

# LA LETTRE ÉCO

## THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>HORIZON FRANCE</b> .....	2
<i>Quand chômage et emplois vacants cohabitent</i> .....	2
<b>HORIZON CONJONCTURE</b> .....	4
<i>La panne allemande ?</i> .....	4
<b>HORIZON EXTERIEUR</b> .....	8
<i>Chine, une nouvelle ère commence</i> .....	8
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	10
<i>Vivre avec les taux bas !</i> .....	10
<b>TOUR D'HORIZON</b> .....	14
<i>Les trois défis des pays occidentaux</i> .....	14
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	16
<i>L'épargne salariale, Près de 9 millions de salariés concernés</i> .....	16
<i>Le renouveau confirmé des indépendants</i> .....	17
<b>LES STATISTIQUES DE TVI</b> .....	19
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i> .....	20

## HORIZON FRANCE

### QUAND CHÔMAGE ET EMPLOIS VACANTS COHABITENT

Malgré l'accumulation de mauvaises nouvelles économiques, le marché de l'emploi en France reste bien orienté. Depuis 2017, les entreprises françaises déclarent être confrontées à de fortes difficultés d'embauche qui ne semblent cependant pas freiner significativement les créations d'emplois. Le taux d'emplois vacants (ratio entre les emplois non pourvus et la somme des emplois) dans les entreprises de plus de 10 salariés se situe à 1,4 %. Ce taux est en hausse continue, trimestre après trimestre, au point d'atteindre un record. Il est deux fois plus élevé qu'avant le déclenchement de la crise de 2008. En France, du fait de la persistance d'un fort taux de chômage, les études sur les emplois vacants sont rares tout comme celle sur les difficultés des entreprises à recruter. Selon l'OCDE, 2,5 % des entreprises françaises seraient dans cette situation en 2019 contre moins de 0,2 % en 2015. Entre temps, le taux de chômage est passé de 10 à 8 %.

Selon les études de Pôle emploi et du Crédoc, les problèmes de recrutement sont avant tout imputables à un problème de compétences (80 % des cas). La question des moyens financiers n'est avancée que dans 20 % des cas. Dans près d'un cas sur deux, les employeurs jugent que les candidats ne disposent pas de la formation adéquate ou du diplôme nécessaire pour assurer le travail proposé. Le manque de motivation des candidats est également mis en avant (65 % de cas – possibilité de réponses multiples). Les appréciations des employeurs sont en phase avec les classements de l'OCDE sur le niveau des actifs et des élèves en France.

Ainsi, pour le niveau des compétences des salariés, la France arrive au 21<sup>e</sup> rang et, pour celui des élèves, notre pays est également largement distancé.

Au sein de l'OCDE, la France est l'un des pays où la proportion des 15-29 ans déscolarisés est la plus importante. Elle est de 17 % quand elle est de 8 % en Suède, de 9,5 % en Allemagne, de 10 % au Japon, de 12 % au Royaume-Uni et de 13,8 % aux États-Unis. Même si une légère baisse est constatée depuis 2016, cette proportion s'est accrue de deux points depuis 2002 en France. Dans les autres États membres, le nombre d'enfants en échec scolaire a tendance, sur longue période, à diminuer.

Pour certains, la faiblesse des salaires expliquerait la vacance des postes. Dans certains secteurs, la rémunération combinée avec des conditions de travail difficiles (restauration, hôtellerie, bâtiment) peuvent expliquer en partie les problèmes de recrutement. D'un point de vue plus macroéconomique, les salaires, à la différence de ce qui est constaté dans les autres pays de l'OCDE, augmentent plus vite que les gains de productivité. En dix ans, les salaires ont augmenté de 15 points et la productivité de 13.

Le marché du travail français se polarise à l'image de celui de ses partenaires. De nombreux postes à faible qualification se créent dans les secteurs des services et de la logistique (VTC, livreurs, magasiniers, hôtellerie, restauration, etc.). Ces emplois sont faiblement rémunérés et offrent peu de possibilité d'évolution. Les dispositifs

d'exonération des charges sociales ne favorisent pas la montée en gamme des emplois. À l'opposé, les entreprises sont à la peine pour trouver des informaticiens, des techniciens

compétents dans le digital ou des ingénieurs. Cette polarisation peut expliquer la cohabitation de forts taux de chômage et d'emplois vacants.



## HORIZON CONJONCTURE

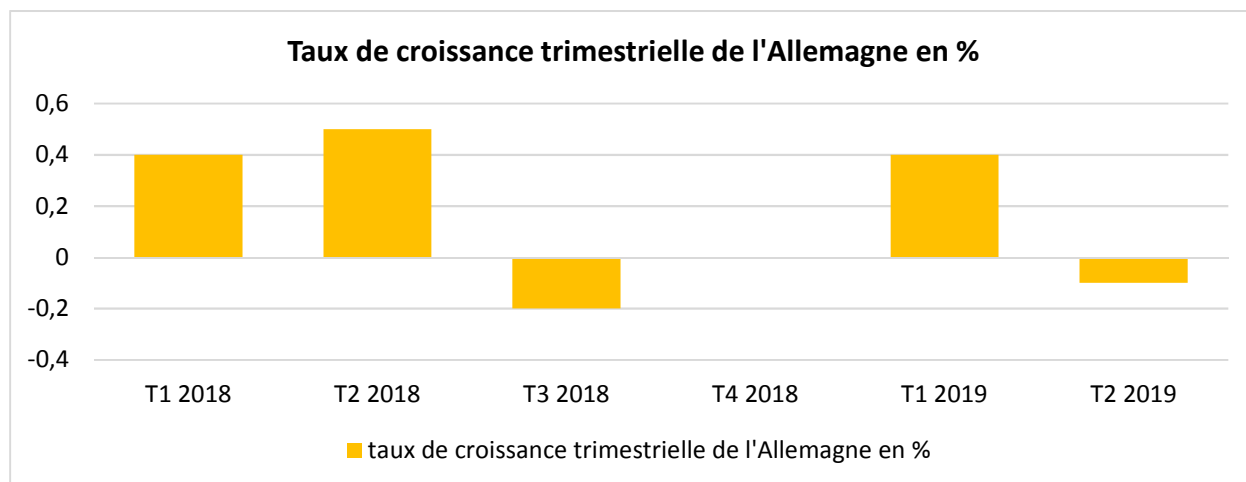
### LA PANNE ALLEMANDE ?

Au deuxième trimestre de cette année, le PIB de l'Allemagne s'est contracté de 0,1 % par rapport aux trois mois précédents. La croissance allemande est freinée par les moindres performances de son économie extérieure, a annoncé ce mercredi l'Office fédéral des statistiques, Destatis. Au sein de l'Union européenne, la Grande-Bretagne a également connu une contraction de son PIB au cours du deuxième trimestre (-0,2 %). De son côté, le PIB italien a stagné quand la France a bénéficié d'une croissance de 0,2 %.

L'Allemagne dont la croissance a longtemps été portée par la demande extérieure, est pénalisée, depuis plus d'un an, par les mesures protectionnistes prises par les États-Unis ainsi que par le feuilleton interminable du Brexit. Les commandes des biens d'équipement allemands sont en net recul. Les ventes d'automobiles sont également en retrait depuis le scandale concernant les moteurs diesels. Les commandes de machines-outils ont ainsi reculé de 22 % sur un an entre avril et juin, a indiqué, mardi 13 août, la fédération du secteur. Toujours au deuxième trimestre, la production industrielle a reculé de 1,8 %. Les exportations ont baissé de 8 % en juin. Elles ont diminué plus fortement que les importations au cours des trois derniers mois selon Destatis. Depuis le milieu de l'année 2018, l'Allemagne flirte avec la récession qui est constatée si le PIB recule durant deux trimestres successifs. Pour certains experts, cette situation pourrait intervenir au troisième trimestre.

Pour l'année 2019, les économistes s'attendent encore à un taux de croissance positif tout en révisant à la baisse leurs prévisions. Au début du mois de juillet, la Bundesbank a retenu une croissance de 0,6 point contre 1,6 % précédemment. Pour 2020, la Bundesbank s'attend à un modeste rebond de 1,2 %, au lieu de 1,6 % escompté. En 2018, la croissance allemande avait été de 1,4 % et de 2,2 % en 2017. Le Gouvernement, de son côté, pronostique une croissance de 0,5 point.

La question d'un relâchement de la discipline budgétaire est sur le devant de la scène publique. La fin du dernier mandat d'Angela Merkel est de plus en plus complexe du fait des tiraillements croissants entre la CDU/CSU et le SPD. Ainsi, plusieurs cadres du parti social-démocrate, prônent un recours à l'endettement pour financer notamment un plan de lutte contre le réchauffement climatique. Les conservateurs s'y opposent et entendent maintenir la politique en cours qui consiste à garantir un budget fédéral au minimum équilibré. La chancelière Angela Merkel a reconnu que l'économie allemande traversait « une phase difficile » mais a rejeté l'idée de déficits budgétaires pour financer un quelconque plan de relance. Angela Merkel a simplement rappelé que des mesures fiscales favorables aux ménages avaient été adoptées et qu'elles entreraient en vigueur en 2021. Il est ainsi prévu de supprimer pour la plupart des salariés la contribution dite « Soli » créée lors de la réunification. Cette mesure aboutira à alléger la facture fiscale de 11 milliards d'euros par an.



Source : Destatis

L'Allemagne tourne donc au ralenti. Son modèle de croissance axé sur les exportations est remis en cause par la montée du protectionnisme et par l'essoufflement de la demande en biens industriels. D'après les indicateurs avancés, la croissance se serait légèrement contractée au cours du deuxième trimestre après un léger rebond au premier trimestre. La première puissance économique de la zone euro est victime d'une certaine langueur. Le moral des agents économique est en net repli. Ainsi, en juin, l'indice Ifo du climat des affaires s'est à nouveau détérioré pour atteindre 97,4, c'est-à-dire son plus bas niveau depuis novembre 2014.

Pour autant, le marché du travail demeure dynamique. En avril, l'emploi était en hausse d'environ 1 % par rapport à l'année précédente et le taux de chômage harmonisé s'élevait, en juin, à 3,1 %, niveau le plus bas de la zone euro. Compte tenu des tensions sur le marché du travail, la hausse des salaires s'accélère. Au premier trimestre, ils ont progressé de près de 3 % par rapport à l'année précédente. Dans l'ensemble, les coûts de main-d'œuvre ont augmenté de 2,3 % sur

cette même période. Cependant, cela n'a guère eu d'impact sur l'inflation. En mai, les prix à la consommation n'ont progressé que de 1,4 % par rapport à 2018.

Outre-Rhin, le climat politique est pesant. La Chancelière Angela Merkel termine son dernier mandat sur fond de défaites électorales. Les partis de la coalition ont subi une sévère défaite lors des élections européennes de mai dernier. La CDU/CSU (conservateurs, chrétiens-démocrates) est restée la principale formation politique, mais le SPD (socio-démocrates) a reculé à la troisième place derrière les Verts. De nombreux partisans du SPD seraient favorables à un retrait de la grande coalition. Mais la crainte d'élections législatives anticipées qui se solderaient par une lourde défaite dissuade les dirigeants socio-démocrates de passer à l'acte. Malgré tout, les tensions au sein de la coalition sont amenées à s'accroître, rendant plus complexe la définition d'une ligne politique. Le SPD souhaite peser davantage sur les politiques publiques en imposant à son allié le minimum vieillesse ou des mesures plus radicales en matière de transition

énergétique afin de contrebalancer l'influence de plus en plus importante des écologistes.

Dans les prochains mois, les dépenses publiques en faveur des infrastructures des transports et de l'éducation devraient augmenter. De plus, les droits à prestations des personnes ayant élevé des enfants seront revalorisés. En revanche, il ne devrait pas y avoir de réductions d'impôt pour relancer la consommation. Les baisses d'impôts sur le revenu suffisent à peine à compenser la non-indexation des tranches d'imposition. Le Gouvernement a prévu une diminution des cotisations chômage mais qui servira à compenser une augmentation des cotisations d'assurance dépendance.

Ces différentes mesures devraient conduire à une réduction de l'excédent budgétaire. Il devrait passer de 1,7 % du PIB en 2018 à 1 % en 2019 et à 0,75 % en 2020. Cette contraction de l'excédent s'explique en partie par la diminution des recettes fiscales en provenance du secteur des entreprises. En revanche, comme en France, les versements d'intérêts au titre de la dette publique continuent de diminuer en raison de taux exceptionnellement bas. Comme prévu, cette année, le poids de la dette publique devrait passer en-dessous des 60 % du PIB, pour la première fois depuis 2002.

Le Gouvernement allemand espère une amélioration de la croissance en 2020 du fait de la politique des taux bas et de la moindre orthodoxie budgétaire. L'inconnu reste l'évolution du commerce international qui pénalise l'Allemagne. Le risque d'un « hard Brexit » constitue également une menace pour les exportateurs allemands.

Comme les autres pays avancés, l'Allemagne a joué l'éclatement de la chaîne de valeur. La part nationale de la valeur ajoutée a reculé ces quinze dernières années au profit des pays d'Europe de l'Est, de la Chine, des autres pays émergents et des États-Unis. L'Allemagne est dépendante de l'évolution du commerce international. La part nationale de la valeur ajoutée dans la demande totale a reculé de 60 %, en 2005, à 51 %, en 2015. Pour le moment, l'emploi ne souffre pas du retournement de cycle. Si le plein emploi est une réalité depuis plusieurs années, la nature des postes proposés change. Le processus de polarisation constaté aux États-Unis ou en France concerne également l'Allemagne. Entre 1995 et 2009 (dernières données disponibles), en termes d'heures travaillées, la part des employés hautement qualifiés est passée de 21,8 % à 27,7 %. À l'opposé, les emplois à faible qualification augmentent également. En revanche, les emplois industriels à qualification moyenne diminuent. Cette situation contribue au creusement des inégalités. L'État allemand est amené à augmenter les prestations sociales, ce qui rapproche l'Allemagne de la France.

Le système allemand vacille car il doit faire face à la transition écologique qui génère des surcoûts, au vieillissement démographique qui conduit à une contraction de la population active, et au défi digital. Sur ce dernier point, l'économie germanique est mieux outillée que celle de ses partenaires européens du fait de sa présence dans l'éolien. En revanche, dans le solaire et dans les techniques de l'information, elle n'est pas en position de force.

L'Allemagne aurait avantage à jouer la carte de l'Union afin de fédérer les

forces européennes mais le contexte politique ne s'y prête pas. Angela Merkel veut sortir le moins mal possible de la chancellerie, ce qui suppose que la CDU/CSU soit en position de

conserver le pouvoir en 2021. Les élections régionales en Saxe et dans le Brandebourg le 1<sup>er</sup> septembre prochain seront riches d'enseignement pour la suite en Allemagne.



## HORIZON EXTERIEUR

### CHINE, UNE NOUVELLE ÈRE COMMENCE

La Chine a connu depuis 1978 une expansion sans précédent à l'échelle internationale. Elle est devenue en quarante ans la deuxième puissance économique et le premier exportateur mondial. Son décollage a été facilité dans un premier temps par les États-Unis. Les dirigeants américains estimaient que la Chine était tout à la fois un allié potentiel susceptible de lutter contre l'URSS et un immense marché. Les événements de Tian'anmen, en 1989, ont provoqué une première rupture entre les deux pays. Les responsables américains ont compris que le régime chinois n'avait pas vocation à évoluer vers un système démocratique. En outre, l'effondrement du bloc soviétique a réduit l'intérêt stratégique de la Chine. Néanmoins, cela n'empêchera pas cette dernière de devenir un pôle économique majeure dans les années. Son adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce en 2001 marque son admission dans le système d'économie de marché. La Chine a décidé de réduire ses droits de douane tout en conservant néanmoins des barrières à l'entrée de son marché comme l'autorise son statut d'État émergent. Le pays a joué la carte de l'éclatement des chaînes de valeurs et de l'exportation à l'image de ce que les dragons d'Asie du Sud Est, Singapour, Hong Kong, Taïwan et la Corée du Sud avaient réalisé avant lui.

Le modèle chinois défini en 1978 par Deng Xiaoping a atteint ses limites. Depuis plusieurs années, les responsables chinois mettent en avant la nécessité de développer la demande interne, la recherche, la montée en gamme des produits ainsi que la

maîtrise des chaînes d'approvisionnement et de production.

Ce changement de paradigme s'inscrit dans un contexte de vieillissement. La population en âge de travailler diminue depuis 2014. Cette baisse devrait s'accroître jusqu'en 2040. Certes, le pays peut continuer à améliorer son taux de participation à l'emploi qui se situe à 47 % (ratio emploi urbain sur population active de 20 à 64 ans). Il était de 32 % en 1998. Cette augmentation a été rendue possible par une forte contraction de la population rurale qui ne représente désormais 40 % de la population totale en 2019 contre 67 % en 1998. Les marges de manœuvre existent pour mobiliser cette population rurale mais elle se réduisent année après année.

Le vieillissement de la population pèse sur les gains de productivité. La tertiarisation de l'économie y contribue également. Les gains de productivité se sont stabilisés juste au-dessus de 4 % par an quand ils dépassaient les 7 % au début du siècle. Les services représentaient, en 2018, 48 % du PIB contre 40 % en 1998. Leur poids dépasse celui de l'industrie qui représentait 31 % du PIB en 2018. La croissance des services depuis 2014 est supérieure à celle de l'industrie. Cette évolution est logique ; plus un pays s'enrichit et plus il vieillit, plus la demande de services augmente. Celle-ci est à la fois liée à l'augmentation du niveau de vie de la population et à la sophistication accrue de l'économie chinoise. Le recours aux services pour les entreprises est en forte progression. Les besoins en assurance (biens et



personnes) augmentent fortement tout comme ceux en services de santé, de loisirs et de proximité.

Les dirigeants chinois affichent la volonté de maintenir une croissance supérieure à 6 % par an. Cela suppose une montée en gamme de l'économie avec une forte robotisation, une augmentation de l'effort de recherche et de développement (R&D) et avec la hausse du niveau d'éducation de la population.

Le stock de robots industriels est passé de 0,2 % de l'emploi manufacturier en 2007 à 1,5 % en 2018. En 2019, ce ratio est de 2,4 % pour les États-Unis, de 3 % pour le Japon et de 2 % pour la Zone euro. En 2018, les dépenses de R&D s'élevaient à 2 % du PIB en Chine, soit autant qu'en Zone euro. Ce taux est de 2,7 % aux États-Unis et de 3,2 % au Japon. Au niveau de la formation, la Chine a réalisé d'importants efforts depuis trente ans. Ainsi, de 1998 à 2018, le nombre de diplômés de l'enseignement supérieur est passé de 4,8 à plus de 21 % parmi la population des moins de 25 ans, se rapprochant rapidement des standards des pays avancés. En France, ce ratio dépasse 40 %.

La Chine doit également mener à grande vitesse une transition énergétique. Sa montée en puissance économique a été rendue possible par

l'essor de secteurs industriels polluants et fortement consommateurs d'énergie fossile. Les contraintes liées à la pollution atmosphérique et au réchauffement climatique supposent la réalisation d'importants investissements dans le secteur des énergies renouvelables.

La Chine s'apprête à imiter les pays occidentaux avec une économie duale dans laquelle cohabiteraient des secteurs de pointe et des services domestiques à faible gains de productivité. Cette polarisation des emplois et des activités rendra difficile le maintien d'un taux de croissance de 6 % par an. Actuellement, les autorités chinoises compensent mes moindres gains de productivité en augmentant le déficit public qui dépasse 4 % du PIB. Mais même en menant des politiques économiques expansionnistes (déficit public, croissance rapide du crédit), il est impossible de faire croître durablement une économie au-dessus de sa croissance potentielle. Les dirigeants chinois seront rattrapés à un moment ou un autre par les fondamentaux de l'économie. La croissance potentielle se situe autour de 4,5 %. Pour certains, les statistiques seraient corrigés de manière optimiste au regard de l'évolution de la demande en énergie électrique. Les autorités préfèrent lisser l'atterrissage de la croissance pour éviter l'apparition de tensions sociales et politique.

## HORIZON FINANCE

### VIVRE AVEC LES TAUX BAS !

Depuis la première moitié des années 2000, dans les pays de l'OCDE, le taux d'intérêt est chroniquement inférieur au taux de croissance. Cette situation anormale tend à devenir la norme, la règle japonaise tendant à s'imposer aux autres pays. L'incapacité à remonter le taux même en période de taux de croissance correct et de plein emploi est de plus en plus considérée comme un changement de paradigme. Aux premiers signes d'un ralentissement économique, les banques centrales doivent faire face à des pressions insistantes de la part des gouvernements pour baisser leurs taux. La FED a été ainsi amené de 0,25 point son principal taux et la BCE devrait suivre en septembre. La nasse des faibles taux se referme sur les économies occidentales.

Depuis la crise de 2008, les taux d'intérêt sont inférieurs d'un à trois points de celui du taux de croissance. Cette situation tend à faire disparaître la contrainte de solvabilité des emprunteurs. Quand le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, le poids des dettes diminue spontanément (la dette augmente moins vite que le revenu) et convergent vers une valeur fixe à long terme. Depuis 2011, les dettes publiques représentent 120 % du PIB (États-Unis, Japon, Zone euro et Royaume-Uni). Pour les dettes des entreprises et des ménages, leur poids est de 140 % du PIB et cela depuis 2012. Le niveau élevé de l'endettement constitue un frein à la remontée des taux car elle provoquerait un problème justement de solvabilité.

Les déficits publics et les dettes publiques peuvent donc être très élevés

puisqu'ils sont automatiquement financés par la taxation des épargnants (répression financière). Ces derniers l'acceptent du fait de leur refus de prendre des risques. Cette taxation des épargnants, due au taux d'intérêt inférieur à la croissance, est celle qui assure la solvabilité budgétaire. Le solde budgétaire au sein de l'OCDE est négatif de plus de trois points. De 1995 à 2019, le service de la dette (le paiement des intérêts) a enregistré une division par deux de son poids.

Compte tenu du niveau des taux d'intérêt, le prix des actifs « actions » et « immobiliers » devrait connaître une progression très forte. Or cela n'est pas le cas en raison de l'aversion élevée aux risques. Le PER en 2019 (le nombre d'années de bénéfices que l'investisseur est prêt à payer lorsqu'il achète une action) sur les résultats futurs est de 15 pour l'OCDE (S&P, FTSE, Eurostoxx et Nikkei), soit un taux inférieur à celui constaté en 2008 (plus de 20) et en 2000 (plus de 30). Le prix des maisons (moyenne États-Unis, Japon, Zone euro et Royaume-Uni) est inférieur de 10 % par rapport à son niveau de 2008. Pour l'immobilier commercial, les prix ont juste retrouvé en 2019 leur niveau d'avant crise. En France, les chiffres de l'immobilier sont en partie faussés par les augmentations des grandes agglomérations qui attirent de plus en plus d'habitants.

Les taux bas contribuent à ralentir les mutations économiques et sociales. Ils permettent aux États de différer les réformes et aux entreprises les moins performantes de survivre quelques années de plus. En retardant les

adaptations, ils pèsent sur le taux actuel et à venir de la croissance. Ils n'incitent pas les investisseurs à opter pour les investissements les plus efficaces. En outre, ils s'accompagnent d'une forte aversion aux risques qui a pour conséquence que les épargnants privilégient la sécurité au rendement. Le maintien de taux d'intérêt négatif est une négation du futur qui est censé valoir moins qu'aujourd'hui. Pour autant, les consommateurs ne consomment pas plus, convaincus que demain sera pire qu'aujourd'hui. Ainsi, le Gouvernement d'Édouard Philippe a redistribué 17 milliards d'euros après la crise des « Gilets Jaunes ». La logique aurait voulu que les ménages utilisent ce gain de pouvoir d'achat pour acheter des biens de consommation courante et des biens durables. La crise des « Gilets Jaunes » ne s'est-elle pas construite autour des thèmes de la consommation et du niveau de vie ? Or, plus de la moitié de ces gains de pouvoirs d'achat ont été mis en réserve. Les Français ont estimé qu'après le temps de la distribution allait poindre celui des prélèvements, qu'après quelques rayons de soleil, le mauvais temps serait de retour. Depuis 2007, les ménages n'en finissent pas de laisser de plus en plus de liquidités sur leurs dépôts à vue. Ces derniers ont doublé en douze ans pour atteindre 375 milliards d'euros (chiffre Banque de France). Les Livrets A et de Développement Durable et Solidaire tout comme l'assurance vie n'en finissent pas de battre des records d'encours. Cette épargne supplémentaire alimente la baisse des taux.

Cette phase de taux aura sans nul doute une fin, mais quand ? Certains estiment qu'avec le vieillissement de la population, l'excès d'épargne pourrait disparaître. Certes, pour le moment, le

retraité est un épargnant jusqu'à 75 ans. D'autres parient sur une perte de confiance dans les titres de dettes publiques, dans le dollar, entraînant une envolée des taux. Pour cela, il faut que les investisseurs optent pour d'autres titres, d'autres valeurs. Le retour de l'or, la mise en place d'un système financier dominé par les Chinois, l'émergence d'une cryptomonnaie de référence pourraient à terme s'imposer. Les plus pessimistes parient sur une exacerbation des tensions pouvant déboucher sur des conflits militaires qui modifieraient la donne de l'économie mondiale. D'autres estiment que le retour au nationalisme et au protectionnisme provoquerait une longue stagnation de l'économie mondiale.

### **Les épargnants face aux taux bas**

La baisse des taux d'intérêt fait le malheur des épargnants ayant investi en produits de taux et le bonheur des emprunteurs. La politique des taux bas a un effet redistributif qui va au-delà du couple d'acteurs précédents. Par ailleurs, quel est son effet réel sur l'économie ? Est-ce un cas unique dans l'histoire économique contemporaine ?

La présence de taux d'intérêt négatif sur une aussi longue période et dans un grand nombre d'États est sans précédent depuis le XVIII<sup>e</sup> siècle. Mais, pour apprécier les transferts financiers entre les différents agents économiques, il convient de prendre en compte le taux d'intérêt réel, après imputation de l'inflation. Or, à plusieurs reprises, les taux d'intérêt réels ont été négatifs et dans des proportions importantes. À la sortie de la Seconde Guerre mondiale ou dans les années 70/80, l'inflation était nettement supérieure aux taux d'intérêt. Ainsi, le rendement du Livret A était de 8,5 % en

1981 quand le taux d'inflation était de 13,8 %. Le taux d'intérêt réel était négatif de 5,3 points. Les épargnants étaient alors bien plus pénalisés que ceux d'aujourd'hui qui en retenant toujours comme référence le taux du Livret A, subissent un taux réel négatif de 1,05 point.

Pour les emprunteurs, la situation jugée favorable à l'heure actuelle doit être relativisée. En effet, s'ils bénéficient de très faibles taux, l'absence de l'inflation et en particulier la non-revalorisation des salaires ne permet pas de réduire le montant réel du capital. Quand dans les années 70, le taux d'inflation se situait entre 5 et 10 %, la valeur du capital était chaque année amputée de ce taux. Comme les salaires augmentaient alors au même rythme, voire plus vite que les prix, un effet de ciseau favorable aux emprunteurs jouait à plein. Ce contexte a permis l'accession à la propriété d'un grand nombre de Français. Il est à constater que depuis que les taux d'intérêt sont à des niveaux historiquement bas, la proportion de Français propriétaires de leur résidence principale augmente peu. Le marché des prêts est très sélectif. Seuls les ménages ayant des apports suffisants ou ayant des revenus réguliers importants ont la capacité d'emprunter.

Les politiques de taux bas ne seraient pas possibles sans la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, ces derniers figurant donc parmi les pénalisés de cette redistribution. La flexibilisation des marchés du travail a pu provoquer une pression sur les salaires et les prix. À partir du début du siècle, les gains de productivité excèdent ceux des salaires réels. Depuis 2000, les premiers ont cru au sein de l'OCDE de 35 % et les seconds de 18 % (sources Datastream,

Eurostat). La faiblesse de la progression des salaires a entraîné la décline de l'inflation dans les années 90, phénomène qui s'est accentuée dans les années 2000. La diminution de l'inflation a accompagné la baisse des taux et a conduit les banques centrales à diminuer leurs taux directeurs.

À la différence de ce qui avait pu être constaté dans le passé, les taux d'intérêt sont nettement inférieurs aux taux de croissance ce qui accroît la taxation des épargnants au profit des emprunteurs (États, entreprises, ménages endettés).

Dans les pays avancés, le nombre d'épargnants et de salariés excède celui des emprunteurs. Plus la population vieillit, plus le nombre d'épargnants augmente. De ce fait, les politiques de taux bas sont électoralement difficiles à vendre. L'Allemagne en fournit un bon exemple.

Au sein de l'OCDE, les profits ont tendance à augmenter depuis une vingtaine d'année. Leur poids est ainsi passé de 9 à 12 % du PIB de 1996 à 2018, ce qui favorise les actionnaires.

Pour les États-Unis, le Royaume-Uni, la zone euro et le Japon, le poids des intérêts reçus par les ménages est passé de 17 à 7 % du PIB de 2008 à 2018 (source Natixis). Les banques ont reçu en intérêts, en 2018, l'équivalent de 2 % du PIB contre 4 % en 2008. Les intérêts payés sur la dette publique pour les États membres de l'OCDE représentent 2,8 % du PIB, en 2018 contre 5 % en 1996. Les intérêts payés par les ménages et les entreprises s'élèvent à 2,2 % du PIB en 2018 contre 3,5 % en 1996. Ce taux était de supérieur à 4 % en 2010.

La politique des taux bas favorise donc les emprunteurs et les actionnaires. Ces derniers sont faiblement représentés en Europe et tout particulièrement en France. En revanche, aux États-Unis, l'économie dépend de la bonne santé des actionnaires. Certes, leur répartition au sein de la population n'est pas égalitaire. Les actions sont essentiellement concentrées parmi les 10 % les plus riches au sein des pays de la zone euro. Les emprunts sont un peu mieux répartis. Ils sont essentiellement logés parmi les 50 % les plus riches. Au niveau de l'âge, les actifs financiers sont essentiellement

possédés par les 55/75 ans quand les emprunts affectent les 35/54 ans. Aux États-Unis, les 10 % les plus riches possèdent 71 % des actifs financiers. Ces derniers détiennent 23 % du montant des emprunts.

La situation monétaire actuelle pénalise donc les épargnants en produits de taux et les salariés. Il est donc assez logique que les dépenses de consommation stagnent. Par ailleurs, les faibles taux incitent les ménages à accroître leur effort d'épargne pour atteindre leurs objectifs patrimoniaux. En Europe, ces derniers privilégient les produits liquides et garantis.



## TOUR D'HORIZON

### LES TROIS DÉFIS DES PAYS OCCIDENTAUX

Les pays de l'OCDE sont confrontés à trois transitions majeures qui ont la particularité d'intervenir simultanément : la transition du vieillissement de la population, la transition technologique et la transition écologique.

#### La transition démographique

Tous les pays sont confrontés à un phénomène sans précédent, le vieillissement de leur population. Les États occidentaux sont les premiers concernés ayant entamé leur transition démographique plus tôt que les pays émergents ou en voie de développement. Ces derniers connaîtront une profonde mutation démographique qui sera plus rapide que celle que vivent les pays occidentaux. La transition démographique se caractérise par une augmentation sensible du nombre de retraités et par la moindre progression, voire la diminution, de la population active. Ainsi, le poids des 20/64 ans au sein de l'OCDE devrait passer de 61 % à 52 % de 1998 à 2040. La proportion de personnes de plus de 60 ans au sein des pays avancés devrait atteindre plus de 30 % d'ici 2050 contre 20 à 25 % actuellement.

Une diminution de la population active signifie une baisse de la production sauf en cas d'augmentation substantielle de la productivité. Or, depuis une vingtaine d'années, les gains de productivité ont tendance à s'éroder. Les économies occidentales sont des économies de services de moins en moins propices à générer des gains de productivité.

Le vieillissement de la population amène la question de la répartition des charges publiques au sein des sociétés. Quelle est la part à consacrer pour les seniors et, en corollaire, quelle est la part que les actifs sont prêts à supporter ? Ce vieillissement a des conséquences sur la consommation. La demande de services augmentera quand celle en produits manufacturés diminuera. Enfin, il a un impact difficile à appréhender en ce qui concerne la valorisation des actifs immobiliers et financiers. Logiquement, pour financer les pensions, les retraités devront puiser dans leur patrimoine. Il en sera de même pour les fonds de pension, ce qui devrait conduire à une baisse de la valeur des actifs. Mais, pour le moment, du fait des taux d'intérêt bas, les actions comme l'immobilier enregistrent une augmentation continue de leur cours. Les seniors restent des épargnants et placent une part croissante de leurs revenus, alimentant ainsi la spéculation sur certaines valeurs.

#### La transition technologique

Depuis près de vingt ans, l'économie est en proie à un double mouvement : la mondialisation et la digitalisation. Si le premier semble marquer une pause, voire légèrement refluer, il en est tout autrement pour le second. À ce stade, la diffusion des techniques de l'information et de la communication ainsi que la poursuite du processus de robotisation n'ont pas débouché sur une augmentation de la productivité. Si les nouvelles technologies sont disruptives, elles le sont en premier lieu pour les statistiques économiques.

L'introduction des nouvelles techniques provoque pour le moment la disparition d'emplois intermédiaires à valeur ajoutée moyenne. Ces derniers sont remplacés par un nombre limité d'emplois à forte valeur ajoutée et par un grand nombre d'emplois à faible qualification. Ce processus de polarisation des emplois pèse sur la productivité et la croissance. Ceci conduit à un appauvrissement des salariés, le niveau de salaire des emplois de services créés étant nettement plus faible que celui des emplois industriels détruits. Au sein de l'OCDE, le secteur manufacturier a perdu en vingt ans 20 % de ses emplois quand les services domestiques ont augmenté les leurs justement de 20 %. Entre les deux secteurs, l'écart moyen annuel de rémunération est de 17 000 euros en 2018. Cet écart s'est accru en vingt ans de 50 %.

### **La transition écologique**

La décarbonisation de l'économie conduit à réaliser un grand nombre

d'investissements dont la rentabilité est, jusqu'à présent, moindre par rapport à celle des énergies fossiles. En effet, en l'état des techniques, les énergies renouvelables sont moins efficaces que le pétrole ou le gaz. Elles imposent des capacités de production supérieures aux besoins de manière plus importantes que les énergies fossiles. Les éoliennes ne peuvent produire de l'électricité qu'en cas de vent quand les panneaux photovoltaïques exigent du soleil. Cette décarbonisation provoquera une hausse du prix de l'énergie pénalisant la croissance. Par ailleurs, elle provoquera d'importants changements dans la structuration des économies. Les industries traditionnelles devraient perdre des emplois (secteurs de l'automobile, de la chimie, des raffineries). Les créations d'emplois dans les nouveaux secteurs pourraient ne pas s'effectuer au sein des pays avancés compte tenu notamment de la position dominante occupée par la Chine dans la fabrication des batteries et des panneaux photovoltaïques.

## POINTS DE REPÈRE

### L'ÉPARGNE SALARIALE, PRÈS DE 9 MILLIONS DE SALARIÉS CONCERNÉS

49,9 % des salariés du secteur marchand non agricole, soit 8,8 millions de salariés, avaient, selon la Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (DARES) du Ministère du Travail, en 2017, accès à au moins un dispositif d'épargne salariale (participation, intéressement, plan d'épargne entreprise. Toujours en 2017, 7,5 millions d'entre eux ont reçu un complément de rémunération sous la forme d'une prime de participation ou d'intéressement ou d'un abondement de l'employeur sur un plan d'épargne entreprise ou un plan d'épargne retraite collectif. L'épargne salariale passe de plus en plus via le plan d'épargne entreprise, qui couvre 42,8 % des salarié. Il est le premier dispositif d'épargne salariale.

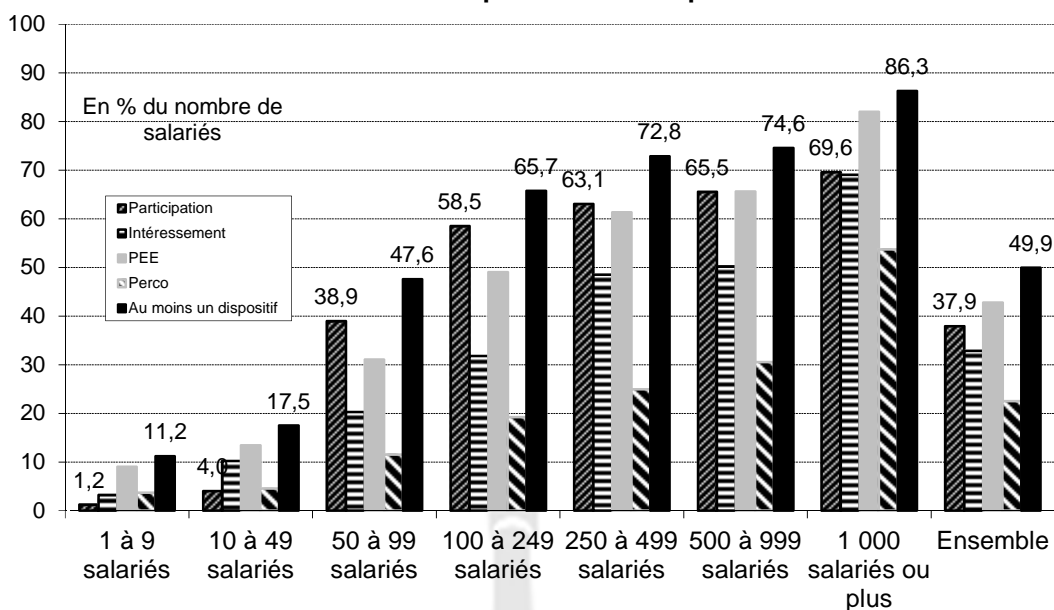
En 2017, près de 19 milliards d'euros ont été distribués aux salariés dans le cadre de l'épargne salariale. 18,4 milliards l'ont été pour les seules entreprises de 10 salariés ou plus. L'intéressement représente près de la moitié des versements dans les entreprises de 10 salariés. En 2017, il a augmenté en raison de l'amélioration

des résultats des entreprises de 9,1 % à champ constant, après +3,5 % en 2016. Les sommes versées au titre de la participation ont également augmenté mais moins vite car elles sont liées à des accords pluriannuels (+4,0 %, après +5,5 % en 2016). Les abondements distribués sur les PEE et les Perco progressent en 2017 à un rythme proche de celui de 2016 (+4,9 %, après +4,3 % sur les PEE et, +6,1 %, après +5,9 % sur les Perco). En moyenne, les salariés, ayant bénéficié d'au moins un dispositif d'épargne salariale, ont obtenu un complément de rémunération de 2 512 euros en hausse de 6,4 % par rapport à 2016.

Un des objectifs de la loi PACTE est de favoriser la diffusion des produits d'épargne salariale au sein des PME. Des progrès substantiels pourraient être accomplis au sein des entreprises employant de 50 à 99 salariés où le taux d'équipement est de 47 % quand il atteint plus de 66 % au-delà de 100 salariés.



### Part des salariés ayant accès à un dispositif de participation, d'intéressement ou d'épargne salariale en 2017 par taille d'entreprise



Source : DARES

## LE RENOUVEAU CONFIRMÉ DES INDÉPENDANTS

Selon l'INSEE, en 2016 3,1 millions d'actifs en emploi en France hors Mayotte sont des indépendants. Selon la forme juridique et l'activité de leur entreprise, ces indépendants peuvent être des entrepreneurs individuels « classiques », des professions libérales, des gérants ou dirigeants de société, ou exercer sous le régime fiscal des micro-entrepreneurs. Si la plupart des indépendants sont non-salariés, certains dirigeants ou gérants de société exercent néanmoins sous le statut d'assimilés salariés.

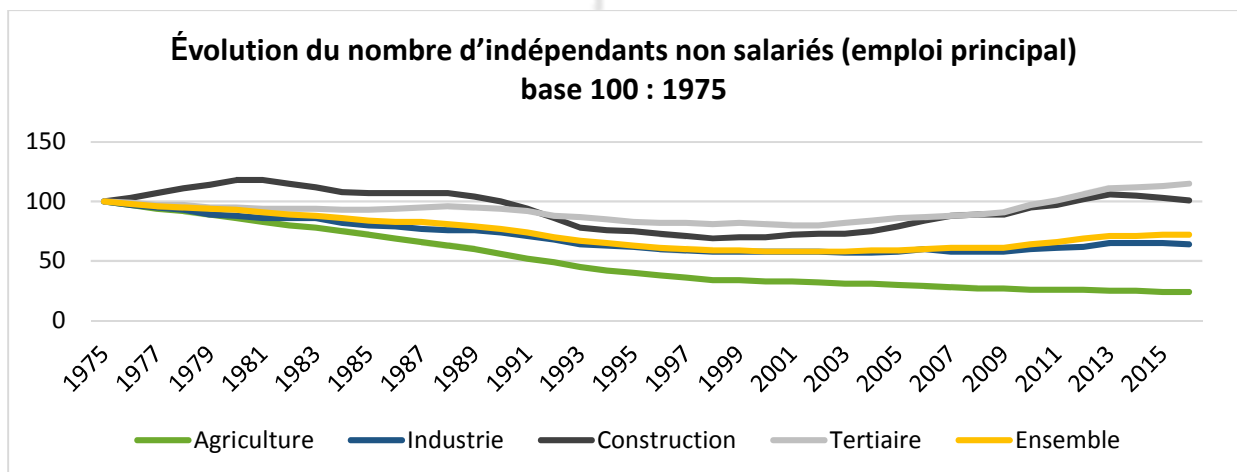
### Les auto-entrepreneurs à l'origine du rebond

Le nombre des indépendants avait fortement diminué, de la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'au milieu des années 2000, avec la montée en puissance du salariat. Un

renversement est intervenu depuis une quinzaine d'années même si les effectifs d'agriculteurs, et de commerçants continuent de baisser (boulangerie, boucherie, charcuterie, poissonnerie notamment). La croissance récente de l'emploi indépendant non salarié repose sur le développement du tertiaire, sous l'effet de l'extension des services et des professions de santé. Elle s'explique avant tout par les mutations que connaît le monde du travail avec l'émergence des plateformes de services sur Internet. Le processus « d'ubérisation de l'emploi » concerne de nombreux secteurs (chauffeurs, livreurs, travaux domestiques, enseignement, etc.). La création du statut d'auto-entrepreneur a contribué au renouveau du statut d'indépendant. Depuis sa création en janvier 2009, l'auto-entrepreneuriat, remplacé fin 2014 par le micro-

entrepreneuriat, s'est continûment développé. Fin 2016, 860 000 micro-entrepreneurs sont économiquement actifs en France. Ce phénomène n'est pas spécifique à la France. Nos partenaires ont également adopté des législations visant à faciliter la création d'activités indépendantes. Dans certaines professions, le micro-entrepreneuriat a supplanté les formes traditionnelles d'emploi indépendant en l'espace de quelques années. Les métiers de l'enseignement, des arts, du spectacle, de services spécialisés dédiés aux entreprises (design,

photographie, traduction, etc.) ou aux particuliers (réparateurs de biens personnels et domestiques, thérapeutes, etc.) s'exercent majoritairement en ayant recours au statut de micro-entrepreneur. En 2016, 63 % des indépendants non-salariés de ces activités exercent en tant que micro-entrepreneurs. Ces derniers sont également très présents dans la construction (115 000 en 2016, soit 31 % des indépendants non-salariés) et la vente au détail sur les marchés ou à distance (81 000, soit 68 %).



Source : INSEE

Source : DARES

## LES STATISTIQUES DE TVI

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

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS	RÉSULTATS
<b>CAC au 31 décembre 2018</b>	<b>4 730,69</b>
<b>CAC au 30 août 2019</b>	<b>5 480,48</b>
Évolution en août	-0,70 %
Évolution sur un an	+1,36 %
<b>DAXX au 28 décembre 2018</b>	<b>10 558,96</b>
<b>DAXX au 30 août 2019</b>	<b>11 939,28</b>
Évolution en août	-2,26 %
Évolution sur un an	-3,64%
<b>Footsie au 31 décembre 2018</b>	<b>6 728,13</b>
<b>au 30 août 2019</b>	<b>7 207,18</b>
Évolution en août	-5,00 %
Évolution sur un an	-3,03 %
<b>Euro Stoxx au 31 décembre 2018</b>	<b>3 173,13</b>
<b>Euro Stoxx au 30 août 2019</b>	<b>3 426,76</b>
Évolution en août	-2,75 %
Évolution sur un an	-0,85 %
<b>Dow Jones au 31 décembre 2018</b>	<b>23,327.46</b>
<b>Dow Jones au 30 août 2019</b>	<b>26 403,28</b>
Évolution en août	-1,72 %
Évolution sur un an	+1,69 %
<b>Nasdaq au 31 décembre 2018</b>	<b>6 635,28</b>
<b>Nasdaq au 30 août 2019</b>	<b>7 962,88</b>
Évolution en août	-2,60 %
Évolution sur un an	-1,81 %
<b>Nikkei au 28 décembre 2018</b>	<b>20 014,77</b>
<b>Nikkei au 30 août 2019</b>	<b>20 704,37</b>
Évolution en août	-3,80 %
Évolution sur un an	-9,45%
<b>Shanghai Composite au 31 décembre 2018</b>	<b>2 493,89</b>
<b>Shanghai Composite au 30 août 2019</b>	<b>2 886,24</b>
Évolution en août	-1,58%
Évolution sur un an	+5,91 %
<b>Parité euro/dollar au 31 décembre 2018</b>	<b>1,1447</b>
<b>Parité euro/dollar au 30 août 2019</b>	<b>1,0983</b>
Évolution en août	-1,45 %
Évolution sur un an	-6,20 %
<b>Once d'or au 31 décembre 2018 en dollars</b>	<b>1 280,690</b>
<b>Once d'or en dollars au 30 août 2019</b>	<b>1 523,646</b>
Évolution en août	+6,83 %
Évolution sur un an	+26,28 %
<b>Pétrole Brent au 31 décembre 2018</b>	<b>53,429</b>
<b>Pétrole de Brent en dollars au 30 août 2019</b>	<b>58,820</b>
Évolution en août	-7,94 %
Évolution sur un an	-23,95 %

**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](mailto:marc-antoine.dumont@vendome-investment.com)