



LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>les sables mouvants de la réforme des retraites !</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>L'industrie du meuble en pleine mutation</i>	3
HORIZON CONJONCTURE	5
<i>le retour de l'arme budgétaire</i>	5
HORIZON EXTERIEUR	7
<i>La Russie, de réels atouts de rebond</i>	7
HORIZON FINANCE	10
<i>Le dollar est-il infaillible ?</i>	10
TOUR D'HORIZON	12
<i>Emplois, secteurs d'activité, de quoi sera fait demain ?</i>	12
POINTS DE REPÈRE	15
<i>Plus de 740 milliards d'euros de dépenses de prestations sociales en France</i>	15
<i>Les statistiques de TVI</i>	18

L'EDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LES SABLES MOUVANTS DE LA REFORME DES RETRAITES !



Réformer les retraites est un exercice d'une rare difficulté. En effet, nul ne souhaite être au chômage ou malade mais beaucoup aspirent à profiter d'une retraite

qui est selon le dicton bien méritée. C'est donc fort logiquement que l'assurance vieillesse est devenue, depuis 1945, la pierre angulaire du contrat social français. La France consacre 14 % de sa richesse créée chaque année à la retraite. Les régimes par répartition assurent plus de 80 % des ressources des 16 millions de retraités que compte le pays.

Le système actuel date, dans ses grandes lignes, de 75 ans. Au moment de sa création, les pères fondateurs de la Sécurité sociale avaient échoué à faire rentrer toutes les professions dans le régime général. Les indépendants, les salariés des entreprises ayant avant-guerre un système de retraite ainsi que les trois fonctions publiques restèrent à l'extérieur.

Le Président de la République a ouvert la boîte de pandore avec son projet de réforme. Si le principe d'équité « *un euro cotisé donne les mêmes droits pour tous* » a bien été compris, sa traduction donne lieu à une montée des oppositions. La crainte de perdre des droits dits acquis génère une crispation d'une partie de la population et en premier lieu de leurs bénéficiaires.

Comme en 1945, comme en 1995, les régimes spéciaux ne veulent pas perdre leurs particularismes. Le Président de la République a émis l'idée que la réforme pourrait se faire à des vitesses différentes. Les salariés du privé et le cas échéant les indépendants pourraient inaugurer le nouveau système quand, pour les régimes spéciaux, seuls les nouveaux entrants seraient concernés. Il pourrait même y avoir un risque de maintien de ces régimes si les négociations venaient à s'ensabler. La question centrale reste de savoir dans quel camp tombe les fonctions publiques. Le Ministère des Finances souhaite qu'elles soient reversées au régime universel le plus vite possible pour réduire le coût budgétaire des retraites pour les collectivités publiques. Cela nécessite de régler la prise en charge des cotisations sur les primes pour ne pas réduire le pouvoir d'achat des fonctionnaires, ce qui suppose de résoudre au préalable la question des fonctionnaires n'ayant pas ou peu de primes. En effet, les points seront attribués sur l'ensemble du traitement, primes comprises. Des mécanismes d'attribution de points sans cotisation pourraient être imaginées. Pour mettre de l'huile dans les rouages, les pouvoirs publics ont pensé se servir dans les réserves constituées par des caisses de retraite qui ont le grand tort d'être précautionneuse.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

L'INDUSTRIE DU MEUBLE EN PLEINE MUTATION

L'industrie du meuble est un secteur important dans certaines régions françaises et tout particulièrement dans les Vosges. Elle a connu une série de métamorphoses ces quarante dernières années. L'apparition de grandes chaînes adaptées à l'urbanisation de la population, comme Ikea, a fragilisé le tissu des PME locales spécialisées dans la production de meubles à la demande. Le recours à des éléments standardisés, démontables constitués par des panneaux de particules de bois pouvant être fabriqués en masse dans les pays émergents a permis une baisse des coûts. Le succès d'Ikea provient également de sa capacité à proposer un très grand nombre de références accessibles directement et non plus sur commandes. Internet a provoqué un double changement dans la distribution. La vente en ligne s'est imposée mettant en difficulté les magasins traditionnels. Par ailleurs, Internet a favorisé l'émergence d'un large marché de l'occasion à travers des sites comme « le Boncoin ».

Ces évolutions ont fortement touché l'industrie du meuble en France qui est constituée d'un grand nombre de PME familiales. Le chiffre d'affaires s'est contracté ces dernières années avec, à la clef, de nombreuses faillites et suppressions d'emplois.

En 2018, la France a produit pour 5,0 milliards d'euros de meubles. Cette branche d'activité représente 1,0 % des facturations de produits manufacturés (non alimentaires). Elle réunit 4,3 % des entreprises de l'industrie manufacturière française. Plus de 50 % des entreprises de ce secteur réalisent un chiffre d'affaires annuel inférieur à 300 000 euros et

emploient moins de 20 salariés. Si le secteur est dominé par des PME, il comprend quelques grands groupes comme Alsapan, Aube Bedding, Copirel, Fournier, Gautier France, HMY France, Meubles Demeyere, Parisot, Schmidt Groupe ou Steelcase SA.

Quatre régions (Auvergne-Rhône-Alpes, Pays de la Loire, Grand Est et Nouvelle-Aquitaine) concentrent la moitié des effectifs (54 %). Quelques grands établissements, dépassant les 500 salariés, sont présents en Auvergne-Rhône-Alpes, dans le Grand Est, en Bourgogne-Franche-Comté et en Hauts-de-France.

En 2016, la branche emploie environ 41 000 salariés contre 84 000 dix ans plus tôt. Si dans le Grand Est et en Nouvelle-Aquitaine, les effectifs ont diminué de moitié, ils ont mieux résisté en Auvergne-Rhône-Alpes et dans les Pays de la Loire, ces deux régions perdant un tiers de leur effectif en dix ans. À l'opposé, la Normandie en a perdu près des trois quarts.

L'Allemagne, premier producteur de meubles en Union européenne

En 2018, la production française de meubles représente 6 % de la production de l'Union européenne à 28 pays. La France occupe le cinquième rang, après l'Allemagne (21 %), l'Italie (20 %), la Pologne (15 %) et le Royaume-Uni (9 %). Avec la France et l'Espagne (6 % chacun), ces pays se partagent 80 % de la production européenne.

Le principal segment du secteur du meuble est constitué par les meubles en

bois pour chambres à coucher, salles à manger ou salles de séjour, salles de bain ou d'extérieur. La part de la France sur ce segment dans le total européen est de 6 %, loin derrière la Pologne (17 %) et l'Allemagne (15 %). La production de sièges représente le deuxième poste en termes de chiffres d'affaires. Elle a fortement reculé en France. La Pologne, l'Italie et l'Allemagne produisent plus de 50 % des sièges fabriqués en Europe. La France, avec 4 % de la production, ne se situe qu'à la septième place. Pour les meubles de cuisine en bois et les meubles de bureau et de magasins en bois, la part de la France ne dépasse pas 8 %, très loin de ses principaux concurrents. L'Allemagne domine largement sur les meubles de cuisine en bois (41 %), suivie de l'Italie (21 %) et du Royaume-Uni (18 %). Pour les meubles de bureau et de magasins en bois, l'Allemagne est également le premier fabricant en Europe avec 26 % de la production, suivie de la Pologne (15 %).

Une balance commerciale largement déficitaire

En 2018, les importations françaises de meubles s'élèvent à 7,2 milliards d'euros. Elles ont augmenté de plus de 20 % en dix ans et représentent une fois et demie la valeur de la production française. La Chine, l'Italie, l'Allemagne et la Pologne

sont les principaux fournisseurs. Ils livrent plus de la moitié des importations françaises. Celles venant de Chine et de Pologne ont plus que doublé en dix ans.

La France exporte 40 % de sa production, soit 2,1 milliards d'euros. Compte tenu du niveau des importations, le déficit commercial s'élève à un peu plus de 5 milliards. Il était de 3,5 milliards en 2008. Entre 2008 et 2018, les exportations ont baissé de 12 % et les importations ont augmenté de 20 %.

Un secteur en crise

L'industrie du meuble en France rencontre d'importantes difficultés comme en témoigne la mise en redressement au mois de juin dernier du Groupe Parisot. Ce fabricant de meubles, fondé en 1936 par la famille Parisot, a enregistré, en 2018, une perte de 14 millions d'euros pour un chiffre d'affaires de 107 millions d'euros. Plus d'une centaine d'emplois sur les 500 que compte le groupe, seraient menacés. Au niveau de la distribution, la société Habitat qui n'a pas su prendre le virage de la commande en ligne et s'efforce de rattraper son retard, a mis en œuvre un plan de restructuration avec à la clef des fermetures de magasins. Il en est de même pour Conforama.

HORIZON CONJONCTURE

LE RETOUR DE L'ARME BUDGETAIRE

Avec le ralentissement économique au sein de la zone euro, de nombreuses voix s'élèvent en faveur de la mise en œuvre d'une politique de relance qui concernerait en premier lieu l'Allemagne. Ce pays ayant d'abondants excédents extérieurs et intérieurs, disposerait de marges de manœuvre suffisantes pour accroître sa demande intérieure. Ce retour en grâce de l'arme budgétaire intervient au moment où les doutes sur le bienfondé des politiques monétaires non conventionnelles se font jour. Depuis la crise de 2008, les banques centrales sont devenues les béquilles d'un capitalisme chahuté tant par la mondialisation que par la digitalisation et le vieillissement démographique.

La demande intérieure serait entravée en zone euro par la faiblesse des rémunérations et par le sous-emploi. Certains mettent l'accent sur le fait que la France bénéficie d'un taux de croissance plus élevé que ses partenaires grâce au plan de soutien du pouvoir d'achat décidé par le Président de la République après la crise des « gilets jaunes ». Cette affirmation peut être relativisée. Une partie non négligeable des gains de pouvoir d'achat ont été épargnés. Si la France est résiliente au ralentissement en cours, elle le doit au caractère plus tertiaire de son économie qui est, de ce fait, moins exposée aux variations du commerce international.

Les politiques monétaires montreraient leurs limites en étant incapables de relancer l'inflation et d'assurer une croissance pérenne. Il est certainement trop demandé aux politiques monétaires. Il est assez étonnant de constater que, tout en étant contestées, celles-ci sont jugées incontournables dès la manifestation des

premiers signes de ralentissement économique. Au cours de l'été, devant la multiplication des pressions politiques et médiatiques, les banques centrales européenne et américaine se sont senties obligées de baisser leurs taux directeurs.

La pression semble aujourd'hui se tourner vers la politique budgétaire. Avec des taux d'intérêt bas, les États auraient des possibilités accrues pour dépenser en s'endettant. Avec un déficit public revenu en dessous de 1 % du PIB au sein de la zone euro, les États membres pourraient désormais opter pour une politique d'augmentation des dépenses. Ce relâchement vaut avant tout pour l'Allemagne qui a dégagé un excédent budgétaire de 2 % du PIB ces dernières années et dont la dette publique est revenue autour de la cible des 60 % du PIB.

Le recours à la relance budgétaire est-il justifié ? Quel serait son effet sur la croissance ?

La montée des inégalités au sein de plusieurs États membres inciterait les États à tenter de les corriger en jouant sur le volet des prestations sociales. Les inégalités ont augmenté en Allemagne et dans certains pays d'Europe du Nord.

Les populations des États membres, en particulier en France ou en Italie, réclament une réelle augmentation du pouvoir d'achat. Ce dernier a stagné voire diminué pour certaines catégories sociales. Le sentiment de précarité s'est diffusé et cela au-delà même des publics concernés. Il est ainsi admis que les contrats à durée déterminée sont devenus la règle même si, dans les faits, leur

progression sur une longue période est assez limitée. Dans des pays comme la France ou l'Italie, le problème semble venir du rapport au travail. Pour les 20 % des Français les plus modestes, près de la moitié des revenus proviennent des prestations sociales. Dans les pays latins, le chômage est très concentré sur certaines parties du territoire et chez les jeunes de moins de 30 ans. L'augmentation du coût du logement dans les grandes métropoles et de celui des transports est un facteur de mécontentement social important.

La demande de protection tend à s'accroître dans tous les pays européens et se traduit par une aversion croissante aux risques. La demande sociale que ce soit en santé ou en retraite augmente. Cette situation n'est pas sans poser le problème de crédibilité d'une éventuelle politique de relance. Les messages sont en effet contradictoires. D'un côté, il est demandé des efforts pour assurer l'équilibre des comptes sociaux, et de l'autre s'il est possible de dépenser plus pour soutenir le pouvoir d'achat et la demande intérieure.

Même si la zone euro affiche un excédent extérieur, ce qui révèle normalement une insuffisance de demande, le taux de chômage de la zone euro est proche du taux de chômage structurel. Les marges de manœuvre sont donc limitées. La relance se traduirait par un accroissement des importations et non pas par une augmentation de la production.

L'amélioration du pouvoir d'achat des ménages à travers une baisse des impôts ou une hausse des prestations sociales pourrait s'accompagner par une progression du taux d'épargne. Par crainte du caractère temporaire de ce surcroît de revenus, les ménages pourraient non pas augmenter leurs dépenses de

consommation mais renforcer leur l'épargne de précaution.

Dans ces conditions, une relance jouant sur la demande aurait des résultats incertains. Il apparaît évident qu'il serait préférable de jouer sur l'offre mais une telle politique est électoralement moins séduisante. L'objectif serait de redresser la croissance potentielle, en augmentant le taux d'emploi et en améliorant la productivité du travail.

Certains pays dont la France, l'Italie ou l'Espagne pourraient accroître de manière substantielle leur taux d'emploi, ce qui suppose un effort de formation en amont. Ces pays devraient engager des programmes de réduction de leur chômage structurel. Par nature, les gains ne se feront sentir que sur le long terme. Il en est de même en matière de productivité. Celle-ci augmente, au sein de la zone euro, de moins de 0,5 % par an depuis la fin de l'année 2018 contre 1 % sur longue période (productivité par tête). Cette productivité est érodée par la polarisation des emplois et la tertiarisation de l'économie. Avec la digitalisation et la robotisation, des emplois occupés par les classes moyennes sont remplacés par de nombreux emplois à faible valeur ajoutée et par quelques emplois à très forte qualification. De son côté, le secteur des services offre, par nature, moins de gains de productivité que l'industrie. Une montée en gamme de la production avec une spécialisation plus poussée en matière économique, en privilégiant les secteurs de pointe, devrait être recherchée.

Un plan de relance devrait donc être avant tout axé sur la formation, les infrastructures, et la recherche. Par ailleurs, il faudrait éviter l'éparpillement des crédits sur un grand nombre de projets et de régions comme cela a été trop souvent le cas ces dernières années.

HORIZON EXTERIEUR

LA RUSSIE, DE REELS ATOUTS DE REBOND

Depuis deux ans, la Russie connaît un rythme de croissance assez mesuré en phase avec sa situation démographique et l'évolution des cours du pétrole. Les autorités peuvent néanmoins s'enorgueillir de la décision de l'agence Fitch d'améliorer la note du souverain russe. Cette amélioration est imputable à la bonne résilience du pays à l'environnement extérieur.

Au premier semestre 2019, la croissance économique russe a fortement ralenti à 0,7 % en glissement annuel contre 2 % un an auparavant. Cette décélération résulte de la baisse des demandes intérieure et extérieure. Les exportations se sont contractées en raison de l'application des quotas de production de pétrole décidés dans le cadre de l'accord de régulation avec l'OPEP. De son côté, la consommation des ménages a subi l'impact de l'augmentation de la TVA de deux points intervenue le 1^{er} janvier 2019. Les pouvoirs publics ont, par ailleurs, retardé plusieurs programmes d'investissements publics. La baisse des taux décidée au mois de juin dernier devrait néanmoins favoriser la hausse des investissements. Cette baisse a été rendue possible par une décélération de l'inflation. Elle est désormais proche de la cible de 4 % retenue par les autorités monétaires.

La banque centrale a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour Russie sur les prochaines années. Elle ne prévoit le retour du taux de croissance entre 2 et 3 % qu'en 2022 et sous réserve que le Gouvernement parvienne à lever une partie des contraintes structurelles qui pèsent sur la croissance. À cette fin, le programme des dépenses nationales

prévoit une augmentation des dépenses dans l'éducation, la santé et les infrastructures.

Le processus d'assainissement de la sphère financière se poursuit. En juillet 2019, les créances douteuses représentaient 9,9 % des prêts et la part des actifs risqués (prêts non performants et restructurés) contre 19,1 % un an plus tôt. Le désendettement des entreprises non financières et le transfert des actifs risqués des trois banques privées (Otkritie, B&N and Promsvyazbank) à une structure de défaisance (Trust Bank) ont contribué à cette amélioration. Dans le cadre de la restructuration financière en cours, le nombre d'institutions bancaires a fortement diminué passant de 1 344 à 454 de 2000 à 2019.

Un pays faiblement endetté

Même en cas de nouvelles sanctions de la part des pays occidentaux, le faible niveau de la dette publique (14,6 % du PIB en 2019) constitue un atout majeur du pays. La dette des ménages représente 16,3 % du PIB au deuxième trimestre 2019 et, selon la banque centrale, le ratio de dette rapportée au revenu est modéré à 25 % fin 2018. La Russie dispose de considérables réserves de change : plus de 423 milliards de dollars à fin septembre 2019, en hausse de 39 milliards de dollars sur un an. La dette extérieure s'élève à 29,5 % du PIB au deuxième trimestre 2019 contre 41 % en 2016. Du fait des excédents courants, la Russie devrait conforter dans les prochains mois sa position extérieure en augmentant, en particulier, ses réserves de changes.

Les sanctions et les voies de contournement

Le Congrès américain a décidé de durcir à nouveau les sanctions contre la Russie. La principale mesure porte sur l'interdiction pour les banques américaines de participer à l'émission d'obligations en devises de l'État russe et d'accorder des prêts en devises à tout organisme public. Ces nouvelles sanctions ne portent donc pas sur les obligations souveraines libellées en roubles et n'interdisent pas aux banques américaines d'acheter sur le marché secondaire des obligations en devises. Le Gouvernement russe ne rencontre aucun problème pour placer ses obligations moyennant des rendements offerts élevés (5,1 % pour les obligations en dollars à maturité 2035). En outre, même si de nouvelles sanctions à l'égard de l'État russe pourraient être adoptées, le Gouvernement a les capacités d'y faire face au regard du faible niveau de sa dette (14,6 % du PIB) et des besoins de financement modestes (l'équivalent de 0,8 % du PIB par an en moyenne sur les cinq prochaines années). Il opère, par ailleurs, une dédollarisation du financement pour se prémunir d'un nouveau durcissement des sanctions.

La Russie tente de desserrer l'étreinte des sanctions commerciales décidées par l'Union européenne et les États-Unis en nouant des relations privilégiées avec l'Afrique et l'Asie. Vladimir Poutine a ainsi convié une quarantaine de chefs d'États africains à Sochi afin d'établir des partenariats économiques. Les échanges commerciaux entre la Russie et l'Afrique demeurent limités, 20 milliards de dollars en 2018. Ils sont faibles au regard de ceux de la Chine (204 milliards) ou encore de ceux de la France (51,3 milliards d'euros). Si l'ancienne URSS avait réussi à s'imposer durant la période de décolonisation, sa fin avait entraîné le départ de nombreux techniciens et

correspondants. Les liens avec les anciens partenaires africains ont néanmoins perduré notamment grâce au réseau des anciens étudiants africains qui ont fait leurs études en Russie (plus 1,5 million d'Africains disposent d'un diplôme russe). Les entreprises russes sont encore présentes dans le domaine minier et de l'énergie. Elles renforcent ces dernières années leurs positions dans les ventes d'armes. Les médias russes (Sputnik et RT) sont assez bien acceptés. Contrairement aux Américains et aux Français, les Russes ne sont pas accusés d'ingérence dans les affaires intérieures.

Depuis 2014 et la crise liée à la Crimée, la Russie a essayé de développer ses relations avec la Chine et les pays asiatiques non sans succès. Néanmoins, culturellement, géographiquement, le pays est avant tout arrimé à l'Europe. 77 % de la population vit dans la partie européenne de la Russie, à l'ouest de l'Oural. La religion orthodoxe qui correspond au christianisme de Byzance, est dominante. Elle relie Moscou, à une fraction de l'Empire romain. Par leur mode d'organisation et par leur culture, Moscou et Saint Pétersbourg sont des villes européennes. Les différences entre l'Italie et la Finlande, entre la France et la Bulgarie, ne sont pas moins importantes que celles qui peuvent exister entre les États membres de l'Union et la Russie.

Si la Russie essaie de retrouver quelques relais d'influence en Afrique, elle est devenue incontournable dans le Proche Orient avec la guerre en Syrie. Avec le départ des Américains, elle a en effet retrouvé un rôle de gendarme qu'elle n'avait plus depuis la chute de l'URSS.

Près de six ans après l'affaire ukrainienne, une sortie de crise, tant pour des raisons diplomatiques qu'économiques, apparaît nécessaire pour les acteurs de la scène internationale. Le changement de position

de la France qui, avec l'Allemagne, était jusqu'à maintenant sur une ligne dure, traduit l'entrée dans une nouvelle séquence diplomatique. Le comportement imprévisible du Président américain, le renforcement de la puissance chinoise, l'instabilité du Proche et du Moyen Orient sont autant d'éléments pris en compte par

les autorités françaises pour un rééquilibrage des relations avec la Russie. Ce pays demeure incontournable non seulement en raison de sa puissance militaire mais aussi par ses richesses naturelles (pétrole, gaz, terres rares).



HORIZON FINANCE

LE DOLLAR EST-IL INFALLIBLE ?

Au premier trimestre 2019, le dollar reste de loin la première monnaie de réserve. 62 % des réserves de changes sont en dollars au niveau mondial. L'euro arrive en deuxième position (22 %) suivi par le yen (5 %) et la livre sterling (4 %). Le yuan (RMB) arrive loin derrière (2 %) malgré la place de première puissance commerciale occupée par la Chine. Cependant depuis le début du siècle, les monnaies occidentales reculent dans les réserves de changes. Ce repli est assez net pour le dollar qui a perdu 6 points depuis 2002. De son côté, le poids de l'euro dans les réserves de changes s'est contracté de 2 points. Les devises des pays émergents ainsi que celles de l'Australie ou du Canada ont, en vingt ans, gagné plus de 6 points. Il est à noter que la monnaie chinoise n'a accru son poids que d'un point.

L'euro ne profite pas du recul du dollar en raison de la politique monétaire mise en œuvre depuis la crise des dettes souveraines en 2011 et des incertitudes tant économiques que politiques. Le différentiel des taux d'intérêt à 10 ans entre la zone euro et les États-Unis est de deux points depuis 2014, incitant les investisseurs à privilégier les placements en dollars ; ce qui entretient l'appréciation de cette devise.

La force du dollar provient de la profondeur de son marché financier qui offre un grand nombre de titres disponibles aux non-résidents. Les marchés financiers chinois ou japonais sont plus étroits et moins transparents pour les investisseurs étrangers. En Chine, les non-résidents ne détiennent que 5 % des titres publics du pays. Ce taux est de 13 % au Japon. Pour

la zone euro, des taux supérieurs à 50 % sont enregistrés pour certains pays.

Le dollar bénéficie indéniablement de la puissance économique mais aussi militaire des États-Unis. La devise américaine est une valeur refuge. En période d'incertitudes, les investisseurs se désengagent des régions à risques pour placer leur argent sur les marchés financiers américains.

Pour les États-Unis, le dollar est un outil à plusieurs facettes. Étalon mondial, monnaie des échanges et des réserves, c'est aussi une arme diplomatique de première envergure comme cela a pu être constaté dans le cadre des embargos décidés à l'encontre de l'Iran.

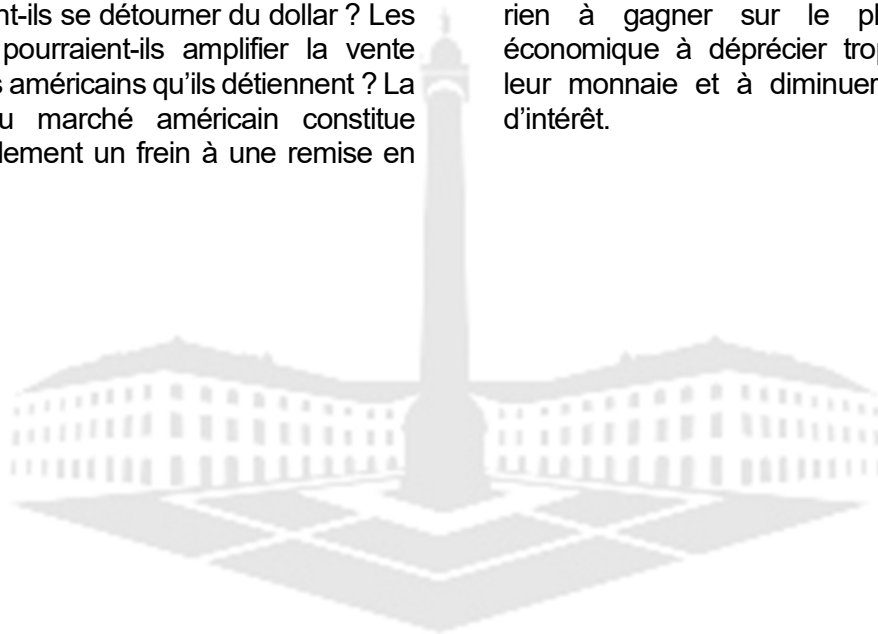
Le dollar, par son rôle, par sa valeur ainsi que par les taux d'intérêt qui y sont associés, est un vecteur de croissance pour les États-Unis. En captant une part non négligeable de l'épargne mondiale, les États-Unis peuvent ainsi financer leurs déficits budgétaire et commercial. Le déficit public américain a atteint 6 % du PIB en 2019, en forte progression depuis l'arrivée de Donald Trump à la présidence. La dette publique se rapproche des 120 % du PIB (118 % en 2019 contre 110 % en 2016). La balance courante est déficitaire de plus de 3 % du PIB, la dette extérieure dépasse désormais 50 % du PIB. L'encours des titres du Trésor américain détenus par des non-résidents est passé, selon la Réserve Fédérale, de 2000 à 6 800 milliards de dollars de 2007 à 2019.

Du fait de l'abondance de l'épargne à l'échelle mondiale, la baisse des taux d'intérêt n'a pas eu d'incidence sur les flux de capitaux dont profitent les États-Unis.

La valeur refuge l'emporte sur l'effet rendement.

Donald Trump demande à la Réserve Fédérale d'abaisser ses taux directeurs afin de favoriser la croissance et de peser sur le cours du dollar. Le Président américain estime que les États européens en dépréciant sciemment leur monnaie prennent des parts de marchés indues aux États-Unis. Une baisse des taux d'intérêt Outre-Atlantique et une dépréciation du dollar pourrait-elle remettre en cause le statut incontournable de ce dernier à l'échelle internationale ? Les investisseurs pourraient-ils se détourner du dollar ? Les Chinois pourraient-ils amplifier la vente des titres américains qu'ils détiennent ? La place du marché américain constitue indéniablement un frein à une remise en

cause brutale des équilibres de placements. Néanmoins, cela pourrait contribuer à des ajustements à la marge qui, sur longue période, pourraient peser. Pour le moment, l'Arabie saoudite supplée la Chine dans l'achat des titres du Trésor américain. En cas de défiance des investisseurs étrangers, les Américains seraient contraints d'épargner plus ou de recourir à la création monétaire, ce qui risquerait d'augmenter la défiance à l'encontre du dollar. La nécessité d'avoir une plus forte d'épargne nationale pèserait sur la consommation et donc sur la croissance du pays. Les États-Unis n'ont rien à gagner sur le plan macro-économique à déprécier trop fortement leur monnaie et à diminuer leurs taux d'intérêt.



TOUR D'HORIZON

EMPLOIS, SECTEURS D'ACTIVITE, DE QUOI SERA FAIT DEMAIN ?

Selon l'analyse de Schumpeter, les mutations économiques associent destructions et créations. La montée en puissance de nouvelles technologies entraîne la disparition des entreprises et des emplois dont la productivité est remise en cause. Elle s'accompagne par l'apparition de nouvelles activités, entreprises et emplois. Destructions et créations ne sont pas obligatoirement simultanées. Entre les deux temps, des périodes de frictions peuvent survenir. Selon Schumpeter, l'appui aux anciennes activités est contreproductif car il ralentit la diffusion du progrès et pèse sur la croissance. La mutation économique est de nature darwinienne, les mauvaises activités devant céder la place aux nouvelles plus efficaces.

La sphère économique doit faire face à plusieurs mutations économiques qui ont et auront de fortes conséquences sur l'emploi. Après la mondialisation des années 90/2000, la digitalisation et la transition écologique modifient en profondeur le tissu économique. À ces deux mutations, il convient également d'ajouter le vieillissement de la population et la progression à l'échelle mondiale de la classe moyenne. Les secteurs les plus exposés sont le secteur de l'énergie, les transports, les services financiers et le commerce de détail. D'autres secteurs devraient, du fait de l'évolution de la demande, connaître également de profondes évolutions.

L'automobile face à l'une de ses plus grandes mutations

Au sein de la zone euro, plus de 2,2 millions de personnes travaillent dans ce secteur de l'automobile. Le passage à la

voiture électrique modifie la chaîne de valeur. Le moteur qui était l'élément central des automobiles jouera un moindre rôle. L'Europe avait un savoir-faire technique reconnu pour les moteurs thermiques. Ferrari, Porsche, BMW mais aussi Renault ou Peugeot étaient avant tout des motoristes. Dans une voiture électrique, le moteur est relativement simple. La batterie est l'élément important tant en termes de prix que sur le plan technologique. En la matière, l'Europe dépend de la Chine. Cette dernière dispose d'une capacité de production de batteries électriques de 217 GWh. Les États-Unis arrivent en deuxième position avec une capacité de 50 GWh, suivis par la Corée (23GWh) et le Japon (14 GWhs). La France arrive en huitième position avec une capacité de 1,1 GWh. Les véhicules sont de plus en plus connectés. Ils sont géolocalisés et l'automatisation de certaines procédures (parking) se développent. L'informatique et le recours au cloud deviennent essentiels. Les fournisseurs de services de communication deviennent des acteurs majeurs de l'automobile au détriment des constructeurs. Les voitures électriques donneront lieu à moins de réparation de moteurs, ce qui aura des incidences sur les réseaux de garages. De même, par nature, il faudra plus de bornes électriques et moins de stations essence. À plus long terme, les voitures autonomes devraient prendre le relais. Le principe de location prendra alors le dessus sur la possession.

Les services financiers face à la digitalisation et à la baisse des taux

Les services financiers avec la digitalisation à la fois de la banque de détail (moyens de paiement, crédits), de la

banque d'investissement (transactions sur actifs financiers), de la gestion d'actifs (ETF...) ainsi que de l'assurance devront redéployer leurs effectifs. Les emplois après avoir augmenté rapidement dans les années 90 et 2000 sont en baisse constante depuis 2009. Ils sont passés au sein de la zone euro de 4,2 à 3,8 millions. Les emplois de gestion des dossiers devraient diminuer au profit de ceux liés à la conception des produits, au marketing digital et de la communication. Le traitement personnalisé des clients devrait également générer des emplois.

Le commerce de détail et la révolution du commerce en ligne

Le commerce de détail et les services immobiliers sont en pleine mutation avec le développement des plateformes Internet qui se substituent à la distribution traditionnelle. Le commerce de détail au sein de la zone euro emploie 2,6 millions de personnes auxquelles il faut ajouter 1,6 million pour les services immobiliers. Cela représente, en 2018, près de 9,5 % de la population active. Cette proportion est déjà en déclin. Elle s'élevait à plus de 10 % en 2008. Le canal Internet a amené la disparition de points de vente. La vente en ligne a capté plus de 10 % des ventes des biens de consommation. Elle pourrait atteindre plus de 15 % dans les prochaines années.

L'énergie face au défi de la décarbonisation

L'énergie a été un grand pourvoyeur d'emploi depuis soixante-dix ans. L'accès à l'énergie repose sur la constitution de grands réseaux capables de gérer la production et la distribution sur tout le territoire. 1,1 million de personnes travaillaient, en 2018, dans l'énergie au sein de la zone euro. En 2002, c'était plus de 1,2 million. Avec l'électrification du parc automobile, la disparition du chauffage par

le fioul, les points de distribution sont amenés à diminuer. La production d'énergie pourrait être plus décentralisée et automatisée et donc moins créatrice d'emplois.

La robotisation de l'industrie

Dans l'ensemble de l'industrie manufacturière, le recours croissant aux robots devrait accélérer la baisse des effectifs qui s'est engagée dès la fin des années 60 dans certains pays de l'OCDE. Les emplois dans l'industrie sont passés, au sein de la zone euro de 24,5 à 13 millions de 2002 à 2019. Dans le même temps, le stock de robots industriels est passé de 0,8 à 1,8 % de l'emploi manufacturier. En cas de relocalisation d'activités industrielles, le nombre d'emplois créés devrait être faible.

De la destruction à la création, temps long ou temps court ?

La question est d'apprécier les nouveaux gisements d'emplois. Lors des révolutions précédentes, les destructions concernaient des secteurs à faible valeur ajoutée quand les créations étaient réalisées dans des secteurs à productivité supérieure, ce qui alimentait la croissance économique. Aujourd'hui l'ajustement « schumpétérien » de l'emploi est plus complexe à évaluer.

Le secteur des nouvelles technologies est fortement créateur d'emplois. Son poids est passé en vingt ans de 2,6 à 3 % de l'emploi total. Plus de 4,6 millions de personnes travaillent dans les technologies de l'information et de la communication en 2018. À cela, il faut ajouter toutes les personnes salariées dans les « vieux secteurs » mais affectées à des emplois en relation avec ces nouvelles technologies. La croissance de l'emploi dans le secteur des TIC n'est pas sans limite comme le prouve les États-

Unis où depuis cinq ans, les effectifs se sont stabilisés autour de 5 % de la population active.

Les services à la personne, les transports et le tourisme sont de grands pourvoyeurs d'emploi au sein des pays avancés. De 2002 à 2018, leur poids dans la population active est passé au sein de la zone euro de 10 à 12,5 %. 20 millions de personnes travaillent dans ces secteurs en 2018 contre 15 millions en 2002. Dans les prochaines années, si le tourisme devrait connaître encore une croissance de ses effectifs, une robotisation est attendue dans les secteurs des transports et du magasinage. L'automatisation des chemins de fer, avec le développement après 2030 des camions et voitures sans conducteurs, devrait aboutir à des destructions d'emplois.

La santé est l'autre grand secteur connaissant une forte croissance des effectifs en liaison avec l'accroissement de la demande de soins. Le vieillissement de la population pèse fortement sur cette demande. 6 % de la population active de

la zone euro travaille dans le secteur de la santé en 2018 contre 4,6 % en 2002, soit plus de 6 millions de personnes. Du fait de l'augmentation de la population de plus de 65 ans, les besoins en personnels sont importants. Les créations butent sur un problème de qualification et d'attraction.

Dans de nombreux secteurs (automobile, services financiers, commerce de détail, énergie, globalement industrie) l'évolution technologique conduit ou conduira donc à des destructions importantes d'emplois. Dans un processus « schumpétérien » normal, ces destructions sont compensées par des créations d'emplois plus sophistiqués. Actuellement, dans le cadre d'un processus de polarisation d'emploi, les créations apparaissent certes dans le secteur des nouvelles technologies mais surtout dans les services à la personne. Cette évolution pose le problème de l'évolution des rémunérations et des compétences dans ces services. Par ailleurs, le redéploiement dans les secteurs des nouvelles technologies suppose une adaptation des qualifications des actifs.

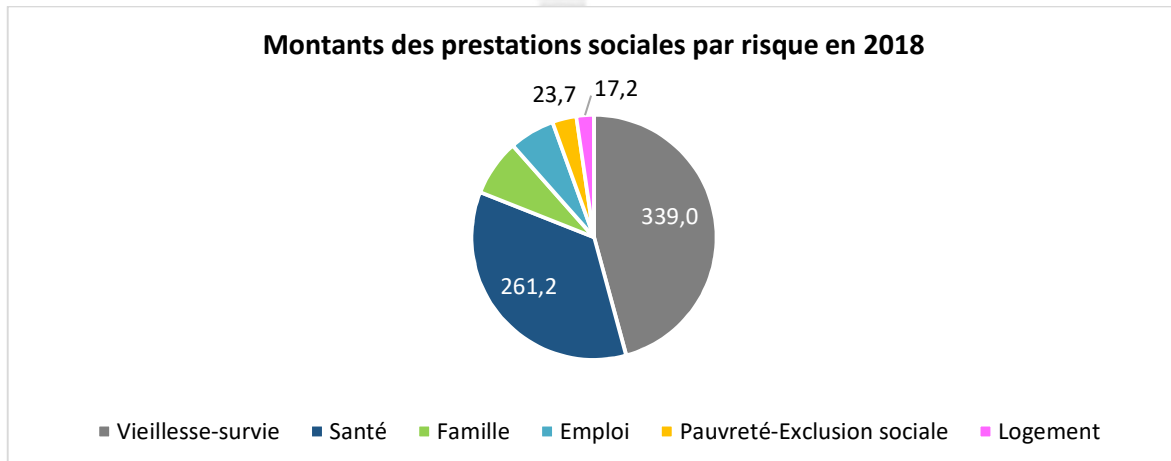
POINTS DE REPÈRE

PLUS DE 740 MILLIARDS D'EUROS DE DEPENSES DE PRESTATIONS SOCIALES EN FRANCE

Les prestations de protection sociale, ont atteint, en 2018, 741,0 milliards d'euros et représentent 94 % du total des dépenses. Ce montant équivaut à 31,5 % du PIB.

La répartition et l'évolution des prestations sociales en France

Les dépenses du risque vieillesse et survie représentent 45,8 % des prestations sociales. Elles sont suivies par celles de la Santé (35,3 %), de la famille (7,5 %), de l'emploi (6 %), de la pauvreté (3,2 %) et enfin par celles liées au logement (2,3 %).



Source : DREES, comptes de la protection sociale

Le risque vieillesse, près de 340 milliards d'euros de dépenses

Le poste vieillesse est de loin le premier en matière de dépenses avec 339 milliards d'euros en 2018. Il correspond à 45,8 % du total des prestations. La progression des dépenses est vive, + 2,4 % en 2018, après +1,7 % par an depuis 2015. Elles contribuent à hauteur de 1,1 point à la croissance globale des prestations de protection sociale. Cette croissance des prestations sociales liées au risque vieillesse est tirée par la hausse des pensions de vieillesse de 2,6 % (après +1,8 % en 2017). Cette évolution est la

conséquence d'une revalorisation des pensions supérieure en 2018 à 2017. S'ajoute à cela un effet volume induit par la hausse du nombre de départs à la retraite. L'augmentation de la population retraitée et celle de l'espérance de vie amplifient ce phénomène.

Les prestations santé, en hausse de 2,1 % en 2018

Les prestations de santé qui représentent 35,3 % des prestations sociales. Elles ont augmenté de 2,1 % pour atteindre 261,2 milliards d'euros. Les prestations de la composante maladie (28,8 % des prestations) sont en hausse de 2,3 % et

s'élèvent à 213,5 milliards d'euros. Leur rythme de croissance est assez régulier depuis plusieurs années (+2,0 % en 2017 et +2,2 % en 2016). La croissance des soins de santé fléchit légèrement (+1,8 % contre +2,2 % en 2017), dans le sillage des prestations de soins du secteur public hospitalier qui ralentissent en 2017 et en 2018. La croissance des prestations maladie est aussi portée par le dynamisme des revenus de remplacements temporaires (principalement des indemnités journalières) qui accélèrent légèrement à 4,9 % (contre +4,2 % en 2017). Il s'expliquerait également par le décalage progressif de l'âge légal de départ à la retraite depuis 2010.

Les prestations d'invalidité en moindre hausse

Les prestations d'invalidité (5,5 % des prestations) ralentissent (+2,2 % après +3,1 % en 2017) pour s'établir à 41,0 milliards d'euros. Ce ralentissement est imputable à la fin de l'impact du recul progressif de l'âge légal de départ à la retraite de deux ans. Les dépenses d'allocation aux adultes handicapés augmentent malgré tout de +3,6 % qui représentent 24 % des prestations d'invalidité. Cette hausse provient de la revalorisation des montants des prestations le 1^{er} avril et le 1^{er} novembre 2018.

Les prestations liées au risque accident du travail et maladies professionnelles (moins de 1 % des prestations) continuent, en revanche, de reculer (-2,4 % après -1,9 % en 2017) et s'élèvent à 6,7 milliards d'euros en 2018. Cette contraction résulte de la baisse tendancielle du nombre de sinistres (le nombre d'accidents du travail avec arrêt a baissé de 13,1 % entre 2010 et 2017). La baisse est également la conséquence de la diminution du nombre de maladies liées à l'amiante (le nombre

d'offres d'indemnisation du Fonds d'indemnisation des victimes de l'amiante a baissé de 11,7 % par rapport à 2017). Elle s'explique enfin par la désindustrialisation et la tertiarisation du pays ainsi que par le développement des actions de prévention.

Le risque famille en faible progression

Les prestations du risque famille représentent 7,5 % du total, soit 55,4 milliards d'euros ralentissent en 2018, avec une croissance de +0,3 % (après +1,1 % en 2017). Elles retrouvent un rythme de croissance proche de ceux de 2015 et 2016 (respectivement +0,2 % et +0,1 %). Les réformes récentes des différentes allocations de la Paje et le recul du nombre de naissances depuis 2014 (-1,9 % par an en moyenne annuelle entre 2014 et 2018) ont contribué au recul de ces prestations.

Les prestations emploi commencent à engranger la baisse du chômage

En 2018, les prestations de protection sociale liées à l'emploi ont augmenté de 0,6 % contre +0,1 % en 2017. À 44,6 milliards d'euros, elles représentent 6,0 % du total des prestations. Les prestations liées au chômage constituent 92 % du total soit 40,8 milliards d'euros. Elles ont augmenté de +1,3 % après +0,5 % en 2017. Les allocations chômage ont enregistré une progression de +0,4 % après +0,6 % en 2017 dans un contexte d'amélioration de l'emploi. Les prestations liées à l'insertion et à la réinsertion professionnelle se sont contractées de 6,6 % en 2018. Ce repli s'explique par la fin progressive de l'effet du plan « 500 000 formations supplémentaires » qui a atteint son pic en 2016.

La lutte contre la pauvreté en moindre hausse

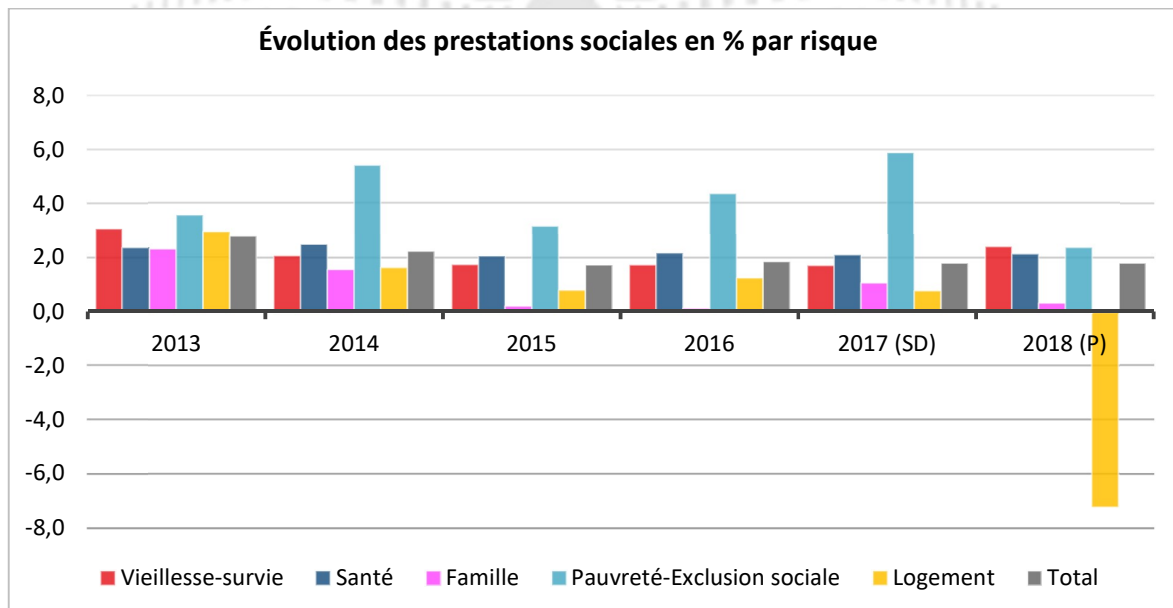
Les prestations de lutte contre pauvreté n'ont augmenté que de 2,4 % en 2018 contre +5,9 % en 2017 et +4,3 % en 2016. Elles représentent 3,2 % du total des prestations de protection sociales, soit 23,7 milliards d'euros. Leur évolution s'explique par la moindre croissance de la prime d'activité qui a atteint son rythme de croisière (+4,9 % contre +27,9 % en 2017). La forte hausse de 2017 correspondait à la montée en charge du dispositif mis en place au 1^{er} janvier 2016 en remplacement du RSA activité et de la prime pour l'emploi.

En 2018, les prestations du RSA socle ont été en hausse de +2,4 % après +0,5 % en 2017. Cette progression est liée à la fois aux différentes revalorisations décidées en 2017 et en 2018. Du fait de son relèvement, le nombre de foyers allocataires du RSA a augmenté de 0,6 %

en moyenne annuelle en 2018, après une contraction de 2,3 % en 2017.

Le logement en repli du fait de la baisse des allocations

Avec 2,3 % des prestations de protection sociale, soit 17,2 milliards d'euros, le montant des prestations logement est en repli de 7,2 % en 2018. Ce recul fait suite à une période de croissance relativement stable (+1,0 % en moyenne annuelle entre 2013 et 2017). Cette baisse s'explique par l'effet en année pleine de la baisse de 5 euros du montant mensuel des trois allocations logement (aide personnalisée au logement APL, allocation de logement familiale ALF et allocation de logement sociale ALS) mise en œuvre à compter du 1^{er} octobre 2017, par l'absence de revalorisation de ces trois allocations logement en 2018 et par le resserrement des conditions d'accès aux allocations logements pour les accédants à la propriété.



(sd) : données semi-définitives.

(p) : données provisoires.

Source : DREES, comptes de la protection sociale

LES STATISTIQUES DE TVI

	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 % - sept. 2019</i>	1,1	0,9	0,2	0,2	0,8	1,7
Taux de chômage <i>En % -sept. 2019</i>	8,4	3,1	9,9	14,2	7,3	3,6
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

	RÉSULTATS
CAC au 31 décembre 2018	4 730,69
CAC au 31 octobre 2019	5 729,86
Évolution en octobre	+1,58 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+21,12 %
DAXX au 28 décembre 2018	10 558,96
DAXX au 31 octobre 2019	12 866,79
Évolution en octobre	+3,92 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+21,86 %
Footsie au 31 décembre 2018	6 728,13
Footsie au 31 octobre 2019	7 248,38
Évolution en octobre	-2,39 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+7,73 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2018	3 173,13
Euro Stoxx au 31 octobre 2019	3 604,41
Évolution en octobre	+1,65 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+20,09 %
Dow Jones au 31 décembre 2018	23,327.46
Dow Jones au 31 octobre 2019	27 046,2
Évolution en octobre	+0,84 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+15,94 %
Nasdaq au 31 décembre 2018	6 635,28
Nasdaq au 31 octobre 2019	8 292,36
Évolution en octobre	+4,44 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+24,97 %
Nikkei au 28 décembre 2018	20 014,77
Nikkei au 31 octobre 2019	22 927,04
Évolution en octobre	+4,79 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+14,55 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2018	2 493,89
Shanghai Composite au 31 octobre 2019	2 929,06
Évolution en octobre	+0,82 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+17,45 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2018	1,1447
Parité euro/dollar au 31 octobre 2019	1,1148
Évolution en octobre	+1,89 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	-2,73 %
Once d'or au 31 décembre 2018 en dollars	1 280,690
Once d'or en dollars au 31 octobre 2019	1 510,570
Évolution en octobre	+0,93 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+17,18 %
Pétrole Brent au 31 décembre 2018	53,429
Pétrole de Brent en dollars au 31 octobre 2019	60,160
Évolution en octobre	-2,75 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+11,12 %

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