli par les États du Sud accumulant des dettes. L'Allemagne dont la demande intérieure est faible en raison de son vieillissement a profité du rattrapage de l'Europe du Sud pour conforter ses revenus. Mais, en l'absence de mécanismes de transferts sociaux à l'intérieur de la zone euro, cette répartition des rôles ne pouvait qu'amener des déséquilibres, jugés insupportables avec la crise.

La crise des dettes souveraines de 2011/2012 a contraint les États périphériques à réduire leurs déficits extérieurs et intérieurs en pesant sur les évolutions des revenus tant professionnels que sociaux. Les ajustements au sein de la zone euro sont assez sensibles car ils passent par les revenus et la consommation. Auparavant les dévaluations avaient des effets identiques mais plus indolores. En augmentant le coût des importations, elles rognaient le pouvoir d'achat des consommateurs concernés. Par ailleurs, elles étaient fréquemment accompagnées de plans de rigueur. À l'inverse des États-Unis qui sont une république fédérale, la

zone euro connaît un partage du risque très limité. 80 % des chocs qui affectent une économie donnée ne sont pas lissés ou mutualisés.

Les deux crises survenues depuis l'introduction de l'euro ont abouti à une renationalisation des marchés de financement. Les agents européens rechignent à prêter dans un autre État de la zone euro que le leur. Les Allemands ou les Néerlandais qui ont des excédents préfèrent prêter en dehors de la zone euro. Le renforcement des mécanismes de partage du risque au sein de la zone euro nécessiterait notamment une plus grande intégration des marchés des capitaux et un marché du crédit transfrontalier moins sensible aux retournements conjoncturels.

La zone euro souffre donc de l'absence d'outils de gestion des crises. Le Mécanisme européen de stabilité (MES) est une avancée mais son intervention n'est possible qu'en cas de crise grave et avérée. La mise en place d'instruments pouvant intervenir en amont serait salutaire pour absorber une partie des chocs.

Au niveau financier, la BCE joue un rôle moteur pour éviter la survenue d'une crise systémique. Ainsi, elle a contribué à la mise en œuvre d'une union bancaire en 2013. Cette dernière repose sur trois piliers :

- la prévention des risques, au moyen d'un mécanisme de supervision unique confié à la Banque centrale européenne ;
- la dissociation des risques, souverains et bancaires, au moyen d'un mécanisme de résolution unique comportant notamment un fonds de résolution alimenté par les banques ;
- la mutualisation des risques, au moyen d'un mécanisme unique de garantie des dépôts bancaires.

Pour assurer une plus grande convergence économique et surmonter des aléas conjoncturels asymétriques, certains dirigeants dont Emmanuel Macron demandent la mise en place d'un budget de la zone euro. Pour le moment, la zone euro n'est qu'un élément non institutionnel de l'Union européenne. Initialement, tous les États membres avaient vocation à adhérer à la monnaie unique (à l'exception du Danemark). Depuis, le Royaume-Uni, la Pologne et la République tchèque ont fait savoir que leur participation à l'Union ne saurait entraîner leur adhésion à l'euro. De ce fait, l'idée de dissocier les deux structures peut se justifier. L'existence d'un budget serait à même d'épauler des États en difficulté. Tout en ne s'opposant pas sur le principe, Angela Merkel a signifié à la France que le budget de la zone euro devrait rester modique et ne pas donner lieu à des versements automatiques.

À défaut de politique budgétaire commune, la politique de la zone euro est essentiellement monétaire. La BCE en adoptant des taux nuls voire négatifs et en effectuant des rachats d'actifs a permis aux États de la périphérie de surmonter la crise des dettes souveraines. Elle a aussi contribué à la reprise économique constatée depuis 2016. Sous couvert de lutte contre la désinflation, elle s'est immiscée dans le débat économique.

Certains demandent que la BCE intègre des critères liés à l'emploi et à la croissance dans l'élaboration de la politique monétaire sur le modèle de la

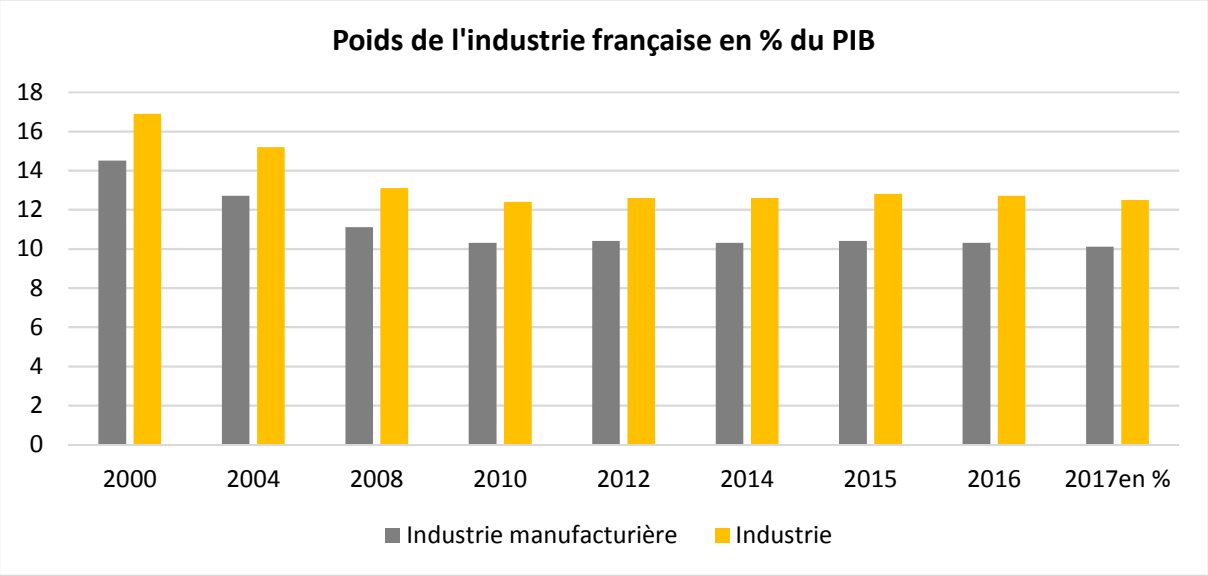
FED. Dans les faits, elle prend en compte l'évolution de l'activité comme en témoigne sa décision au début de l'année 2019 de différer, à la fin de l'année 2020, la hausse de ses taux directeurs. La Banque centrale européenne a endossé un rôle beaucoup plus important que prévu en 1999 en augmentant la taille de son bilan et en supervisant directement les principales banques au sein d'un mécanisme de surveillance unique. En fixant des règles de crédits, elle pourrait, influencer encore plus finement la politique économique. Elle pourrait à terme fixer des plafonds d'endettement des différents acteurs pour éviter le développement de déséquilibres. Elle pourrait, par ailleurs, imposer des contraintes accrues aux banques pour limiter le recours aux crédits de la part des entreprises et des ménages. Mais, cet interventionnisme monétaire a des limites. Une banque centrale n'a pas vocation à être un acteur dominant de la politique économique. La gestion macroéconomique ne peut pas relever que d'une instance supranationale disposant de moyens spécifiques.

POINTS DE REPÈRE

MALGRÉ DES DÉBOIRES, L'INDUSTRIE FRANÇAISE EST TOUJOURS LÀ

La désindustrialisation st au cœur du débat public depuis les années 70. La valeur ajoutée de l'industrie a diminué en France. Elle représente 12 % du PIB en 2018 contre 25 % dans les années 60. Cette analyse doit cependant être relativisée par le fait que le prix des produits industriels a une tendance structurelle à baisser quand celui des services progresse de manière continue.

Par ailleurs, des entreprises n'appartenant pas au secteur secondaire recourent à des techniques qualifiables d'industrielles. Cela concerne notamment les entreprises de réseaux (eau, énergie, déchets, télécommunications, etc.) ont enregistré une forte croissance. Leur valeur ajoutée représente 30 % du PIB.



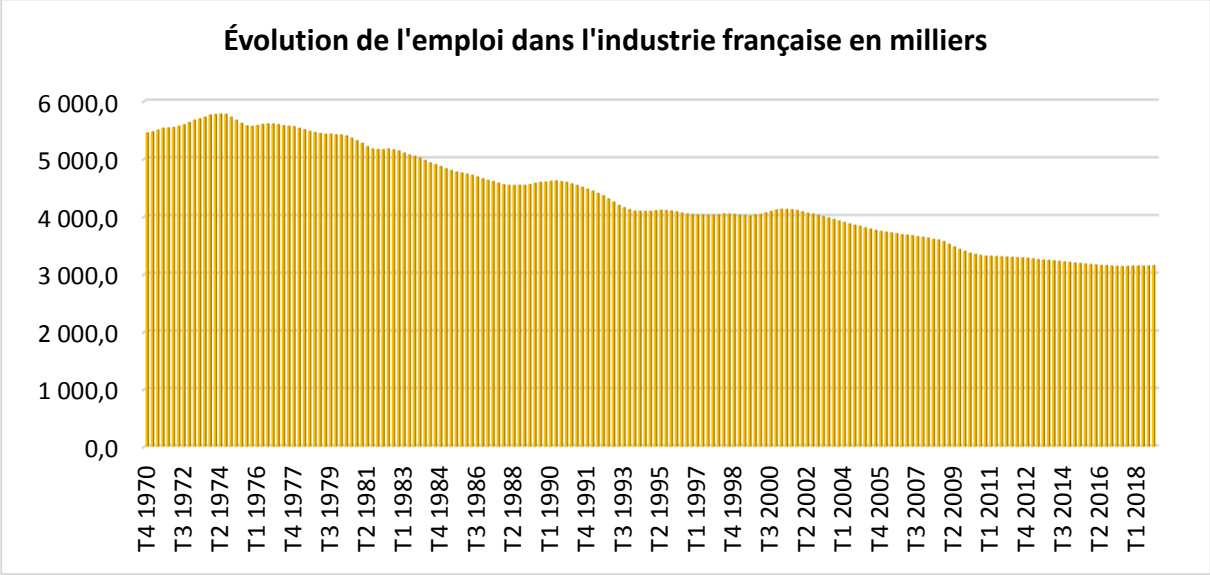
Source : INSEE

L'industrie, c'est de plus en plus de services tant au niveau de la production qu'au niveau de la distribution. Le Techno-centre de Guyancourt rassemblant plus de 10 000 ingénieurs, techniciens et employés est la plus grande usine du Groupe Renault tout en ne produisant pas de voitures. L'usine de Douai qui assemble des « Espace » et des « Scenic » emploie moins de 5 000 personnes.

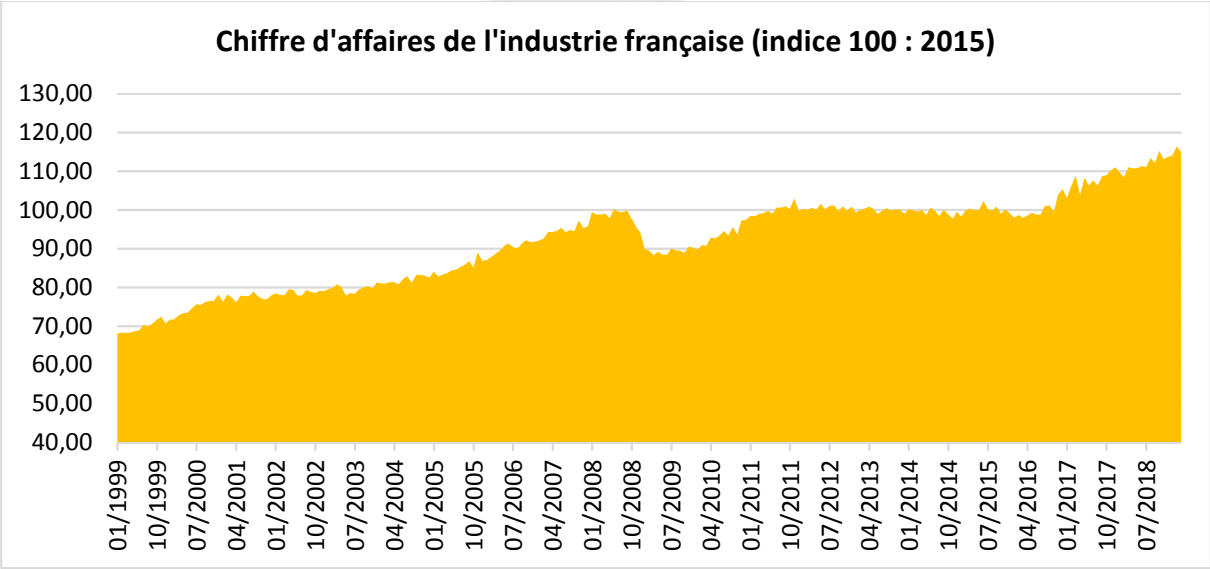
En France, l'industrie pèse peu en nombre d'entreprises (8 %) mais rassemble cependant plus d'un tiers des entreprises de 250 salariés ou plus. Elle réalise 55 % des exportations françaises. Elle assure plus de 30 % des investissements.

L'emploi industrie, en France, est passé de 5 à 3,1 millions de 1980 à 2017. Cette baisse ne concerne pas que notre seul pays. De 1973 à 2015, l'industrie française est passée de 28 à moins de 12 % de l'ensemble des emplois. En Allemagne, l'emploi industriel a reculé sur la même période

de 15 points comme aux États-Unis. Au Japon, la chute atteint même 16 points. L'emploi a atteint son maximum au Royaume-Uni dans les années 1950, aux États-Unis dans les années 1960 et en France dans les années 1970.



La première raison du déclin de l'emploi industriel s'explique par l'externalisation de nombreuses activités de la part des firmes industrielles (nettoyage, restauration, rémunération, etc.). Il faut y ajouter le secteur de l'intérim comptabilisé comme une activité tertiaire. L'autre grande explication de la baisse de l'emploi industriel provient des gains de productivité. De 1995 à 2018, malgré la crise de 2008, la production industrielle française a progressé de 50 % quand, sur cette même période, le nombre d'heures de travail dans ce secteur a été divisé par deux. Le produit par heure a donc été multiplié par plus de trois. La France, en termes de gains de productivité, fait un peu mieux que l'Allemagne mais moins bien que les États-Unis, la Corée du Sud ou Taïwan.



Source : INSEE

Les effets du développement de la production industrielle chinoise sur celle de la France sont difficiles à apprécier. Plusieurs études soulignent que si l'impact était modéré sur un plan macroéconomique, en revanche, sur des bassins d'emploi ou pour certains types de production, celui-ci serait élevé. Le ressenti de l'opinion serait d'autant plus fort que la mobilité professionnelle et géographique s'est ralentie. Le développement de l'automatisation supprime des nombreux emplois qualifiés rendant d'autant plus difficile le réemploi d'anciens salariés de l'industrie.

Depuis le début de l'année 2019, l'industrie est confrontée au ralentissement du commerce international. Celles de l'Allemagne et du Japon sont particulièrement touchées. A la lecture des statistiques de l'INSEE, la situation de l'industrie française est plus contrastée.

Au cours du premier trimestre 2019, le chiffre d'affaires de l'industrie manufacturière progresse par rapport au dernier trimestre 2018 de +0,8 % de même que dans l'ensemble de l'industrie (+1,0 %). Cette hausse est imputable aux matériels de transport (+3,4 %), aux biens d'équipement (+2,2 %) et à la cokéfaction et raffinage (+2,6 %). Il est quasi-stable dans les industries agro-alimentaires (-0,1 %) et diminue dans les « autres industries » (-0,4 %). Sur ces douze derniers mois, l'industrie manufacturière connaît une forte hausse, +4,2 %. La progression du chiffre d'affaires est encore plus vive pour l'ensemble de l'industrie (+4,9 %) du fait de la forte hausse dans les industries extractives, eau, déchets et dépollution (+8,3 %). Le chiffre d'affaires augmente dans tous les secteurs de l'industrie manufacturière : les matériels de transport (+9,3 %), les « autres industries » (+2,9 %), les biens d'équipement (+5,3 %), la cokéfaction et raffinage (+7,8 %) et les industries agro-alimentaires (+1,5 %).

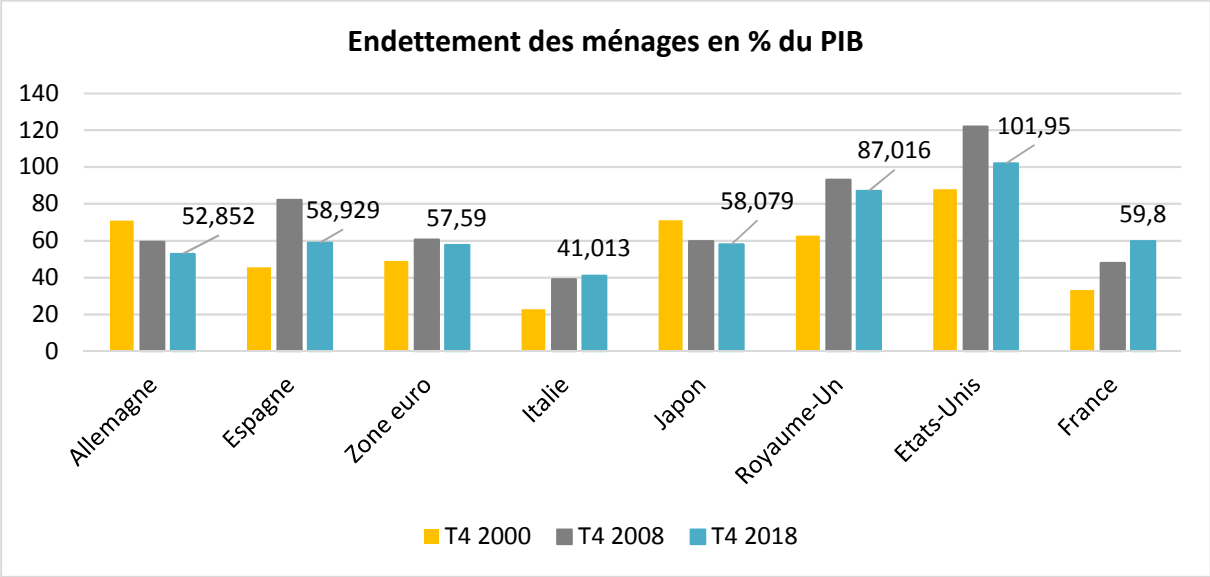
LES ENDETTEMENTS PLURIELLES DE LA FRANCE

Si l'endettement privé est en baisse au sein de la zone euro, il continue d'augmenter en France et de manière assez rapide. En effet, en 2018, le taux d'endettement du secteur privé non financier de la zone euro a diminué de 0,1 point, par rapport à 2017, pour s'établir à 118,9 % du PIB. En France, sur la même période, il a augmenté de 4,2 points pour s'élever à 132,3 % du PIB fin décembre 2018. À la fin de l'année 2016, ce taux n'était que de 126,1 % du PIB. Le taux d'endettement privé est désormais supérieur en France à celui de ses principaux partenaires. Cette situation est imputable aux entreprises. En effet, le taux d'endettement des ménages était de 59,8 % du PIB fin 2018 assez proche de la moyenne de la zone euro (57,6 % du PIB). L'endettement des entreprises est, en revanche, de 11 points supérieurs à la moyenne de la zone euro (72,6 contre 61,4 % du PIB en 2018).

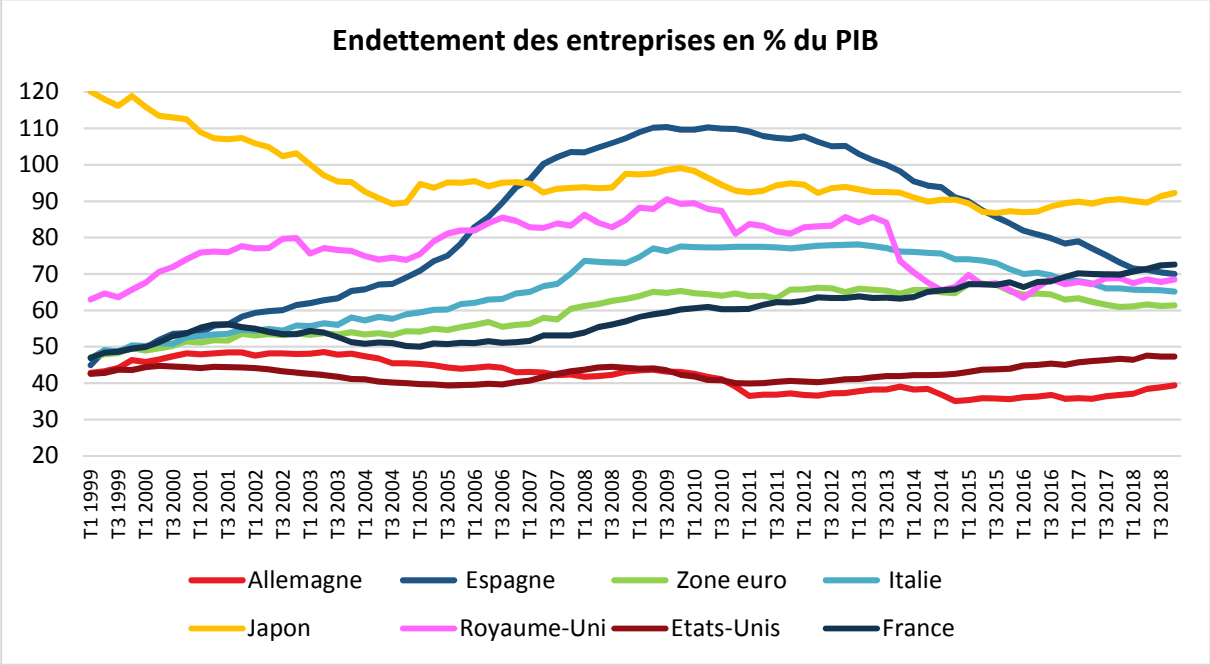
Le taux est de 128,9 % du PIB en Espagne, en baisse de 5,3 points en un an. Il est de 106,2 % du PIB en Italie en baisse de 0,8 point toujours sur un an. En Allemagne, en revanche, il a augmenté de 0,9 point en 2018 mais il n'est que de 92,2 % du PIB. Aux États-Unis, l'endettement des entreprises et des ménages a diminué d'un point en un an. Il s'élevait fin décembre 2018 à

149,2 % du PIB. Au Japon, à 150,4 % du PIB, il a enregistré une hausse de 2,6 points. Enfin au Royaume-Uni, ce taux était de 155,5 % en progression de 0,7 point sur un an.

En France, les ménages s'endettent pour acheter des biens immobiliers en profitant des taux bas. Les entreprises qui ont repris le chemin de l'investissement font de même. Elles privilégient l'endettement à l'émission de titres.



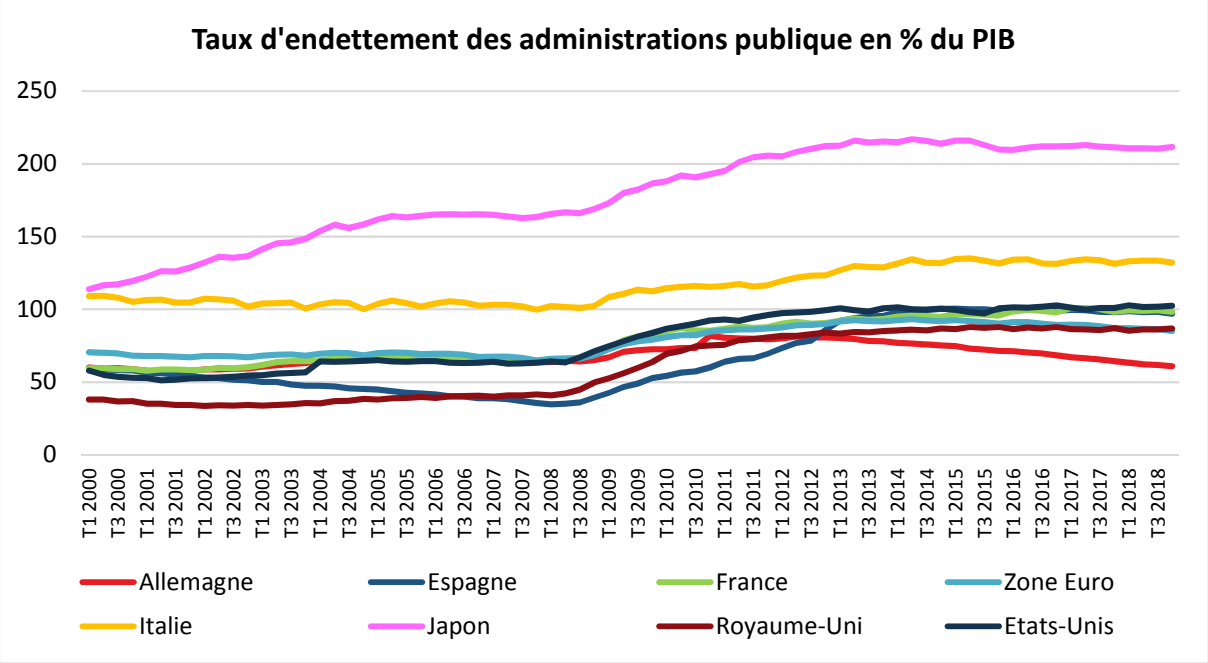
Source : INSEE



Source : INSEE

Stabilisation de la dette de l'État

Le taux d'endettement des administrations publiques de la zone euro baisse de 1,9 point sur un an pour atteindre 85,2 % du PIB fin 2018. Le ratio de dette publique diminue en Espagne (-1,0 point sur l'année) et plus nettement en Allemagne (-3,6 points). Il est stable en France à 98,4 % du PIB. En revanche, il augmente en Italie (+0,8 point en 2018). En dehors de la zone euro, le ratio de dette publique croît en 2018 aux États-Unis (+1,7 point), baisse au Royaume-Uni (-0,3 point) et se stabilise au Japon (+0,1 point).



Source : INSEE

LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
PIB *Mds d'euros 2018* **PIB par tête** *En euros*	**2 350** **35 083**	3 390 40 852	1 757 29 071	1 208 25 584	11 578 33 911	2 394 36 014
Croissance du PIB *En % -. 2018*	**1,7**	1,5	0,1	2,5	1,8	1,6
Inflation *En % - avril. 2019*	**1,5**	2,1	1,1	1,6	1,7	1,9
Taux de chômage *En % -mars 2019*	8,7	3,2	10,2	14,0	7,7	3,7
Dépenses publiques *En % du PIB 2018*	**56,2**	43,8	48,1	41,1	46,7	40,5
Solde public *En % du PIB 2018*	**-2,5**	+1,7	-2,1	-2,5	-0,5	-1,5
Dette publique *En % du PIB 2018*	**98,4**	60,9	132,2	97,1	87,2	85,8
Balance des paiements courants *En % du PIB - Déc. 2018*	**-0,7**	7,6	2,7	0,9	3,1	-3,8
Échanges de biens *En % du PIB – déc. 2018*	**-2,6**	6,9	2,3	-2,7	1,7	-6,5
Parts de marché à l'exportation *En % 2018* **Variation depuis 1999** *en %*	**3,0** **-48,9**	8,2 -19,3	2,8 -37,4	1,8 -13,3	26,0 -24,6	2,5 -50,1

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS	RÉSULTATS
CAC au 31 décembre 2018	**4 730,69**
CAC au 31 mai 2019	**5 207,63**
Évolution en mail	-6,69 %
Évolution sur un an	-4,05 %
DAXX au 28 décembre 2018	**10 558,96**
DAXX au 31 mai 2019	**11 726,84**
Évolution en mail	-4,88 %
Évolution sur un an	-8,27%
Footsie au 31 décembre 2018	**6 728,13**
Footsie au 31 mai 2019	**7 161,71**
Évolution en mail	-3,73 %
Évolution sur un an	-6,86 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2018	**3 173,13**
Euro Stoxx au 31 mai 2019	**3 280,43**
Évolution en mail	-6,33 %
Évolution sur un an	-4,67 %
Dow Jones au 31 décembre 2018	**23,327.46**
Dow Jones au 31 mai 2019	**24 815,04**
Évolution en mail	-6,55 %
Évolution sur un an	+0,60 %
Nasdaq au 31 décembre 2018	**6 635,28**
Nasdaq au 31 mai 2019	**7 453,15**
Évolution en mail	**-8,68** %
Évolution sur un an	-0,12 %
Nikkei au 28 décembre 2018	**20 014,77**
Nikkei au 31 mai 2019	**20 601,19**
Évolution en mail	-7,45 %
Évolution sur un an	-6,44 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2018	**2 493,89**
Shanghai Composite au 31 mai 2019	**2 898.70**
Évolution en mail	-5,84 %
Évolution sur un an	-6,86 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2018	**1,1447**
Parité euro/dollar au 31 mai 2019	**1,1167**
Évolution en mail	-0,16 %
Évolution sur un an	-4,30 %
Once d'or au 31 décembre 2018 en dollars	**1 280,690**
Once d'or en dollars au 31 mai 2019	**1 304,780**
Évolution en mail	+1,96 %
Évolution sur un an	+0,25 %
Pétrole Brent au 31 décembre 2018	**53,429**
Pétrole de Brent en dollars au 31 mai 2019	**61,960**
Évolution en mail	-12,98 %
Évolution sur un an	-19,92 %

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