

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>Les retraites, une affaire avant tout économique !</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>L'industrie automobile face au triple défi : mondialisation, digitalisation, transition énergétique</i>	3
HORIZON CONJONCTURE	6
<i>Quand la croissance est prise d'une longueur monotone</i>	6
HORIZON EXTERIEUR	9
<i>Les États-Unis, une puissance pétrolière</i>	9
HORIZON FINANCE	11
<i>Une économie financiarisée mais sans action ?</i>	11
TOUR D'HORIZON	12
<i>La science économique bousculée</i>	12
<i>L'arbre est-il l'avenir de la femme et de l'homme ?</i>	14
POINTS DE REPÈRE	16
<i>La pierre continue sa course folle</i>	16
LES STATISTIQUES	18

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LES RETRAITES, UNE AFFAIRE AVANT TOUT ECONOMIQUE !



42 régimes de base, une centaine de régimes complémentaires, plus de 13 régimes de réversion, notre système de retraite fait la fortune des consultants en droit social et en informatique.

Le principe de faire converger les régimes actuels figure dans les projets de l'administration et de certains partis politiques depuis une trentaine d'années. La convergence a commencé en 1993 avec le principe de l'alignement des régimes indépendants, des professions libérales sur celui des salariés. Le problème clef provient du fait que les régimes de la fonction publique et les régimes spéciaux ont des règles de calcul complètement différentes de celles en vigueur pour les régimes dits alignés. Fallait-il donc modifier tous les modes de calcul pour aboutir à une règle unique ou accentuer la convergence par touche impressionniste ? Le Gouvernement a opté pour un big bang qui permet à la technostructure de montrer tout son savoir-faire. Faire basculer tous les actifs ou presque ayant des statuts différents dans un nouveau système en effectuant des transformant des annuités et des pourcentages de salaire en points relève des douze travaux d'Hercule. Après avoir réussi, il faut l'avouer avec talent, la retenue à la source, le pouvoir est peut-être un peu gourmand en s'attaquant à plus gros lui.

La retraite est le miroir de notre histoire sociale. Elle est le miroir des rapports de forces économiques et sociales. Tous les actifs ou presque aspirent à bénéficier d'une retraite aussi généreuse que possible. Elle est perçue comme une récompense, comme des grandes vacances après des années de labeurs, de dictature des horaires, d'ordre plus ou moins rationnels des chefs.... La sacralisation de la retraite traduit un rapport complexe au travail. En améliorant les conditions de travail, le débat sur les retraites serait peut-être plus dépassionné à moins qu'il ne soit qu'une rémanence de la vieille lutte des classes qui transcende le pays depuis le XIX^e siècle.

Quelle que soit la suite qui sera donnée à cette réforme, le niveau des pensions de base est amené à s'éroder en raison du jeu des lois démographiques et de la persistance d'une faible croissance. Pour maintenir le niveau de vie des retraités, le débat devrait porter non pas sur les modalités du calcul des pensions, par points, en comptes notionnels, en annuités, mais sur les moyens de refaire partir l'économie. Ce sont les emplois et l'investissement qui paieront les pensions de demain et d'après-demain !

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

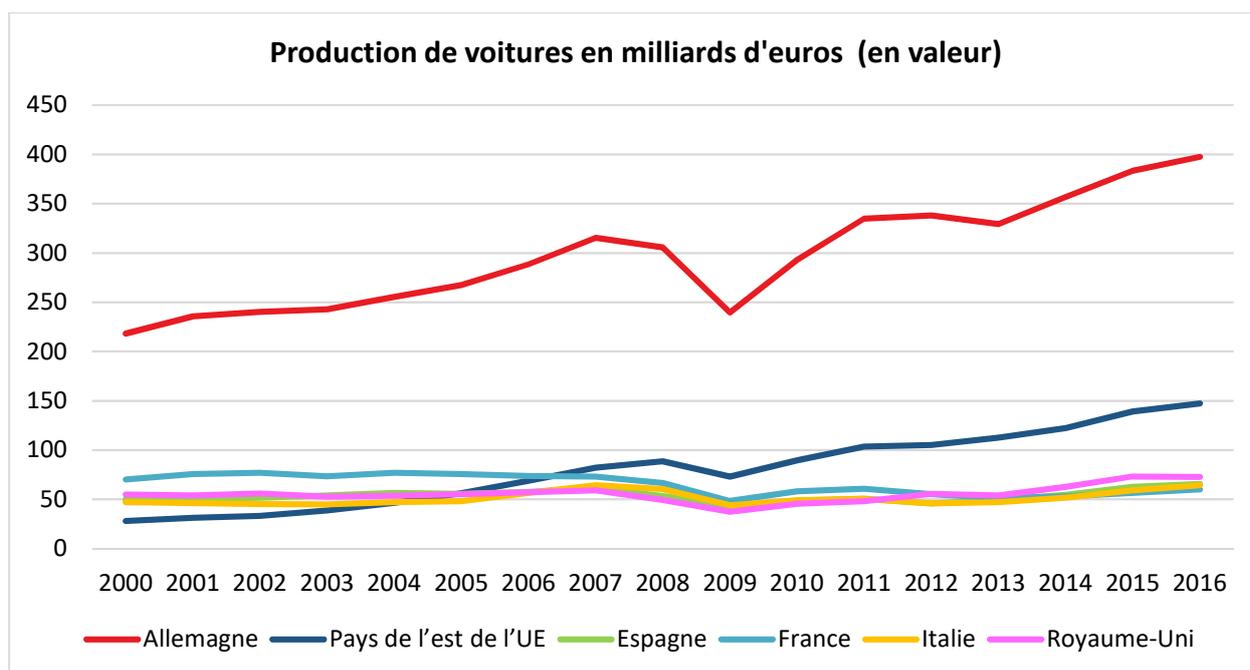
L'INDUSTRIE AUTOMOBILE FACE AU TRIPLE DEFI : MONDIALISATION, DIGITALISATION, TRANSITION ENERGETIQUE

L'industrie automobile française avait dans les années 1980 et 1990 deux grandes caractéristiques, elle produisait des voitures de gamme moyenne mues par des moteurs diesels. L'Allemagne a privilégié de son côté le haut de gamme. À partir des années 90, les constructeurs français ont délocalisé une partie importante de leur production. Ce choix de l'étranger était également le moyen de gagner de nouveaux marchés. Les constructeurs doivent faire face à deux autres défis, le passage à de nouveaux carburants, pour le moment essentiellement l'électricité et celui des véhicules dirigés par l'intelligence artificielle. Les cartes se rebattent à toute vitesse dans ce secteur qui a fait la croissance du XX^e siècle. L'industrie française semble un peu en perte de vitesse tout en disposant encore de très grandes entreprises.

La France n'est plus, en effet, que le cinquième pays fabricant automobile européen avec 6,7 % de la production en 2016. Elle se place ainsi derrière l'Italie (7,2 %), l'Espagne (7,4 %), le Royaume-Uni (8,2 %) et l'Allemagne

qui assurent 44,5 % de la production automobile européenne. Le secteur automobile allemand pèse six fois celui de la France en termes de production. Jusqu'en 2011, la France occupait la deuxième place. Depuis le début des années 2000, le poids de la production automobile française en Europe a été divisé par deux (13,1 % en 2000). Dans le même temps, l'Allemagne a conforté sa position (40,6 % en 2000). Avec la chute du Rideau de fer, les pays d'Europe de l'Est sont devenus des pays constructeurs d'automobiles importants. Ils ont bénéficié de nombreuses délocalisations venant notamment de France. Leur poids au niveau de la production a plus que triplé (16,5 % en 2016 contre 5,2 % en 2000). La production française a été fortement impactée par la crise de 2008 qui a accentué son déclin.

La France qui dégagait un important excédent commercial dans le secteur de l'automobile est déficitaire depuis 2008. Le solde commercial des produits automobiles était ainsi de -9,6 milliards d'euros en 2016.



Source : Cercle de l'Épargne – INSEE – Eurostat

Le secteur de l'automobile en France concerne encore 418 groupes qui réalisent un chiffre d'affaires de 55 milliards d'euros. Les véhicules sont la principale production des groupes automobiles (58 %). La fabrication d'accessoires divers, tels que les pièces moulées, les boîtes de vitesse, les embrayages, vient en deuxième position (23 %). En intégrant toutes les activités liées à l'automobile, les réseaux de vente, de réparation, etc., le chiffre d'affaires du secteur atteint 144 milliards d'euros. 218 000 personnes en équivalent temps plein (ETP) sont employées au sein de ce secteur. Parmi les groupes, les constructeurs assurent à eux seuls 80 % du chiffre d'affaires du secteur. Renault, PSA, Renault Trucks (groupe Volvo) et Toyota sont les principaux responsables du chiffre d'affaires et employeurs en France pour ce secteur. À l'autre extrémité, 1 200 unités légales automobiles indépendantes réalisent 1,5 milliard d'euros de chiffre d'affaires, soit 1 % du chiffre d'affaires du secteur, principalement dans la fabrication de

carrosseries et remorques. Elles emploient 8 000 personnes en ETP.

Une forte internationalisation du secteur

À l'étranger, les groupes français disposent de plus de 800 filiales et génèrent un chiffre d'affaires de 135 milliards d'euros, supérieur au montant réalisé en France. Ces filiales étrangères emploient deux tiers des effectifs mondiaux des groupes automobiles français. En poids, à l'étranger, les constructeurs dominent avec un chiffre d'affaires de 111 milliards d'euros et un effectif de 180 000 salariés.

Une forte dépendance vis-à-vis de l'Est

Deux tiers des véhicules importés par les multinationales françaises proviennent ainsi d'Espagne et des pays d'Europe centrale et orientale, surtout de Slovaquie et, dans une moindre mesure, de Roumanie,

Slovénie et République tchèque. 18 % viennent de Turquie et du Maghreb. L'Amérique du Nord, la Chine et l'Amérique du Sud apparaissent comme des zones de production plus autonomes et orientées vers des marchés locaux. Les équipementiers sont présents en Asie. Ils comptent davantage de salariés que les constructeurs dans les filiales des groupes automobiles présentes en Chine.

Le déficit commercial automobile vient exclusivement des voitures particulières. Les échanges sont excédentaires pour les équipements et à l'équilibre pour les utilitaires et autobus. Le déficit en voitures particulières s'explique avant tout par les importations de constructeurs automobiles étrangers, majoritairement allemands. En France, leur activité de production est minoritaire, comme celle de Mercedes ou Volkswagen, voire inexistante comme celle de BMW. Malgré leurs sites de production situés à l'étranger, les groupes multinationaux classés dans le secteur de l'automobile en France sont exportateurs nets de voitures particulières (solde de 2,9 milliards d'euros). Ils importent néanmoins pour 10,1 milliards d'euros d'automobiles chaque année représentant ainsi plus d'un tiers des

importations totales de voitures particulières.

Le secteur automobile français apparaît très internationalisé avec un éclatement important de la chaîne de valeur. Les groupes français spécialisés sur la production de voitures de gamme moyenne ont choisi de se délocaliser à la fois pour conquérir des parts de marché à l'étranger et pour maintenir leur compétitivité sur un marché hautement concurrentiel. Le mode de croissance a été différent de celui de l'industrie automobile allemande qui est plus fortement positionnée sur le haut de gamme. Il est à noter que le producteur allemand Opel qui ne faisait que de la gamme moyenne, a été racheté par le groupe PSA. Le secteur de l'automobile qu'il soit ou non français, doit faire face à un double défi, celui de l'électrification et celui des véhicules sans pilote. La gestion des données devient un élément clef pour le secteur permettant à des acteurs de l'informatique de s'y inviter, que ce soit Google ou Apple. Considéré longtemps comme relativement fermé en raison du poids des investissements nécessaires pour produire, commercialiser et entretenir les voitures, le moteur électrique semble changer cet état de fait avec l'arrivée de nouveaux venus comme Tesla.

HORIZON CONJONCTURE

QUAND LA CROISSANCE EST PRISE D'UNE LANGUEUR MONOTONE

La croissance est en pente douce sur longue période dans tous les pays avancés. La Chine semble se joindre au mouvement depuis une dizaine d'années. Même si le taux de croissance du pays demeure à l'échelle de l'histoire économique contemporaine élevé, son orientation est baissière depuis quelques années, traduisant une rupture par rapport à la période 1990/2008.

Pour certains économistes, la faiblesse de la demande interne en lien avec une montée des inégalités serait à l'origine de cette stagnation. Pour d'autres, la diminution de la progression du commerce extérieur ou la relative modération de la croissance des investissements seraient les principaux facteurs de la léthargie économique.

Dans de nombreux pays, comme aux États-Unis, en France, en Italie ou en Chine, la demande intérieure est en grande partie responsable du ralentissement de la croissance. En Allemagne, en Espagne mais également en Chine ou aux États-Unis, la composante extérieure y contribue également.

La demande intérieure pâtit des faibles gains de pouvoir d'achat enregistrés depuis une quinzaine d'années. La répartition de la valeur ajoutée s'effectue de manière moins favorable aux salariés que dans les années 60 à 80. La tertiarisation des économies s'est accompagnée d'une diminution du nombre de salariés syndiqués. La moindre concentration des effectifs au sein d'établissements industriels a érodé le pouvoir des syndicats. L'essor

des formes alternatives d'emploi représentées par les micro-entrepreneurs ou les mini-jobs joue également en faveur de la modération des revenus professionnels.

La tertiarisation et la digitalisation des économies amènent une polarisation des emplois. La désindustrialisation et la robotisation ont conduit à la suppression d'emplois qualifiés qui ont été remplacés par des emplois à faible valeur ajoutée et à faible rémunération dans le secteur tertiaire ainsi que par des emplois à forte qualification mais en nombre plus réduit. Les premiers se concentrent dans les services à la personne, dans les activités de logistique quand les seconds concernent les secteurs à haute technologie ou la finance. Cette polarisation pèse sur la masse salariale et la demande intérieure d'autant plus que le travail à temps partiel et que les contrats à durée déterminée se développent. Les actifs doivent se constituer une épargne de précaution plus importante pour faire face à un risque de perte d'activité ou de revenus qui a, ces dernières années, augmenté.

La faiblesse de la capacité à exporter peut avoir des causes domestiques ou externes en cas de faiblesse du commerce mondial.

La France et l'Italie éprouvent des difficultés à conserver leurs parts de marché. L'offre de produits est à la fois inadaptée et peu compétitive. Il en est de même avec le Royaume-Uni. L'Allemagne a profité pleinement de la progression de la demande mondiale de biens d'équipement et de biens

durables jusqu'en 2018. Le ralentissement de l'économie chinoise et sa tertiarisation remettent en cause cet avantage comparatif qui a fait le bonheur de l'économie germanique.

La moindre progression ou la diminution de la demande extérieure a des conséquences par ricochet sur la demande intérieure. Les dépenses d'investissement ont, en effet, tendances à reculer. La baisse des revenus tirés des exportations peut également avoir des conséquences sur la consommation.

Face à l'insuffisance de la demande intérieure, des économistes suggèrent une relance par la dépense publique voire de recourir à des techniques monétaires nouvelles comme « l'helicopter money » en vertu de laquelle les banques centrales pourraient affecter des sommes d'argent directement aux ménages. La question de la relance budgétaire pose celle de l'équilibre des comptes courants. En effet, un accroissement des dépenses sans lien avec l'offre peut conduire à un déséquilibre majeur de la balance commerciale. Par ailleurs, il fait fi d'un éventuel renversement des marchés financiers qui pourraient, comme cela a été constaté en Grèce, faire douter des capacités de remboursement de tel ou tel État et imposer des taux prohibitifs créant un effet boule de neige. L'Allemagne est supposée avoir des marges de manœuvre pour augmenter sa demande intérieure via, par exemple, les dépenses d'infrastructure. Face au ralentissement de la croissance, un débat s'est ouvert pour l'engagement d'un plan de relance, sans pour autant aboutir. Malgré tout, les deux principaux syndicats et le patronat ont réclamé un programme d'investissement de la part de l'État. Le président de l'Association

des entreprises (BDI), Dieter Kempf, souhaite un accroissement des dépenses d'investissements dans les nouvelles technologies, le transport et l'environnement. Les deux instituts de recherche économiques, l'IMK et l'IW, ont évalué à 450 milliards d'euros sur dix ans le montant souhaitable des dépenses, soit 1,3 % du PIB. Ces organismes préconisent également de desserrer les règles en vigueur pour le déficit public qui conduisent à limiter à 0,35 % du PIB le montant du déficit structurel (hors éléments conjoncturels).

Le Ministère des finances a rejeté les propositions des partenaires sociaux en soulignant « *qu'aucun autre gouvernement fédéral n'a investi davantage que le nôtre* ». Angela Merkel a rappelé que la politique budgétaire actuellement en vigueur avait « *généralisé la croissance* ». La Chancelière souhaite néanmoins améliorer le niveau de vie des retraités les plus modestes, ce qui provoque des tensions avec l'aile droite de la CDU/CSU.

En France, Emmanuel Macron a également souhaité desserrer l'étreinte relative des 3 % de PIB de déficit afin de financer des dépenses d'investissement. Le déficit français qui est parmi les plus élevés d'Europe (avec celui de l'Italie et l'Espagne) est avant tout le produit d'un surcroît de dépenses de fonctionnement, celles d'investissement ayant tendance à diminuer. Malgré des dépenses publiques représentant 56 % du PIB, un record mondial, celles-ci apparaissent insuffisantes pour satisfaire aux besoins croissants, que ce soit dans le domaine de la santé, de la retraite, de l'éducation ou des infrastructures ferroviaires et routières. La rigidité des structures et des dépenses ne facilite

par les économies et le redéploiement. La France a construit son modèle économique et social avec un taux de croissance qui doit être au moins de

2,5 %. En-deçà, les problèmes s'accumulent au point d'être autant de sources de blocages.



HORIZON EXTERIEUR

LES ÉTATS-UNIS, UNE PUISSANCE PETROLIERE

Les États-Unis ont confirmé leur sortie officielle des accords de Paris sur le climat le lundi 4 novembre. Cette sortie intervient deux ans après l'annonce de Donald Trump, et un an avant l'élection présidentielle. Pour des raisons juridiques, la sortie des États-Unis de l'accord ne pouvait intervenir que trois ans après son entrée en vigueur. Les États-Unis sont à ce jour le seul pays à se désengager de ce texte signé par 197 pays.

La raison officielle du retrait est liée au caractère inégalitaire de l'accord qui ferait peser des charges disproportionnées sur l'économie américaine. Même si l'accord n'est pas contraignant, les États-Unis, en se retirant, se dégagent de tous leurs engagements en matière de plafonnement des émissions de gaz à effet de serre. Les contraintes pouvant peser sur les énergies fossiles sont ainsi levées.

Avec cette sortie, le Président s'adresse, avant tout, au cœur de son électorat climatosceptique, dépendant de la voiture pour circuler, et qui de manière directe ou indirecte est en lien avec le secteur pétrolier. Il entend, en effet, conforter un secteur d'activité qui joue depuis une dizaine d'année un rôle clef dans la croissance.

L'essor de la production de pétrole de schiste constitue une véritable révolution pour les États-Unis qui sont redevenus premier producteur mondial et même exportateur. Le pétrole de schiste a un impact qui dépasse les États-Unis. De 2002 à 2018, la production de la consommation de

pétrole est passée de 75 à 102 millions de barils jour. Cette progression de 33 % a suivi la demande sur longue période. La seule période où cette dernière excédait l'offre a été constatée juste avant la crise de 2008. Le cours du baril avait alors fortement progressé pour dépasser 140 dollars le baril. Le rééquilibrage du marché a été obtenu par l'affaiblissement de la croissance de la demande en raison de la crise, affaiblissement qui, par la suite, a été alimenté par la moindre progression de la demande en produits industriels. Néanmoins, la baisse des cours et l'adéquation entre offre et demande ont été rendus possibles par l'arrivée du pétrole de schiste. La production américaine de pétrole est passée de 6 millions de barils jour en 2007 à plus de 12 millions en 2018. Le pétrole de schiste représente plus de 50 % de cette production quand c'était moins de 20 % en 2007. L'augmentation de la production pétrolière mondiale est avant tout tirée par celle des États-Unis.

Les États-Unis sont aujourd'hui les arbitres du marché. Par leur politique énergétique, ils permettent le maintien des prix bas pour les énergies fossiles. À court terme, cela est favorable à la croissance ; à moyen et long terme, cela ralentit la transition énergétique et la lutte contre le réchauffement climatique.

L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a, dans son rapport annuel du mois de juin, admis qu'elle n'était plus la seule maîtresse du jeu pour la fixation du prix du baril. Elle a revu à la baisse ses prévisions de la demande de pétrole qui lui sera

adressée. L'organisation estime qu'elle va vendre chaque année 7 % de moins d'or noir, du fait de l'augmentation de l'offre américaine qui devrait d'ici 2025 représenter près de 20 % de l'offre mondiale. Le prix d'équilibre actuel, autour de 60 dollars le baril, est inférieur aux besoins des pays de l'OPEP. Son prix idéal se situe autour de 80 dollars.

Au niveau mondial, la demande en pétrole demeure pourtant dynamique. Selon le rapport annuel précité, elle devrait atteindre 110,6 mb/j d'ici à 2040. Néanmoins, c'est 1 mb/j de moins que dans les précédentes prévisions.

En cas de retournement de la production américaine, les prix pourraient connaître une forte hausse. Selon les modèles de l'Agence International de l'Énergie, une insuffisance de 1 % de la production de pétrole mondiale par rapport à la demande accroîtrait les prix d'au moins 20 %. L'impact sur l'inflation serait sensible, ce qui pourrait conduire à une hausse des taux d'intérêt, provoquant des problèmes de solvabilité pour les États. Une augmentation rapide du pétrole aurait un évident effet récessif d'autant plus sensible que la croissance est actuellement faible. En revanche, elle accélérerait la transition énergétique en rendant rentable des investissements qui ne le sont pas actuellement.

La situation du marché pétrolier est schizophrénique. Le bas coût du pétrole dissuade les entreprises de réaliser des

investissements, en particulier dans le domaine de la recherche de nouveaux gisements. Par ailleurs, les pressions sur les investisseurs institutionnels pour se détourner des actions des compagnies pétrolières réduisent les capacités de financement de ces dernières. Elles les obligent à distribuer des montants élevés de dividendes afin de conserver leurs actionnaires. En réduisant leurs capacités financières, elles sont également freinées dans la réorientation de leurs activités. Du fait de l'augmentation de la demande, une brutale élévation pourrait intervenir d'ici quelques années. Des experts estiment au contraire que la montée en puissance des énergies renouvelables et l'augmentation du nombre de voitures électriques pourraient provoquer une rupture dans la demande de pétrole vers 2028 (cf. Jeremy Rifkin, *le new deal vert mondial* – 2019), contredisant ainsi les prévisions de l'OPEP.

La progression du pétrole de schiste pourrait connaître un frein, même aux États-Unis. Plusieurs candidats issus du parti Démocrate à l'élection présidentielle américaine (J. Biden, B. Sanders et E. Warren en particulier) se sont prononcés pour l'arrêt de la recherche du pétrole de schiste et pour une accélération du programme de transition énergétique. Par ailleurs, en raison de leur forte croissance, le secteur des énergies renouvelables devrait bénéficier d'un apport exponentiel de capitaux, ce qui accélère la transition.

HORIZON FINANCE

UNE ECONOMIE FINANCIARISEE MAIS SANS ACTION ?

Le capitalisme s'est financiarisé à grande vitesse à partir des années 80. La capitalisation des entreprises a fortement augmenté concomitamment au renforcement du rôle des actionnaires. Ce processus a conduit à une forte concentration du capital avec la multiplication des opérations de fusion acquisition et les rachats d'actions. Cette concentration a eu comme conséquence une meilleure rémunération des actionnaires. Elle s'accompagne d'une diminution des entreprises cotées. Celle-ci est non seulement due à une diminution du nombre de grandes entreprises mais aussi à une moindre appétence pour la cotation des actions de la part des dirigeants d'entreprise. L'exigence de transparence comptable et financière et les coûts de la cotation sont dissuasifs. Par ailleurs, les dirigeants d'entreprise jugent que les cours boursiers ne sont pas un bon indicateur pour évaluer la valeur réelle de celle-ci. En 10 ans, leur nombre d'entreprises cotées en Europe a baissé de près de 25 %, soit d'un peu plus de 10 000 à environ 8 000. Aux États-Unis, il est passé de 8 000 à 4 500 de 1998 à 2018.

Le marché des actions cotées s'atrophie du fait de la diminution du nombre des émissions et par les rachats effectués par les entreprises. En 2018, les entreprises du S&P 500 ont racheté pour plus de 1 000 milliards de dollars de leurs propres actions. Cette année, en 10 mois, Apple a racheté 75 milliards de dollars de ses propres actions, Microsoft, 40 milliards, Bank of America 30,9 milliards et

JPMorgan Chase 29,4 milliards, selon TrimTabs. En Europe, la société Iliad a lancé un projet d'offre public de rachat portant sur 20 % de son capital. Les entreprises se tournent beaucoup plus volontiers vers le private equity et vers le crédit d'autant plus que les taux sont faibles.

Cette attrition du marché « actions » a comme conséquence que ce dernier est de moins en moins représentatif de l'économie réelle. Il en résulte une plus forte volatilité des cours, entretenue par les rachats d'obligations des banques centrales. Les investisseurs évincés du marché de la dette de bonne qualité par la BCE se reportent en nombre sur des titres plus risqués, non éligibles au programme de rachat (high yield, emprunts subordonnés, dette hybride...).

Du fait de l'absence de titres, les investisseurs se tournent de plus en plus vers les obligations d'entreprises, ce qui amène également à une baisse des taux sur ce type de placements. Les entreprises ont bien compris l'attraction de leurs obligations. Ainsi, depuis début 2014, le marché de la dette en euro dédié aux entreprises notées en catégorie dite d'investissement (au moins triple B) a augmenté de 75 %. Pour les dix premiers mois de l'année 2019, il a crû de 10 %, de 2 100 milliards à 2 400 milliards d'euros. L'écart entre le coût des actions et celui de la dette est au plus haut depuis 100 ans.

TOUR D'HORIZON

LA SCIENCE ECONOMIQUE BOUSCULEE

Selon les règles économiques passées, un taux de chômage très faible était annonciateur d'une récession. Il traduisait une économie en surchauffe s'accompagnant d'une hausse des salaires non compensée par l'augmentation de la productivité. Cette règle s'est appliquée en 1973, en 1979 ou en 1997, en 2000 ainsi qu'en 2007. Depuis la dernière crise, le lien plein-emploi/récession semble s'effriter. Les pronostics de l'arrivée d'une crise aux États-Unis ont été déjoués malgré un taux de chômage ayant atteint des niveaux historiquement bas. L'actuel cycle de croissance des États-Unis dure depuis plus de dix ans. Plusieurs autres pays sont en situation de plein emploi sans que cela se soit accompagné d'une récession. Il en est ainsi de l'Allemagne, des Pays-Bas, la République tchèque voire du Royaume-Uni. Certes, l'Allemagne a failli être en récession en 2019 mais elle y échappe pour le moment.

Le plein emploi est également censé s'accompagner d'une résurgence de l'inflation. Traditionnellement, les salaires sont l'un des principaux canaux de transmission de l'augmentation des prix. En cas de plein emploi, l'insuffisance de l'offre contraint les employeurs à augmenter les salaires pour conserver leurs salariés ou pour en attirer de nouveau. Cette règle est en partie défailante. La tertiarisation de l'économie, le développement de nouvelles formes d'emploi, la baisse du taux de syndicalisation et la rémanence des forts taux de chômage de ces dernières années expliquent cette dissociation entre plein emploi et inflation.

Au sein des pays avancés tout comme au sein de plusieurs pays émergents dont la Chine, la population active sans apport extérieur est amenée à plafonner voire à diminuer, ce qui pourrait renforcer les tensions sur le marché du travail. Les évolutions rapides des techniques pourraient également se traduire par des déficits de main d'œuvre dans certains secteurs. Par ailleurs, avec le vieillissement de la population, la demande de personnel dans les services de proximité devrait s'accroître fortement. La faible progression de la masse salariale pèse sur la demande intérieure ce qui, par ricochet, freine l'inflation.

Les modes de production et de commercialisation des biens et services sont également anti-inflationnistes. Les capacités de production de biens industriels sont excédentaires, ce qui joue contre l'inflation. Les prix des produits manufacturiers sont ainsi orientés depuis de nombreuses années à la baisse. Internet facilite la rencontre de l'offre et de la demande. Il a surtout permis l'arrivée de producteurs de biens et de services. L'essor des locations saisonnières, des voitures avec chauffeur a été rendu possible par les plateformes en ligne comme Uber ou Airbnb. Les ménages consomment en outre de plus en plus de services en ligne et de moins en moins de produits physiques. L'époque est à la mobilité, aux loisirs et non à la possession de biens physiques. Le vieillissement de la population provoque une augmentation de la demande de services et une moindre consommation de biens

manufacturés ou de biens durables. Au niveau de la distribution, le développement du commerce en ligne contraint les autres formes de distribution à tenir leur prix. La distribution en lignes de services est moins pénalisée par des goulets d'étranglement. Quand tous les ménages veulent la même voiture, au même moment, son prix a tendance à augmenter. Pour les services en ligne, le coût marginal de la commande supplémentaire est nul. La liaison plein emploi/croissance/inflation est obsolète. Actuellement, l'inflation se nourrit de l'évolution des cours des matières premières et de l'énergie. Or, le marché pétrolier est en situation d'excédent de production avec l'essor du pétrole de schiste. Le prix du pétrole est naturellement inférieur à 60 dollars le baril. Il n'atteint ce niveau qu'en raison de l'accord de régulation de l'offre signé par l'OPEP et la Russie. La décélération de la croissance freine la progression de la demande en pétrole et en matières premières, ce qui contribue à la sagesse des prix. Une envolée des cours de l'énergie pourrait être occasionnée par une crise au Moyen Orient. À moyen terme, le sous-investissement dans le secteur pétrolier pourrait avoir un effet négatif sur le niveau de la production et conduire à une augmentation des tarifs. Cet impact pourrait être limité en cas de progression rapide des énergies renouvelables.

La non-réalisation de la crise maintes fois annoncée s'explique également par le caractère expansionniste des politiques publiques. Dix ans après la crise, les dépenses publiques sont restées à un niveau élevé. Leur décrue n'a pas été parallèle à l'amélioration de la situation économique. Plusieurs États conservent d'importants déficits publics. Ces politiques soutiennent la

croissance à un niveau proche de la croissance potentielle. Les équations économiques traditionnelles sont mises à mal par la persistance des faibles taux d'intérêt. Dans le passé, ces derniers montaient quand le taux de chômage devenait faible. Cette augmentation s'accompagnait d'une hausse des défauts des emprunteurs, signe de la survenue d'une crise. Logiquement, sur moyenne période, le taux d'intérêt est la somme de la croissance et de l'inflation projetées à laquelle s'ajoute une prime de risque. Aux États-Unis, depuis le retour du plein emploi, les taux sont inférieurs de deux à trois points à leur niveau logique. Pour la zone euro, l'écart est de deux points. Les simples annonces de ralentissement de la croissance ont contraint la Banque Centrale Européenne et la banque centrale américaine, la FED, à réduire leurs taux. La remontée des taux est reportée à plus tard. Les États sont les grands gagnants de cette baisse durable des taux d'intérêt. Elle est leur principale source d'économies. Compte tenu des niveaux d'endettement atteints, la remontée des taux ne serait pas sans danger. La politique monétaire accommodante mise en œuvre depuis une dizaine d'années n'a guère réussi à redresser l'inflation mais elle est devenue une drogue générant une forte dépendance. Si dans le passé, l'inflation faisait les taux, la relation s'est peut-être inversée en raison de la modification des anticipations.

Autre changement : dans le passé, la profitabilité des entreprises devenait faible en fin de période d'expansion. Celle-ci tend à rester stable du fait de la sagesse salariale. Les entreprises maîtrisent plus finement leurs coûts que dans le passé. La digitalisation offre des gains de productivité qui sont en partie mal appréciés par les statistiques

économiques traditionnels. Le rapport de force favorable aux actionnaires explique également le maintien de la rentabilité des entreprises malgré l'apparente fin de cycle économique.

La modification des équations économiques apparaît de plus en plus pérenne à l'image des politiques monétaires non conventionnelle, devenues la norme. Les taux d'intérêt très bas maintiennent la solvabilité des

emprunteurs en particulier les moins rentables qui auraient disparu en temps normaux. Les cycles économiques sont lissés tant par la politique budgétaire et la politique monétaire accommodantes. De ce fait, un taux de chômage très bas n'est plus le signe d'arrivée d'une récession dans les pays de l'OCDE, du moins pas pour le moment.

L'ARBRE EST-IL L'AVENIR DE LA FEMME ET DE L'HOMME ?

La planète compte 3 000 milliards d'arbres dont 26 % se situent dans les zones tropicales humides comme l'Amazonie. 24 % se trouvent dans les forêts boréales et 12 % dans les zones tempérées. Plus de 60 000 espèces d'arbres sont dénombrées. La plus importante est constituée des fabacées (mimosas), suivie par les rubiacées (caféier) et les myrtacées (goyaviers).

Un arbre de 25 mètres de hauteur pèse en moyenne 25 tonnes et contient 6 tonnes de carbone. Chaque arbre stocke l'équivalent de la production moyenne de carbone par personne durant quatre ans. Pour un Français, c'est seulement deux ans de stockage. La planète compte environ 2,8 milliards d'hectares couverts d'arbres. Avec un milliard d'hectare supplémentaire, 205 milliards de tonnes de carbone pourraient être stockées, correspondant aux deux tiers de l'excédent de carbone actuellement dans l'atmosphère par rapport à la période préindustrielle. La Russie, les États-Unis, l'Australie et la Chine disposent des espaces suffisants pour constituer de vastes forêts qui seraient autant de puits à carbone. L'Australie a engagé un programme visant à planter un milliard d'arbres d'ici 2050, soit 400 000 hectares de forêts

supplémentaires. L'objectif est la capture à terme de 18 millions de tonnes de carbone supplémentaires d'ici 2030. Ce programme devrait contribuer à l'atteinte des objectifs des accords de Paris, qui prévoit une réduction des émissions de 26 à 28 % de CO₂ pour l'Australie par rapport au niveau de 2005. Ces plantations compensent ainsi, en partie, les émissions de CO₂ liées à l'utilisation du pour produire les deux tiers de l'électricité.

La France pourrait accroître, selon les spécialistes de l'INRA, son nombre d'arbres de 50 % et passer ainsi de 1 à 1,5 milliard d'arbres. Cette densification est envisageable dans les zones de cultures céréalières en réintroduisant des espaces boisées qui permettent une meilleure biodiversité. Des études récentes semblent indiquer que la réintroduction d'arbres peut même s'accompagner d'une augmentation des rendements et d'une moindre utilisation de produits phytosanitaires. La remise au goût du jour des haies a permis de retirer 2Gt de carbone de l'atmosphère. Une étude de l'INRA souligne qu'un champ de 100 hectares constitués de blé et de noyers a le même rendement que des parcelles de 136 hectares sur lesquels ces cultures

sont séparées. Les arbres accueillent des pollinisateurs et des espèces animales qui peuvent chasser des prédateurs des productions agricoles. Ils améliorent le cycle de l'eau et protègent les sols de l'érosion tout en les nourrissant. Le choix des espèces par rapport aux cultures est déterminant pour les rendements. Ainsi, le noyer a l'avantage d'avoir des pousses tardives permettant, par exemple, au blé de capter le soleil du printemps.

Le bois mort relâchant du carbone, pour éviter un jeu à somme nul, il convient d'arrêter le pourrissement et d'exploiter économiquement les forêts. Le bois peut être utilisé de multiple façon. Son usage dans la construction des logements est l'option la plus connue. Une maison individuelle en bois stocke plus de 7 tonnes de carbone. L'usage du bois s'accompagnerait d'une moindre consommation de ciments et de béton. La production du seul ciment

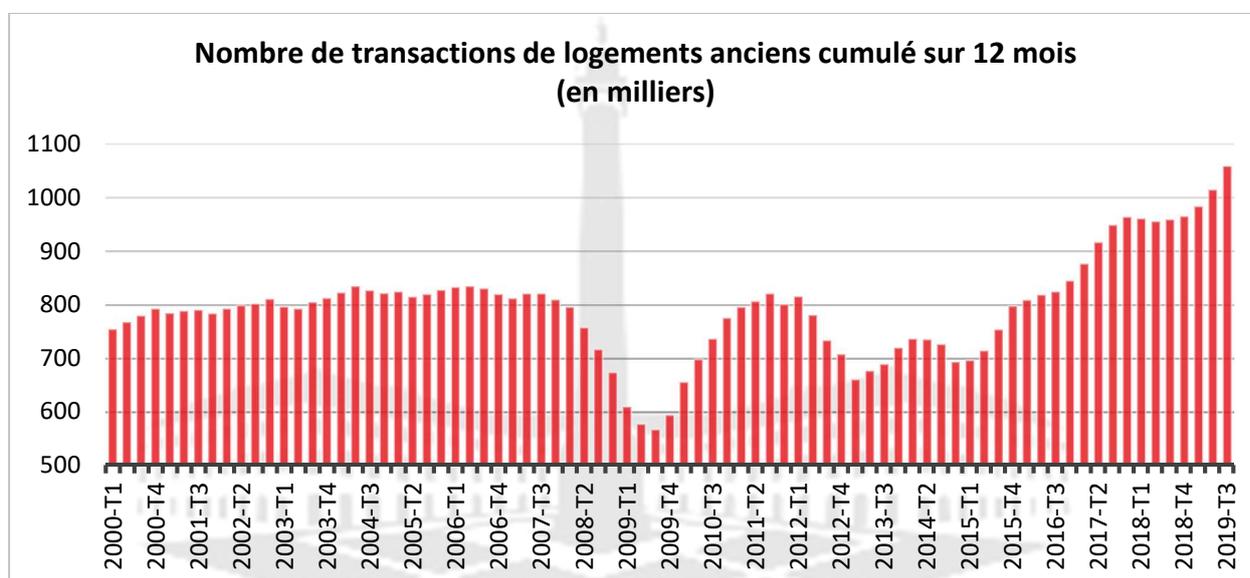
est responsable à l'échelle mondiale de 8 % des émissions de CO₂. Le bois apparaît comme un matériau résistant. Il peut désormais être utilisé même pour la construction de tours de grande hauteur. Des projets de tours de 300 mètres de haut sont à l'étude à Tokyo et à Londres. L'université du Maryland a inventé des super-bois en enlevant la lignine et à travers des processus de concentration. Le matériau ainsi obtenu s'avère plus résistant que l'acier tout en étant six fois plus léger. Il pourrait être utilisé dans l'automobile et dans l'aviation pour remplacer notamment le titane. Le bois peut être utilisé dans les peintures. À partir de la lignine, des panneaux transparents peuvent être réalisés et remplacer le verre avec, en outre, une isolation meilleure. La température nécessaire pour obtenir ce matériau est de 70 degrés contre 1500 pour le verre.

POINTS DE REPÈRE

LA PIERRE CONTINUE SA COURSE FOLLE

Les prix de l'immobilier n'en finissent pas de progresser dans un contexte de marché très dynamique. Le nombre de transactions en rythme annualisé dépasse le million. Ainsi, à la fin du troisième trimestre, il s'est élevé à 1 059 000. Par rapport au résultat constaté un an auparavant, le nombre

de transactions a progressé de 100 000. Le marché est porté par les taux d'intérêt très faibles avec une forte demande au sein des grandes métropoles dans lesquelles la population française se concentre de plus en plus.



Champ : France (hors Mayotte).

Sources : CGEDD d'après DGFIP (MEDOC) et bases notariales.

Au troisième trimestre, les prix des logements anciens en France (hors Mayotte) ont augmenté de 1,0 % par rapport au deuxième trimestre 2019, soit plus rapidement qu'au trimestre précédent (+0,7 %). Sur un an, la hausse atteint 3,2 %, après 3,1 %. Comme observé depuis fin 2016, la hausse reste plus importante pour les appartements (+4,0 % en un an) que pour les maisons (+2,5 %).

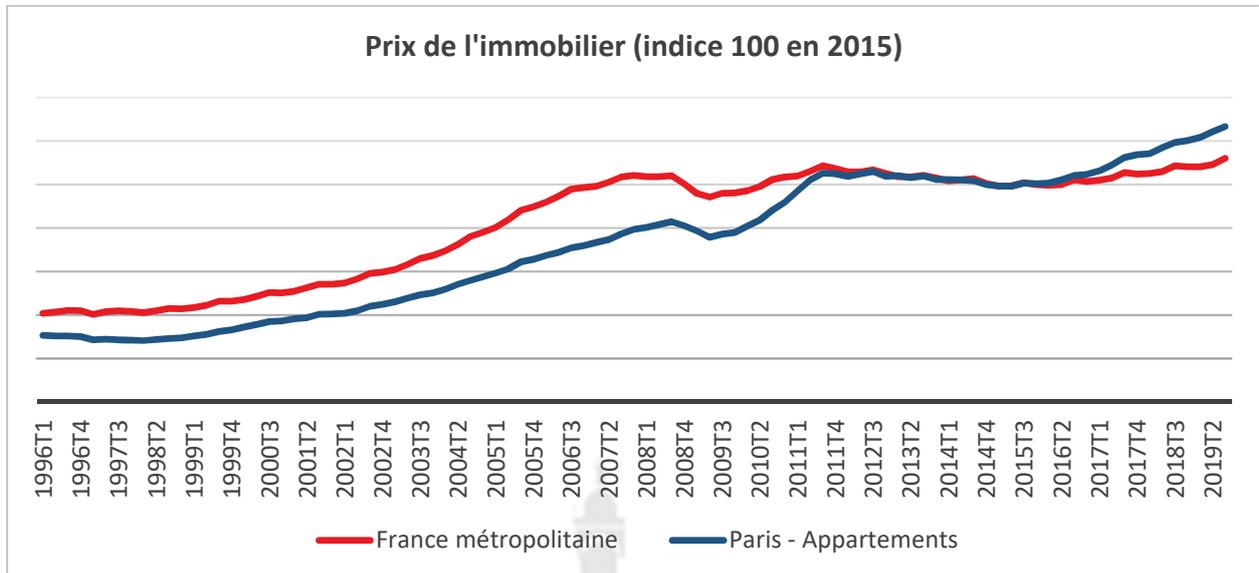
Pour l'Île-de-France, la progression des prix est de 3,6 % sur un an. Les prix des appartements ont augmenté de

+4,7 % sur un an et ceux des maisons de +1,2 %. Paris enregistre des augmentations toujours très importantes, +6,1 % sur un an au troisième trimestre 2019, après +6,3 % au deuxième trimestre et +6,6 % au premier. Hors Paris, la hausse des prix sur un an des logements anciens en Île-de-France s'établit à +2,3 % au troisième trimestre 2019.

Sur un an, les prix en province sont également en augmentation, +3,0 % au troisième trimestre, soit autant que les deux trimestres précédents. Sur un an,

au troisième trimestre, la hausse en province est plus importante pour les

appartements (+3,5 %) que pour les maisons (+2,8 %).



Champ : France métropolitaine.

Sources : Insee, ADSN-BIEN-Notaires du Grand Paris, Notaires de France - Perval.



LES STATISTIQUES

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

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS
CAC au 31 décembre 2018	4 730,69
CAC au 29 novembre 2019	5 905,17
Évolution en novembre	+3,05 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+24,83 %
DAXX au 28 décembre 2018	10 558,96
DAXX au 29 novembre 2019	13 236,38
Évolution en novembre	+3,92 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+21,86 %
Footsie au 31 décembre 2018	6 728,13
Footsie au 29 novembre 2019	7 346,53
Évolution en novembre	+0,21 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+9,19 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2018	3 173,13
Euro Stoxx au 29 novembre 2019	3 703,58
Évolution en novembre	+2,15 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+23,39 %
Dow Jones au 31 décembre 2018	23,327,46
Dow Jones au 29 novembre 2019	28 051,41
Évolution en novembre	+3,25 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+20,55 %
Nasdaq au 31 décembre 2018	6 635,28
Nasdaq au 29 novembre 2019	8 665,47
Évolution en novembre	+4,08 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+30,60 %
Nikkei au 28 décembre 2018	20 014,77
Nikkei au 29 novembre 2019	23 293,91
Évolution en novembre	+1,87 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+16,38 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2018	2 493,89
Shanghai Composite au 29 novembre 2019	2 871,98
Évolution en novembre	-2,78 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+15,16 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2018	1,1447
Parité euro/dollar au 29 novembre 2019	1,1018
Évolution en novembre	-0,74 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	-3,87 %
Once d'or au 31 décembre 2018 en dollars	1 280,690
Once d'or en dollars au 29 novembre 2019	1 463,600
Évolution en novembre	-1,94 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+14,11 %
Pétrole Brent au 31 décembre 2018	53,429
Pétrole de Brent en dollars au 29 novembre 2019	60,750
Évolution en novembre	-1,33 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+12,21 %

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