



N°129
OCT. 2019

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	02
<i>Le Plan d'Épargne Retraite est enfin arrivé !</i>	02
HORIZON FRANCE	03
<i>L'économie plie mais ne rompt pas</i>	03
HORIZON CONJONCTURE	07
<i>le marché des célibataires au cœur du marketing</i>	07
HORIZON EXTERIEUR	09
<i>Chine, une nouvelle ère commence</i>	09
HORIZON FINANCE	11
<i>Vivre avec les taux bas !</i>	11
TOUR D'HORIZON	14
<i>Les taux d'intérêt négatifs sont-ils solubles dans la science économique ?</i>	14
POINTS DE REPÈRE	16
<i>L'épargne salariale, Près de 9 millions de salariés concernés</i>	16
LES STATISTIQUES DE TVI	18
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	19

L'EDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LE PLAN D'ÉPARGNE RETRAITE EST ENFIN ARRIVE !



L'ancien Président de la République, Jacques Chirac, nous a quittés le 26 septembre dernier. Au-delà des hommages qui ont été rendus à l'occasion de son enterrement, je tiens à rappeler l'appui qu'il m'avait donné au moment de la discussion entre 1995 et 1997 de la loi sur l'épargne retraite dont j'étais l'auteur. Cette loi, d'origine parlementaire, avait été également poussée par le Président de la Commission des finances, Jacques Barrot. Elle avait comme objectif l'établissement d'un deuxième et troisième pilier de retraite. Les assurés et les épargnants étaient représentés à tous les niveaux afin que leurs droits soient protégés et défendus. Le cabinet du Président de la République avait tenu à cette représentation. La loi sur l'épargne retraite ne fut pas appliquée en raison de la cohabitation qui intervint après la dissolution de 1997. Malgré tout, l'idée de l'épargne retraite a fait depuis son chemin. François Fillon décida, en 2003, dans le cadre de sa réforme des retraites, d'instituer le PERP et le PERCO. Vingt ans plus après l'adoption de la loi « Thomas », un nouveau Président de la République

a décidé de redessiner l'ensemble de la législation en instaurant dans le cadre de la loi PACTE, le Plan d'Épargne Retraite. Ce produit est dans les faits, une véritable enveloppe dédiée à l'épargne retraite. Cette dernière intègre tout à la fois l'épargne individuelle et l'épargne collective en entreprise. Peuvent y être logés l'épargne salariale affectée à la retraite, les régimes d'entreprise à cotisations définies et les versements volontaires des particuliers. Le PER offre également des possibilités accrues de sortie en capital. Ce produit « tout en un » répond à un besoin croissant au sein de la population, se constituer un supplément de revenu ou de patrimoine pour la retraite. La France a perdu plus d'un quart de siècle en reportant d'année en année l'instauration de véritable produit par capitalisation. Désormais, le pari, c'est la diffusion du PER. Il ne doit pas s'agir d'un produit de niche. Son succès passe par son appropriation par le plus grand monde. Ce sera non seulement bénéfique pour les adhérents mais aussi pour le financement des entreprises.

*Jean-Pierre Thomas
Président
de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

L'ÉCONOMIE PLIE MAIS NE ROMPT PAS

Depuis le début de l'année, la France résiste mieux que l'Allemagne au ralentissement de l'économie européenne. Avec le plan adopté après la crise des « gilets jaunes » et la moindre dépendance au commerce international, l'économie française continue de croître certes, mais à petite vitesse. L'INSEE, dans sa note de conjoncture d'automne, confirme que la France résiste aux vents mauvais qui parcourent l'économie mondiale depuis plusieurs mois. Le taux de croissance devrait être de 0,3 % tant pour le 3^e que pour le 4^e trimestre la portant pour l'ensemble de l'année à 1,3 %. La croissance française serait ainsi supérieure à la moyenne de la zone euro (1,2 %) et surtout à celle de l'Allemagne (0,5 %).

Le caractère très tertiaire de l'économie française la prémunit de la fin du cycle industriel qui touche, en revanche, de plein fouet l'Allemagne. La relative résilience française pourrait être remise en cause par la hausse du cours du baril de pétrole faisant suite à l'attaque par des drones de plusieurs installations de raffinage de l'Arabie saoudite.

La France a ralenti plus tôt que ses partenaires du fait de décisions intérieures

Le ralentissement de la croissance française s'est opéré dès le début de l'année 2018 quand elle n'a été réellement perceptible qu'à compter du second semestre chez nos voisins. Le calendrier fiscal en France a été assez défavorable à la croissance en début d'année 2018 avec les hausses de la

taxe carbone et des taxes sur le tabac, ainsi qu'avec l'augmentation de la CSG non intégralement compensée par les baisses de cotisations salariés. Au deuxième trimestre, les grèves dans le secteur des transports ont également pesé sur l'activité. Le décrochage allemand est intervenu au cours de l'été avec notamment le durcissement des normes anti-pollution pour les véhicules.

Une croissance soutenue en partie par les gains de pouvoir d'achat

En 2019, la croissance est soutenue par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+2,5 %) due aux mesures socio-fiscales (près de 12 milliards d'euro) et la hausse significative du salaire réel avec la prime exceptionnelle. Le ralentissement de l'inflation a également contribué à l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages au cours des trois premiers trimestres.

Pour le moment, une grande partie des gains de pouvoir d'achat a été affectée à l'épargne. Le taux d'épargne devrait être proche de 15 % en 2019, soit près d'un point au-dessus de sa moyenne des années 2013-2018. Cet accroissement de l'épargne intervient au moment où les taux d'intérêt sont historiquement bas. Les produits de taux représentent plus de 60 % de l'encours d'épargne financière voire plus de 75 % si l'on y extrait les parts sociales des entrepreneurs. L'investissement des ménages devrait diminuer en 2019 et cela malgré un grand nombre de transactions immobilières (plus d'un million). Il y a

dans les faits, d'un côté, les marchés immobiliers des métropoles caractérisés par une flambée des prix et, de l'autre, le reste de la France avec des prix stables ou en baisse.

La fin de l'année sera marquée le cas échéant par le Brexit qui, s'il est « hard », pourrait peser sur les exportations françaises. Il convient, en effet, de souligner que le Royaume-Uni est l'un des rares pays européens avec lequel la France dégage un excédent commercial.

Pour contrecarrer les forces récessives, le Gouvernement espère une baisse de l'épargne en fin d'année. Il compte également sur la relance budgétaire ciblée sur les classes moyennes qui devrait dynamiser la consommation mais aussi par ricochet les importations. Les effets pourraient se faire ressentir au début de l'année 2020.

Selon l'OFCE, la politique budgétaire française soutiendrait la croissance à hauteur de 0,5 point de PIB. L'organisme de conjoncture estime que, tiré par une demande intérieure en accélération et malgré une contribution négative du commerce extérieur, que le PIB augmenterait bien de 1,5 % en 2019 et de 1,4 % en 2020. En 2021, avec une politique budgétaire restrictive et une remontée attendue de l'euro, la croissance évoluerait comme la croissance potentielle, à 1,2 %.

La Banque de France est moins optimiste pour 2019 avec un taux de croissance de 1,3 % cette année, mais elle l'est davantage pour 2020 et 2021 avec respectivement un taux de 1,3 et de 1,4 %. Pour la banque centrale, la demande intérieure devrait également porter la croissance en raison de gains de pouvoir d'achat qu'elle évalue à

2,3 %, ce qui constitue la plus forte progression constatée depuis 2007. En 2020, elle s'attend à une hausse de 1,4 % du pouvoir d'achat des ménages. À compter de 2021, ce dernier retrouverait son évolution de longue période, soit +1,1 %. Cette évaluation a été réalisée avec un cours du pétrole à 50 dollars du baril. Les derniers événements en Arabie Saoudite pourraient remettre en cause ce scénario si la durée d'indisponibilité des raffineries était plus longue que prévu.

La demande intérieure serait également favorisée par la poursuite de l'amélioration du marché du travail. Selon la Banque de France, 271 000 emplois seraient créés en 2019, 169 000 en 2020 et 104 000 en 2021. Le taux de chômage pourrait passer en-dessous de 8 % en 2021 (7,9 %). L'OFCE est moins optimiste et parie sur un taux de chômage de 8,4 % en 2021.

Les salaires pourraient augmenter en valeur réelle de 1,2 % en 2019. La hausse serait de 1,1 % en 2020. L'évolution du salaire réel moyen par tête demeure très faible. En 2018, elle a été de 0,2 %. Elle est même passée en territoire négatif dans l'industrie. Entre 2012 et 2016, la hausse du salaire réel était de 1,5 %.

La Banque de France confirme qu'une part importante des gains de pouvoir d'achat a été épargnée. Le taux d'épargne des ménages est, en effet, passé de 14,2 % en 2018 à 15,1 % au cours du premier semestre 2019. Elle estime qu'au cours du second semestre, les ménages arrêteraient d'accroître leur effort d'épargne, ce qui favoriserait la consommation. Celle-ci devrait augmenter de 1,3 % en 2019, de 1,7 % en 2020 et de 1,5 % en 2021.

L'investissement des ménages se maintiendrait à un fort niveau entre 9,5 et 9,6 % du PIB. Les dernières corrections des statistiques de l'INSEE soulignent que le niveau atteint en 2017 était plus élevé que ce qui avait été initialement mesuré. Par ailleurs, la baisse constatée depuis 2018 est moins prononcée. La progression de 2019 et des deux années suivantes est évaluée par la Banque de France à 1 %.

Pour les entreprises, la banque centrale table sur la poursuite du processus de hausse de l'investissement. Pour 2019, elle prévoit une croissance de 3,3 %. En 2020 et en 2021, elle serait respectivement de 2,7 et 2,3 %. Elle se nourrirait de la baisse des taux d'intérêt.

Les échanges extérieurs seraient en repli du fait du ralentissement du commerce international et de la menace que fait peser le Brexit. La croissance de la demande mondiale adressée à la France serait de 1,4 %, soit le taux le plus faible constaté depuis 2012. En 2020, elle serait de 2,3 %. La Banque de France a révisé ses prévisions entre juin et septembre de respectivement -0,6 point et -0,5 point du fait de la dégradation du contexte international. Les exportations françaises continueraient malgré tout à augmenter grâce notamment aux livraisons aéronautiques. Leur progression serait de 2,4 % en 2019 quand elles augmentaient de 6,1 % à la fin de l'année 2017. Du fait de la reprise de la consommation, les importations devraient connaître une progression plus rapide. Dans ces conditions, la contribution du commerce extérieure pourrait redevenir négative (-0,3 point en 2020).

L'inflation face à l'hypothèque pétrolière

Avant les problèmes survenus en Arabie Saoudite, les instituts de conjoncture estimaient que l'inflation serait, en 2019, de 1,3 %. Les prévisions pariaient sur un taux de 1,1 % en 2020 et de 1,3 % en 2021. Hors énergie et alimentation, les prix n'augmenteraient que de 0,6 % en 2019. Cette inflation sous-jacente ne remonterait que faiblement les deux années suivantes (respectivement 1 et 1,3 %). Des facteurs conjoncturels pourraient peser sur les prix dans les prochains mois comme la mise en place du reste à charge zéro pour les prothèses auditives, optiques et dentaires. Cette réforme devrait amener des baisses significatives de prix. En contrepartie, une hausse des prix des complémentaires est attendue même si les pouvoirs publics feront pression sur les organismes d'assurance pour la minimiser.

Pas de révolution attendue pour les finances publiques

Selon la Banque de France, le déficit public devrait flirter avec les 3 % du PIB. Mais en neutralisant l'effet de l'incorporation du CICE dans le barème des charges sociales, le déficit s'élèverait à 2,1 % du PIB. Compte tenu des mesures fiscales annoncées, le déficit serait de 2,2 % en 2020 comme en 2021.

Le taux des prélèvements obligatoires qui a atteint un sommet à 45 % du PIB diminuerait d'un point d'ici 2021. Près de 9,3 milliards d'euros de baisses d'impôts pour les ménages sont prévues dans le projet de loi de finances 2020 (PLF), présenté en Conseil des ministres le 27 septembre prochain. Cette baisse intègre l'exonération de la

taxe d'habitation pour 80 % des ménages (3,7 milliards d'euros) et la diminution de l'impôt sur le revenu (5 milliards d'euros), la défiscalisation des heures supplémentaires (800 millions d'euros).

Les dépenses publiques devraient augmenter entre 0,5 et 0,6 % par an d'ici 2021. Cette relative maîtrise est imputable en grande partie à la diminution du coût de la dette. Sans celui-ci, la progression des dépenses est de 1,3 % par an en moyenne entre 2019 et 2021. Dans ces conditions, la dette publique se stabiliserait à 99 % du PIB.

Les prévisions de l'OFCE comme celles de la Banque de France sont sujettes à de forts aléas. L'évolution du prix du pétrole et l'évolution du différend commercial entre la Chine et les États-Unis peuvent évidemment remettre en cause la trajectoire de la croissance française. Une augmentation du pétrole autour de 100 dollars le baril réduirait à néant les gains de pouvoir d'achat liés à la politique du Gouvernement. Certaines associations de consommateurs ont déjà demandé une réduction des taxes sur les carburants pour éviter que les automobilistes ne soient pénalisés. La faiblesse des taux d'intérêt génère deux problèmes qui pourraient être au cœur de l'actualité dans les prochains mois : la bulle immobilière qui se forme dans les

grandes villes et la problématique des produits de taux, notamment les fonds euros de l'assurance vie. Les prix de l'immobilier augmentent rapidement, en particulier à Paris, du fait d'une demande forte et des facilités de crédit. La hausse de l'immobilier a comme limite la capacité des acheteurs à faire face aux remboursements et la rentabilité déclinante de l'investissement locatif. L'allongement de la durée des prêts, en moyenne 19 ans contre 16 ans et demi en 2014 (source : Observatoire du logement) n'est pas infini. En cas de crise économique majeure, les emprunteurs, privés de revenus, pourraient mettre en difficulté le système financier. Le marché immobilier dans le cœur des métropoles exclut de plus en plus les primo-accédants et tous ceux qui n'ont pas d'apports suffisants. Il n'est pas pour le moment de nature spéculative. Les achats répondent encore à des logiques d'occupation et de placements. Malgré tout, au cœur de Paris, certains biens situés dans les arrondissements les plus chers sont mis en vente à des prix sans rapport avec leur qualité dans une logique spéculative. La Banque de France comme la direction du financement de l'économie du Trésor suivent ces deux problèmes et indiquent qu'une réorientation de l'épargne des ménages est souhaitable assez rapidement.

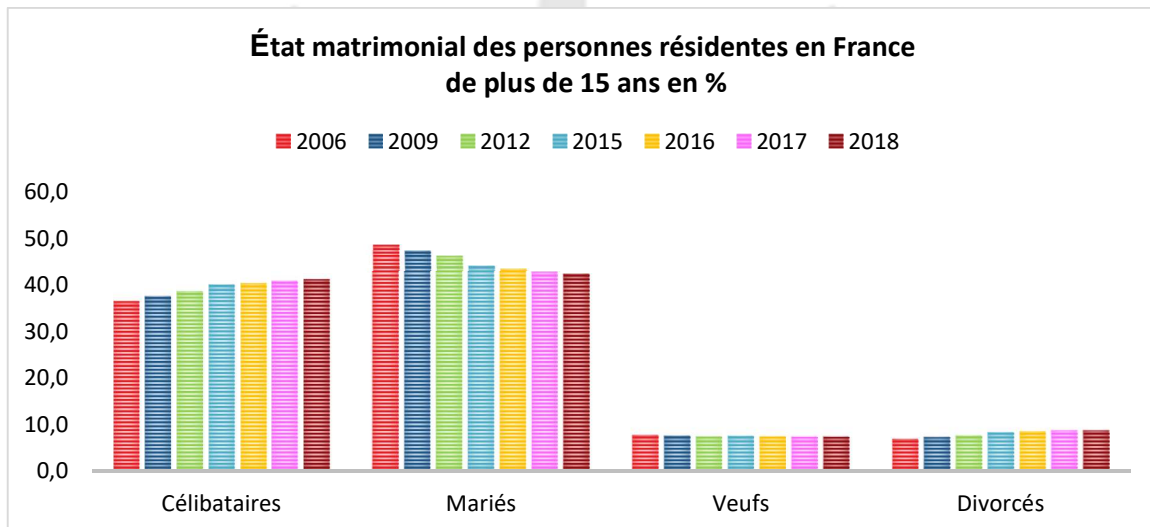
HORIZON CONJONCTURE

LE MARCHÉ DES CELIBATAIRES AU CŒUR DU MARKETING

Un nombre croissant de Français ne vit pas en couple. Ils sont célibataires ou constituent une famille monoparentale. Selon les critères retenus, la France compterait entre 8 à 18 millions de personnes célibataires. Cet écart important est lié à la prise en compte des familles monoparentales et des personnes se déclarant en couple mais vivant séparés pour des raisons professionnelles ou personnelles. En retenant l'état matrimonial, 41 % des personnes de plus de 15 ans sont célibataires selon l'INSEE mais 20 % vivaient en union libre, ce qui conduit à 21 % de célibataires réels parmi lesquels un grand nombre de personnes âgées. En 2015, 36,7 % de femmes et 43,6 % d'hommes vivaient

seuls (en tout cas pour l'état-civil), un chiffre en hausse de trois points pour les deux catégories depuis 2006. En quarante ans, le nombre des célibataires a doublé.

Selon une enquête du cabinet d'études sociologiques, « Sociovision », les célibataires représentent 31,5 % des Français âgés entre 15 et 74 ans et se décomposent notamment en deux sous-ensembles les « solos sans enfant » qui représentent 14 % des 15-74 ans (moyenne d'âge de 38 ans, avec 57 % d'hommes) et les « solos monoparentaux » qui représentent 7,5 % des 15-74 ans (moyenne d'âge de 43 ans, avec 80 % de femmes).



Source : INSEE

Avant 30 ans, les célibataires sont des étudiants ou de jeunes travailleurs qui quittent le foyer familial pour s'installer seuls. L'allongement de la durée des études a fait reculer l'âge moyen du mariage, ce qui explique une forte proportion de célibataires entre 20 et 30

ans. L'allongement de la durée de la vie reste néanmoins la principale cause de la tendance au célibat. Plus de la moitié des personnes seules ont plus de 60 ans, en grande majorité des femmes.

Dans une société de plus en plus individualiste, le célibat devient un mode de vie en tant que tel. Il n'est plus rare que les membres d'un couple conservent leur appartement. La notion même de couple est en pleine décomposition/recomposition. Les notions d'époux et d'épouse, de chef de famille ou de mère de famille sont de plus en plus délaissées au nom de l'égalité entre les sexes. Aujourd'hui, le ménage reste une communauté de destin, avec les enfants comme principal ciment. Néanmoins, le célibat est dans un grand nombre de cas subi. Les agriculteurs et plus généralement les ruraux ont plus de difficultés à s'installer en couple que les urbains. Dans les grandes métropoles, le coût du logement, les contraintes horaires liés aux transports et le rythme de vie génèrent également un célibat subi.

La population des célibataires est loin d'être homogène tant au niveau de l'âge qu'à celui du niveau de vie. Les professionnels du marketing s'intéressent avant tout aux célibataires de 35 à 50 ans habitant dans les métropoles. Ces derniers sont une cible intéressante du fait de leur pouvoir d'achat et de leur réactivité par rapport

à des offres spécifiques. Cette catégorie de célibataires est fortement utilisatrice d'Internet. Les sites de rencontres en ligne sont les premiers à s'intéresser au filon. La restauration avec les plats cuisinés ou les professionnels du voyage ainsi que l'industrie des loisirs ont suivi. Les distributeurs de produits alimentaires ont modifié leur packaging en proposant des boîtes de conserve plus petites et des portions pour client seul.

Les célibataires de 25 à 50 ans entendent ne pas être stigmatisés. Ils refusent d'être montrés du doigt mais demandent à être traités équitablement. Durant l'été 2019, des voies se sont élevées pour dénoncer les discriminations tarifaires dont font l'objet les célibataires, en particulier pour l'hébergement et les voyages.

Les personnes seules sont consommatrices de services de proximité, faute de temps et grâce à un pouvoir d'achat souvent plus élevé. Elles sont des adeptes des salles de sports et des activités culturelles. À majorité urbaines, elles sont les archétypes des « bobos » à forte sensibilité écologique.

HORIZON EXTERIEUR

CHINE, UNE NOUVELLE ÈRE COMMENCE

L'économie mondiale se tertiarise à grande vitesse avec de nombreuses conséquences au niveau de l'emploi, de l'investissement et donc de la croissance. Depuis la crise de 2008, la production manufacturière mondiale a progressé de 20 % quand le PIB a augmenté de 60 %. Les services augmentent deux à trois fois plus vite que l'industrie. La demande en biens industriels tend à décliner du fait du vieillissement de la population. La proportion des plus de 60 ans à l'échelle mondiale est passée de 9 à 13,2 % de 1998 à 2018. Par ailleurs, l'élévation des revenus joue en faveur des services. Plus le niveau de vie est élevé, plus la part du budget des ménages consacrée aux services augmente. De 1998 à 2018, le PIB par habitant a augmenté, toujours au niveau mondial, de plus de 70 %. Par ailleurs, une saturation des besoins industriels apparaît nettement pour l'automobile. En effet, si leurs ventes ont doublé entre 1998 et 2016, elles stagnent depuis.

La moindre progression de la demande en biens industriels entraîne une réduction des besoins en biens d'équipement. Sur ces trois dernières années, la production de biens intermédiaires et de biens d'équipement de transports stagne quand elle progressait, en moyenne de 4 % par an de 2013 à 2016. Il en résulte une baisse de la production manufacturière en Allemagne et en Corée. Celle de la Chine ne progresse plus que de 5 % contre 10 % l'an entre 2010 et 2016.

Une économie de services est moins gourmande en investissements, ce qui renforce l'excédent d'épargne. Il en résulte une pression à la baisse des taux d'intérêt. Au niveau mondial, le taux d'intérêt moyen réel des emprunts d'État à 10 ans est négatif depuis le milieu de l'année 2018 quand il était supérieur à 2 % avant crise.

Les créations d'emplois se concentrent dans les services peu sophistiqués, ce qui accroît les inégalités et réduit la mobilité sociale. Au sein de l'OCDE, depuis 1998, l'emploi dans le secteur manufacturier s'est réduit de 20 % quand celui dans les services domestiques (distribution, hôtels, restauration, services à la personne, transports) a augmenté de plus de 20 %. La différence de rémunération au sein de l'OCDE, entre les emplois dans l'industrie et ceux dans les services domestiques était de 17 000 dollars sur une base salariale annuelle.

Le développement des emplois domestiques contribue à la montée des inégalités. Dans l'OCDE, l'indice Gini qui mesure les inégalités de revenus est en constante augmentation depuis 1997. Il est passé de 0,332 à 0,350 lors de ces vingt dernières années. La productivité par tête dans l'industrie est le double de celle des services domestiques. Les gains de productivité sont donc moins importants qu'auparavant, ce qui nuit à la croissance potentielle.

La tertiarisation est une source de tensions sociales car elle ne s'accompagne pas d'une amélioration du niveau de vie des populations. Ainsi,

depuis 2008, en France, le pouvoir d'achat stagne ; en Italie, il diminue. Jamais depuis la Seconde Guerre mondiale, une période aussi longue de stagnation n'avait été enregistrée. La question du contenu des emplois, de leur capacité à créer de la richesse se pose. La robotisation et la digitalisation suppriment de nombreux emplois intermédiaires. Il n'est pas impensable

que dans les prochaines années se soient ceux à faible valeur ajoutée qui soient concernés (chauffeurs, magasiniers, caissières). La montée des emplois et par ricochet des qualifications constitue donc une impérieuse nécessité afin tout à la fois maintenir de l'emploi et éviter une paupérisation croissante de la population.



HORIZON FINANCE

VIVRE AVEC LES TAUX BAS !

En abaissant leurs taux directeurs et en réalisant des opérations de rachats d'obligations, les banques centrales concourent à l'expansion du crédit. Or, y-a-t-il aujourd'hui au sein de la zone euro, un problème de crédits ? Est-il nécessaire de le stimuler afin de favoriser l'inflation et indirectement l'activité ?

À partir du mois de novembre de cette année, la Banque Centrale Européenne réengage un programme de rachats d'obligations (Quantitative Easing), ce qui devrait conduire les banques à prêter davantage. Le Quantitative Easing accroît les réserves de liquidités excédentaires des banques car celles-ci vendent à la banque centrale des obligations. Si elles ne servent pas à distribuer du crédit, ces réserves placées auprès de la BCE sont assujetties à un taux négatif de 0,5 %. Depuis 2015, les réserves excédentaires sont passées de 300 à 1 900 milliards d'euros. Elles avaient atteint un maximum à 2 000 milliards d'euros à la fin du premier cycle de Quantitative Easing en 2018. Ainsi, la politique monétaire de la BCE coûte de l'argent aux banques qui ne prêtent pas.

La progression du crédit est au sein de la zone euro de 2,5 % par an. Elle reste inférieure à celle d'avant crise où elle dépassait 5 % l'an. Au niveau des ménages, l'augmentation du crédit a un effet prix mais qui ne s'accompagne pas d'un surcroît d'activité. En Allemagne, les crédits aux ménages augmentent de 4 % en 2019 quand les mises en chantiers enregistrent une hausse de moins de 1 %. En France, le

même constat est réalisé. Sur ces derniers trimestres, les constructions de logements neufs sont en recul tout comme en Espagne. Dans ces trois pays, les prix augmentent, en revanche, sensiblement. Au niveau des entreprises, la politique monétaire accommodante est utile si elle conduit à la relance de l'investissement. En Allemagne, le taux d'autofinancement des entreprises dépasse 120 %. L'encours en actifs liquides de ces dernières dépasse 15 % du PIB. Elles n'ont donc, dans ces conditions, aucun problème pour investir. Il en est de même en France. Pour autant dans les deux pays, le crédit aux entreprises augmente assez fortement. En Espagne et en Italie, la situation est moins nette. Le crédit progresse lentement. L'investissement est assez étalé en Espagne et en faible augmentation en Italie. L'insuffisance du crédit dans ces deux pays peut aussi être due à la situation dégradée des banques. Elles ont été amenées à utiliser leurs fonds propres pour provisionner leurs mauvaises créances. Dans les faits, il n'y aurait pas d'insuffisance de liquidités et de problèmes majeurs d'accès aux crédits.

La montée du crédit entraîne donc une augmentation du prix de l'immobilier sans générer un surcroît d'activité. Les politiques monétaires accommodantes ont pour le moment échoué à relancer l'inflation et à installer un cycle de croissance pérenne en zone euro. En revanche, elles permettent de solvabiliser les États fortement endettés. Le service de la dette qui s'élève à 37 milliards d'euros en 2019

est inférieur à celui de 1997 quand la dette publique était deux fois moindre.

Et si le problème, c'était le taux d'épargne ?

L'économie mondiale ne souffre pas d'un manque d'épargne mais plutôt d'un excès. Avec le vieillissement de la population, avec la montée des incertitudes, l'épargne tend à se renforcer au détriment de la consommation. L'aversion aux risques se traduit par une prédilection aux produits dont le rendement ne peut dans ses conditions que baisser. La répression financière qui est la politique menée par les pouvoirs publics visant à faire supporter aux épargnants une forme d'impôt implicite afin de financer les dépenses publiques semble avoir été acceptée par les épargnants, voire être acclamée. Le Livret A n'a-t-il pas collecté plus de 13 milliards d'euros durant les sept premiers mois de l'année ? Les États sont les grands gagnants en pouvant réduire fortement le service de la dette.

La mauvaise allocation de l'épargne est-elle en cause dans la baisse graduelle de la productivité et donc dans celle de la croissance potentielle de l'économie mondiale ? De 1996 à 2018, la croissance de la productivité par tête calculée sur une période de 5 ans est passée de plus de 3 % à 1,8 %. La croissance potentielle de l'économie qui se situait entre 3,5 et 4,5 % de 1996 à 2007 est désormais de 2,5 %. De 1996 à 2019, le taux d'épargne privée (taux d'épargne – déficits publics), à l'échelle mondiale, est passé de 26 à 29,3 % du PIB.

Cette hausse de l'épargne nourrit celle des prix de l'immobilier. Le prix des maisons a été multiplié par 2,5 aux États-Unis et par 2 en zone euro de

1999 à 2019. L'immobilier commercial sur la même période s'est accru de 150 % aux États-Unis et de 50 % en zone euro. Il a, en revanche, baissé au Japon de 50 % du fait du processus de déflation mais les prix avaient fortement progressé au début des années 90. En Chine, l'épargne abondante, 45 % du PIB, sert à financer des investissements en construction dont une part non négligeable sont inutiles (habitations et centre commerciaux vides, infrastructures surdimensionnées). Les investissements en construction atteignent 30 % du PIB en 2019 contre 25 % en 1999.

L'excès d'épargne en Allemagne et aux Pays-Bas ne finance pas les entreprises, ni même les déficits des partenaires européens. Cette épargne est placée aux États-Unis sous forme d'obligations du Trésor. L'excédent extérieur de l'Allemagne et des Pays-Bas n'est plus la contrepartie des déficits extérieurs des autres pays de la zone euro. Il en résulte que la zone euro dégage un excédent courant de plus en plus important qui est pointé du doigt par Donald Trump. Cet excédent se situe entre 2 et 3 % du PIB. Sans l'Allemagne et les Pays-Bas, la zone euro serait déficitaire.

Dans la zone euro, hors Allemagne et Pays-Bas, l'épargne est préemptée pour financer les déficits publics. Cette affectation pourrait être utile si elle s'accompagnait d'un accroissement de l'investissement public mais cela n'est pas le cas. Ce dernier s'élève à 2,8 % du PIB en 2019 contre 4 % avant la crise de 2008.

Une meilleure allocation de l'épargne suppose que les pouvoirs publics réorientent également leurs dépenses en diminuant celles liées au

fonctionnement et en favorisant l'investissement. Par ailleurs, les épargnants doivent opter pour des placements longs sous forme notamment d'actions. Ils doivent ainsi accepter une prise de risques accrue. En France, cela pose le problème du devenir des fonds euros et des livrets réglementés dont le taux est totalement déphasé des réalités du marché monétaire. Le redressement de la croissance potentielle de l'économie suppose l'obtention de gains de productivité. Ceux-ci sont plus

difficilement réalisables au sein de pays tertiariés. Actuellement, le digital, en supprimant les emplois occupés par les classes moyennes, ne contribue pas à l'augmentation de la productivité. En effet, les nouveaux emplois sont souvent à faible qualification. Ce sont des emplois de service présentiel (services à la personne, tourisme) et de services liés à l'essor des centres de logistiques (magasiniers, chauffeurs). L'obtention de gains productivité passe par plus de recherche et donc par une prise de risques accrue.



TOUR D'HORIZON

LES TAUX D'INTERET NEGATIFS SONT-ILS SOLUBLES DANS LA SCIENCE ECONOMIQUE ?

Taux d'intérêt à long terme bas, sur longue période, plein emploi sans inflation, la science économique est confrontée à une situation nouvelle l'obligeant à revoir ses modèles même si ces nouveautés peuvent également s'analyser par les évolutions structurelles constatées ces dernières années : tertiarisation, baisse des gains de productivité, vieillissement de la population, aversion aux risques. L'analyse comportementale est de plus en plus prise en compte pour expliquer les enchaînements économiques.

L'économie en travaillant sur des données mouvantes doit en permanence revoir ses modèles. Lors de ces soixante-dix dernières années, il a fallu prendre en compte la montée en puissance de l'État providence et la mondialisation. Dans les années 70, les Keynésiens ont dû faire face à la baisse de l'effet multiplicateur des dépenses publiques et d'investissement du fait de l'ouverture des économies extérieures. L'impact des plans de relance était réduit par la progression des importations qu'ils provoquaient. Les plans de relance favorisaient ainsi les partenaires disposant de capacités de production excédentaires. Par ailleurs, la courbe de Philips liant taux de chômage et inflation avait été mise à mal par la stagflation. Logiquement, le plein emploi génère une hausse des prix qui génère un ralentissement économique et du chômage, chômage qui provoque par ricochet une baisse des prix. Or, dans les années 70/80, un fort taux de chômage a cohabité avec une inflation importante. Les

mécanismes de régulation ne fonctionnaient plus en raison notamment des règles d'indexation des salaires par rapport aux prix et du mode de création monétaire.

Des changements sont à l'œuvre depuis plusieurs années. Certaines équations économiques à court et à long termes sont modifiées.

À court terme, l'inflation est déconnectée de l'emploi. L'arbitrage s'effectue alors entre chômage et inflation ; les politiques stimulantes de la demande (budgétaire, monétaire, salariale) font baisser le chômage et monter l'inflation (il y a courbe de Phillips de court terme).

Au sein de l'OCDE, le taux d'inflation est inférieur à 2 % depuis près de 10 ans quand sur cette période, le taux de chômage est passé de 9 à 4,3 %. L'exemple des États-Unis montre que soutenir la demande en situation de plein emploi peut conduire à une baisse du chômage structurel. L'augmentation du déficit public et de la dette n'a pas d'effet sur les prix et sur les taux d'intérêt. Autrefois, un déficit important provoquait un relèvement des taux d'intérêt à long terme. Ce n'est plus le cas actuellement. Après la grande récession de 2009, certains gouvernements avaient espéré que les plans de relance décidés au niveau du G20 provoquent de l'inflation afin de réduire à terme le poids des dettes publiques. Des entreprises avaient même acquis des assurances afin de se prémunir de l'inflation.

L'inflation reste faible du fait de l'accroissement de la concurrence provoqué par le développement d'Internet. Ce dernier a permis l'apparition d'un nouveau réseau de distribution. Il facilite l'essor de l'offre et sa rencontre avec la demande (places de marchés comme Airbnb, le Boncoin, Uber, etc.)

Le monde digital avec son rendement marginal nul ou presque a modifié le mode de constitution des prix.

L'inflation n'est pas déterminée, même à long terme, par la croissance de l'offre de monnaie. La base monétaire a été multipliée par plus de 3 en dix ans sans que cela entraîne de poussée inflationniste.

Sur le long terme, il était jusqu'à présent admis que les prix étaient déterminés par la politique monétaire et le taux d'intérêt réel par l'équilibre entre l'offre et la demande de biens et services (entre l'épargne et l'investissement). Logiquement, les taux d'intérêt à long terme dépendent de l'équilibre entre investissement et épargne. Or, aujourd'hui, ils réagissent avant tout aux stimuli de la politique monétaire. Les taux d'intérêt réels à long terme restent, sur longue période, déterminés par la politique monétaire. La possibilité pour un État d'emprunter à taux négatif à 50 ans comme la Suisse prouve le changement de paradigme. Les taux faibles s'expliquent également par l'abondance de l'épargne et par une

profonde aversion aux risques des acteurs économiques. Le taux d'inflation reste faible car les taux d'intérêt à court et long terme le sont. Il y a une inversion de la relation.

Ce changement de modèle est-il transitoire ou est-il le reflet de l'évolution de l'économie qui est très majoritairement tertiaire ? Les rapports de force pour la fixation des salaires ont évolué en raison de l'éclatement des structures économiques. Les gains de productivité sont plus faibles que dans le passé car la majorité des emplois créés sont liés aux services et sont de nature préentielle (services de proximité). Le vieillissement de la population induit également de profonds changements. L'accroissement des revenus provoque rapidement une augmentation du taux d'épargne et non celle de la consommation. La volonté de se constituer une épargne de précaution pour faire face aux difficultés de l'âge (retraite, santé, dépendance) perturbe également la demande et la constitution des prix. L'aversion aux risques génère une augmentation de la valeur de certains actifs comme l'immobilier. Les primo-accédants étant assez rares, le marché est dominé par des opérations au sein du monde des propriétaires âgés. Les gains des plus-values ne sont qu'en partie absorbés par le marché de la consommation, une part non négligeable étant thésaurisée sur les dépôts à vue, les livrets et les fonds euros de l'assurance vie.

POINTS DE REPÈRE

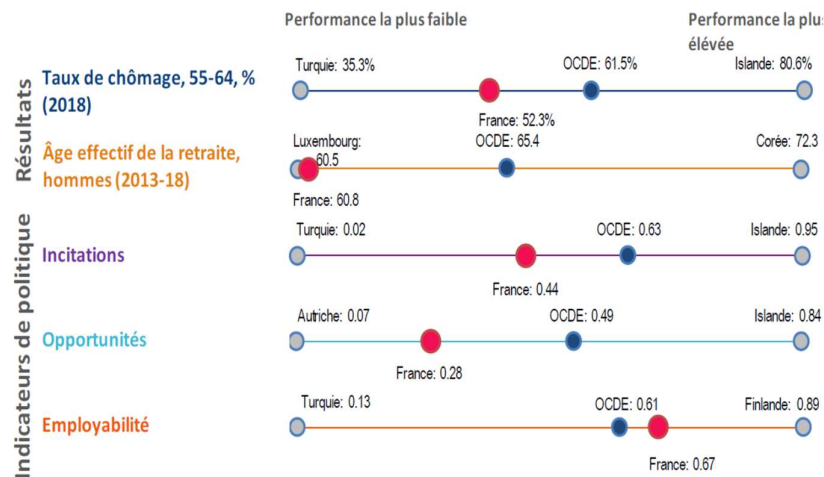
L'ÉPARGNE SALARIALE, PRES DE 9 MILLIONS DE SALAIRES CONCERNES

La France se caractérise par un nombre élevé de personnes inactives de plus de 50 ans. Au sein de l'OCDE, elle arrive en troisième position après la Grèce et l'Italie. En 2018, le taux était de 60 % contre 42 % en moyenne dans l'OCDE. Bien que l'âge médian de la population française soit légèrement supérieur à celui de la moyenne des pays de l'OCDE, la raison principale de ce ratio élevé provient du très fort décrochage de la participation au marché du travail après 60 ans. La France a actuellement l'âge moyen de sortie du marché du travail le plus bas des pays de l'OCDE avec le Luxembourg.

points en France. Comme dans la moyenne des pays de l'OCDE, cette progression tient à la suppression de nombreux dispositifs de préretraite et au report de l'âge légale de départ (de 60 à 62 ans). La France ne rattrape néanmoins pas son retard en comparaison internationale. La situation atypique de la France provient de son âge légal de départ à la retraite qui est l'un des plus faibles de l'OCDE, ainsi que des faiblesses structurelles dans le fonctionnement du marché du travail qui pénalisent les travailleurs âgés. Les actifs de plus de 50 ans éprouvent les pires difficultés à retrouver du travail.

Depuis 2000, le taux d'emploi des 55-64 ans a malgré tout augmenté de 18

Résultats sur le marché du travail, incitations, opportunités et employabilité pour les travailleurs âgés en France



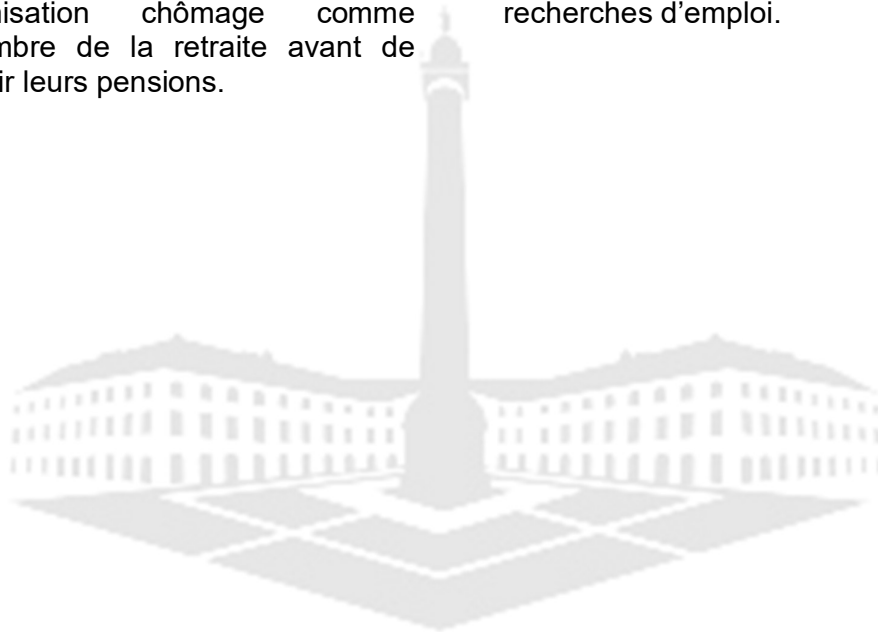
Note. Le taux d'emploi correspond à la part des personnes âgées de 55 à 64 ans qui travaillent. L'âge effectif de départ à la retraite correspond à l'âge moyen pondéré auquel les travailleurs âgés de 40 ans et plus se sont retirés du marché du travail sur une période de cinq ans, en fonction de l'évolution de la participation au marché du travail par groupes d'âge de cinq ans. Les indicateurs de politique sont normalisés entre 0 et 1 pour tous les pays pour la dernière année disponible et sont construits de manière à ce que des valeurs plus élevées correspondent à de meilleures politiques de promotion de l'emploi pour les travailleurs âgés. Chaque indicateur représente une simple moyenne des variables suivantes:

- Incitations: i) l'âge officiel de départ à la retraite (moyenne pour les hommes et les femmes); ii) les taux bruts de remplacement des pensions; et iii) impact sur les bénéficiaires en travaillant et en différant les pensions.
- Opportunités: i) taux de rétention; et ii) le ratio des revenus à temps plein 55-64 / 25-54.
- Employabilité: i) participation à la formation; ii) stress au travail; et iii) l'espérance de vie à 65 ans.

Source: OECD (2019), *Working Better with Age, Ageing and Employment Policies*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/c4d4f66a-en>.

L'OCDE préconise que dans le cadre de la réforme des retraites en cours que la discussion autour de l'âge minimum de départ à la retraite soit liée à l'espérance de vie. L'organisation demande la fin des dispositifs des départs précoces dans les régimes spéciaux. Elle encourage le Gouvernement à favoriser la retraite progressive et le cumul emploi/retraite. Afin d'éviter des situations d'abus, elle recommande de délier les indemnités chômage de l'âge du bénéficiaire. Elle souligne que des salariés, avec l'appui de certaines entreprises, utilisent l'indemnisation chômage comme antichambre de la retraite avant de percevoir leurs pensions.

L'OCDE appelle les pouvoirs publics à agir en faveur de la formation sans tenir compte de l'âge des actifs. Une lutte contre les discriminations en fonction de l'âge devrait être menée. La formation et l'apprentissage au cours de l'ensemble de la carrière devraient être généralisés avec des dispositifs de validation des compétences. La vie professionnelle reste, en France, trop conditionnée par le diplôme acquis à la fin des études. Il conviendrait que les acquis professionnels soient reconnus et valorisés dans le cadre des recherches d'emploi.



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 % - août 2019</i>	1,3	1,0	0,5	0,4	1,0	2,1
Taux de chômage <i>En % - août 2019</i>	8,5	3,1	9,5	13,8	7,4	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
Dettes publiques <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

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS	RESULTATS
CAC au 31 décembre 2018	4 730,69
CAC au 30 septembre 2019	5 677,79
Évolution en septembre	+4,18 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+20,02 %
DAXX au 28 décembre 2018	10 558,96
DAXX au 30 septembre 2019	12 428,08
Évolution en septembre	+4,98 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+17,70%
Footsie au 31 décembre 2018	6 728,13
Footsie au 30 septembre 2019	7 408,21
Évolution en septembre	+1,12 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+5,12 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2018	3 173,13
Euro Stoxx au 30 septembre 2019	3 569,45
Évolution en septembre	+4,64 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+18,93 %
Dow Jones au 31 décembre 2018	23,327.46
Dow Jones au 30 septembre 2019	26 916,83
Évolution en septembre	+2,10 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+15,39 %
Nasdaq au 31 décembre 2018	6 635,28
Nasdaq au 30 septembre 2019	7 999,34
Évolution en septembre	+0,33 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+20,56 %
Nikkei au 28 décembre 2018	20 014,77
Nikkei au 30 septembre 2019	21 755,84
Évolution en septembre	+6,33 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+8,70 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2018	2 493,89
Shanghai Composite au 30 septembre 2019	2 905,19
Évolution en septembre	+0,40 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+16,49%
Parité euro/dollar au 31 décembre 2018	1,1447
Parité euro/dollar au 30 septembre 2019	1,0902
Évolution en septembre	-1,39%
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	-4,88 %
Once d'or au 31 décembre 2018 en dollars	1 280,690
Once d'or en dollars au 30 septembre 2019	1 469,100
Évolution en septembre	-3,79 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+14,53 %
Pétrole Brent au 31 décembre 2018	53,429
Pétrole de Brent en dollars au 30 septembre 2019	59,540
Évolution en septembre	-2,31 %
Évolution depuis le 1 ^{er} janvier	+9,97 %

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