



LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
« Un an après »	2
HORIZON FRANCE	4
<i>Le souverainisme économique est-il encore possible ?</i>	4
<i>Entre sacs et ressacs de la croissance</i>	6
HORIZON EXTÉRIEUR	8
<i>Les États-Unis face au défi de la transition énergétique</i>	8
HORIZON FINANCE	11
<i>Les taux d'intérêt une hausse sous contraintes</i>	11
TOUR D'HORIZON	14
<i>La révolte des petits actionnaires, effet de mode ou changement d'époque ?</i>	14
POINTS DE REPÈRE	17
<i>La France, un endettement à tous les étages</i>	17
<i>Le e-commerce, plus de 110 milliards d'euros de chiffre d'affaires</i>	18
LES STATISTIQUES DE TVI	19

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



« UN AN APRES »

Depuis un an, nous sommes confrontés à la plus importante crise sanitaire depuis la grippe espagnole de 1918. En quelques mois, cette épidémie s'est diffusée à l'ensemble de la planète avec, à la clef, plus de deux millions de morts. L'économie mondiale a connu, en raison des confinements, des restrictions de circulation, sa plus grave récession en temps de paix. Malgré tout, elle prouve sa résilience face à l'adversité. Le rebond au cœur de l'été 2020, après la première vague, fut important prouvant que les capacités de production n'avaient pas été atteintes. Depuis, les entrepreneurs comme les salariés ou les professions libérales s'adaptent pour concilier principe de précaution et activité. Cette crise a confirmé que la Chine est devenue la plaque tournante du monde en ce qui concerne l'industrie. Il y a quarante ans, nous dépendions – pour les produits sophistiqués – des États-Unis, aujourd'hui, nous dépendons toujours des États-Unis pour les logiciels, les algorithmes mais aussi de la Chine pour l'électronique, l'informatique, les batteries, les masques, etc.

Cette crise souligne les forces et les faiblesses des États. Nul ne pouvait ignorer que la France avait un problème avec son industrie, sa recherche, ses finances publiques mais dans la vie quotidienne, en temps calme, cela n'avait que peu d'incidences. En période de crise, ces failles connues sont devenues de larges fossés. La Chine, de son côté, tire profit de la situation pour renforcer ses positions. L'Allemagne, tout en étant touchée par la baisse de ses

exportations, résiste mieux que les autres pays européens grâce à la force de son industrie et sa bonne gestion. Les États-Unis offrent plusieurs visages, celui d'un pays comptant plus de 500 000 morts du Covid-19 et celui d'un pays fort de ses GAFAM et de sa recherche. La Russie a prouvé qu'elle demeure toujours un grand pays scientifique en étant la première à distribuer un vaccin dont le taux d'efficacité figure parmi les meilleurs du monde. Or, la Russie fait toujours l'objet d'un ostracisme, bien plus que la Chine par exemple. L'Union européenne qui est à la peine en matière technologique se prive ainsi d'un allié qui face à la Chine ou les États-Unis lui serait bien utile. Les deux grandes puissances sont entrées dans une phase de compétition dont l'Europe sera la grande perdante. Elle sera écartelée entre son soutien historique aux États-Unis et ses intérêts économiques. Le Président Joe Biden sera, sans nul doute, plus conciliant avec les alliés européens mais il est peu probable que la politique américaine change du tout pour le tout.

L'épidémie a marqué les esprits ; elle laissera des traces sur l'économie pour quelques années. Sans réaction de la part des Européens, elle pourrait signer leur marginalisation pour les prochaines décennies. La France qui, depuis des années, est sur la corde raide du déclin, est en première ligne. Par déni, par facilité, en jouant sur le volant facile de l'endettement, les Français refusent l'idée que leur pays est affaibli. Certes, en raison de son histoire, de sa culture, la France pèse encore dans le concert des nations mais, le chant du cygne n'est pas loin. La force d'une nation repose sur son armée, son économie et sur l'efficacité de son administration. Sans restauration du travail, sans amélioration de la

formation, sans effort continu en matière de recherche, la chute de la maison France ne peut qu'accélérer. Nul ne l'ignore, le problème est de passé du constat aux actes. Or, à l'ère des réseaux sociaux et des chaînes d'information en continue, l'analyse voire la psychanalyse permanente des propos, des décisions ou des non-décisions contribue à l'immobilisme général. Le temps de

l'action pour les gouvernements se réduit de mandature en mandature. Ce phénomène qui n'est pas spécifique à la France fragilise les démocraties et les condamne à la paralysie.

*Jean-Pierre Thomas Président de Thomas
Vendôme Investments*

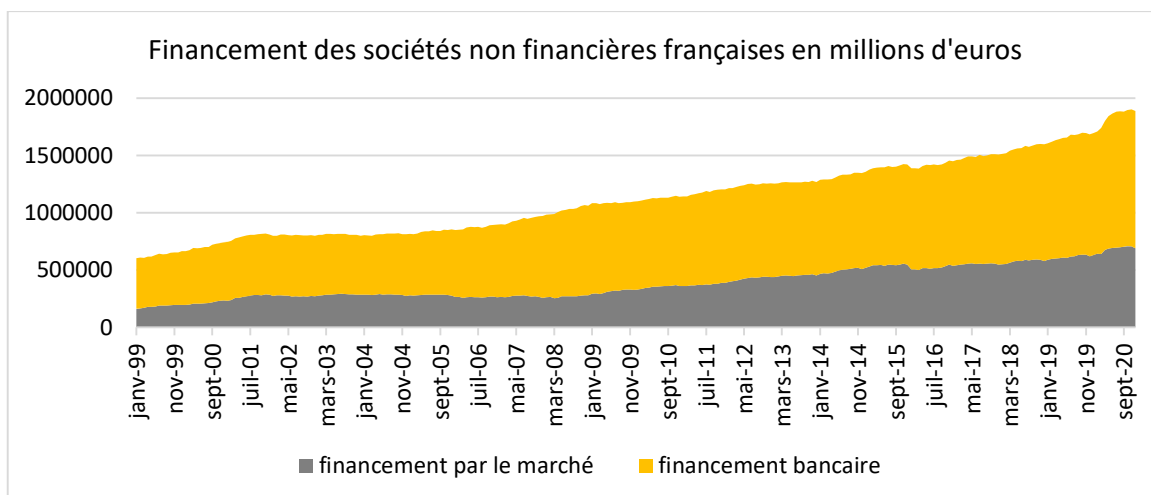


HORIZON FRANCE

LE SOUVERAINISME ECONOMIQUE EST-IL ENCORE POSSIBLE ?

Avec la crise sanitaire, le souverainisme économique est une idée en vogue. La dépendance de la France vis-à-vis de l'étranger dans un certain nombre de domaines (médicaments, masques, batteries) a été soulignée. Le rejet par le gouvernement français du rachat de Carrefour par l'entreprise canadienne Couche-Tard traduit l'acuité de cette question qui n'est pas sans lien également avec l'échec de la reprise des Chantiers de l'Atlantique par l'entreprise italienne Fincantieri, en relation avec des investisseurs chinois. Au-delà de ces décisions, la France aura-t-elle la possibilité de récuser les repreneurs étrangers ? Compte tenu de l'État de l'économie, l'arrivée de capitaux extérieurs apparaît inévitable pour trois raisons : les besoins de fonds propres des entreprises françaises, la faiblesse de l'épargne « actions », et le déficit des paiements courants français. Ces rachats risquent d'être difficiles à gérer du fait de l'hostilité de l'opinion publique.

Les entreprises françaises manquent structurellement de fonds propres. Elles se financent de longue date en recourant aux crédits bancaires à la différence des entreprises anglo-saxonnes qui privilégient le financement par le marché. En période de faible inflation, l'endettement réduit les marges de manœuvre des entreprises même si la baisse des taux a réduit les charges de remboursement. Le financement par le marché apparaît plus efficient sur le long terme, en particulier en ce qui concerne l'engagement de dépenses de recherche ou d'investissement. Les apporteurs de capitaux sont plus sourcilieux sur les résultats des entreprises qui sont à l'origine de leurs rémunérations. L'endettement freine le développement des entreprises dans les périodes de faible croissance ou de récession. Les remboursements sont insensibles aux évolutions du chiffre d'affaires. La crise sanitaire conduit à une nouvelle progression de la dette des entreprises françaises, deux cents milliards d'euros supplémentaires depuis le mois de mars 2020.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Les secteurs les plus touchés par la crise - l'hôtellerie-restauration, le transport aérien, la distribution, la culture, l'événementiel - auront besoin de capitaux pour renouer avec la croissance. Ces besoins valent également pour les secteurs en première ligne pour la transition énergétique, l'automobile, les transports, etc.

Par tradition et pour des raisons réglementaires, le placement « actions » n'est pas prisé en France. L'encours d'actions cotées détenu par les ménages et les investisseurs institutionnels s'élevait, en 2020, à 25 % du PIB, contre 75 % aux Pays-Bas et 220 % aux États-Unis. La possession d'actions est en baisse depuis la crise de 2008. Le durcissement des règles prudentielles (Solvency II) du secteur de l'assurance explique en partie ce recul. L'absence de fonds de pension en France joue également en défaveur de la possession d'actions. Si le poids des actions cotées est aussi faible en Allemagne qu'en France, les entreprises peuvent en revanche compter, Outre-Rhin, sur l'appui de banques locales et sur un capitalisme familial très dynamique.

Les émissions d'actions sont faibles en France, autour de 1 % du PIB par an. Pour augmenter leurs fonds propres, les entreprises sont contraintes de faire appel à des investisseurs étrangers. En moyenne, la moitié du capital des entreprises du CAC 40 appartient à des non-résidents qui exigent, en règle générale, le versement de dividendes plus importants que les investisseurs résidents. Cette majoration peut être assimilée à une prime de risque liée à l'éloignement.

Les rachats des entreprises par des non-résidents sont incontournables en raison de l'existence d'un déficit de la balance des paiements courants qui s'élève à

-1 % du PIB par an en moyenne depuis une dizaine d'années. Ce déficit est la conséquence du déficit chronique de la balance commerciale des biens de la France depuis 2003. Les services peinent de plus en plus à compenser ce déficit. La chute des activités touristiques, en 2020 et des exportations d'avions ont accru le déficit des paiements courants de la France. Le déficit courant de l'Hexagone a ainsi triplé l'an dernier, pour atteindre 53 milliards d'euros, soit 2,3 % du PIB, un niveau jamais atteint depuis 1951. Un déficit courant suppose, pour être soldé, une entrée de capitaux ou la sortie de réserves de changes. Étant donné que la reprise du secteur touristique et celle de l'industrie aéronautique seront lentes, la balance des paiements courants risque de rester déficitaire durant plusieurs années. La France est déjà un des pays européens qui fait le plus appel aux épargnants étrangers pour financer ses déficits publics et extérieurs. Elle sera contrainte d'accepter le rachat de ses entreprises par le reste du Monde comme cela avait été déjà constaté après la Seconde Guerre mondiale. Cette question du rachat des entreprises par des investisseurs étrangers est une situation que connaît l'Italie qui est également en proie à des problèmes de financement. Les entreprises françaises sont présentes en nombre dans la péninsule italienne en particulier dans le secteur financier.

Le gouvernement français devra, pour les investisseurs n'appartenant pas à l'Union européenne, préciser les conditions d'acquisition des entreprises en fixant une liste claire de secteurs dits stratégiques (armement, espace, intelligence artificielle, etc.). Les questions des synergies industrielles et de l'emploi se poseront immanquablement.

ENTRE SACS ET RESSACS DE LA CROISSANCE

Selon la Banque de France et l'INSEE, l'économie française ferait preuve d'une réelle résilience. Cette analyse, bienvenue en période de grande morosité, ne saurait masquer le fait que le pays a été l'un des plus touchés économiquement par la crise sanitaire. Si le rebond de la croissance a été important au troisième trimestre 2020, il faisait suite à deux trimestres de fort recul. Par ailleurs, à la différence de l'Allemagne, de l'Espagne ou des Pays-Bas, le PIB français s'est à nouveau contracté au dernier trimestre 2020. La France, à la différence de ses principaux partenaires, a perdu de nouvelles parts de marché à l'exportation avec, à la clef, un déficit industriel en forte augmentation.

La Banque de France estime que l'activité économique se maintient aussi bien que possible dans un contexte de fortes restrictions sanitaires. Selon son enquête mensuelle de conjoncture (EMC), menée entre le 27 janvier et le 3 février auprès de 8 500 entreprises ou établissements, l'activité de décembre à janvier évolue peu dans l'industrie, les services et le bâtiment et demeure extrêmement dégradée dans l'hébergement et la restauration. La Banque de France estime à -5 % la perte de PIB sur le mois de janvier par rapport au niveau d'avant-crise, soit le même niveau qu'en décembre. La perte était de -7 % en novembre et de -3 % en octobre.

Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production s'élèverait à 74 % en moyenne en janvier (il était de 79 % avant la crise). Le secteur de l'automobile s'inscrit en hausse, de 68 à 70 % ainsi que l'aéronautique et les autres transports, de 64 à 66 %. En revanche, le taux d'utilisation des capacités de production enregistre un

tassement dans la chimie, passant de de 82 à 80 %.

Dans les services, la situation est très variable en fonction des secteurs. L'activité demeure évidemment à un niveau bas dans l'hébergement et la restauration. En revanche, les services aux entreprises sont bien orientés, notamment la publicité et le conseil de gestion, ainsi que la location de matériels et d'automobiles. Les services à la personne (salons de coiffure notamment), après un mois de décembre marqué par un niveau d'activité très élevé, en lien avec le rattrapage consécutif au deuxième confinement, l'activité s'est ralentie au mois de janvier, les horaires du couvre-feu et les craintes liées à la situation sanitaire jouant à la baisse. Dans le bâtiment, l'activité est dans l'ensemble stable en janvier et reste proche de son niveau d'avant-crise, à plus de 96 %.

Dans l'industrie, l'opinion sur la trésorerie continue de s'améliorer en janvier et se situe au-dessus de son niveau moyen de long terme. Dans les services, elle demeure, en revanche, très en deçà de son niveau d'avant-crise.

En février, l'activité serait quasi stable dans l'industrie comme dans le bâtiment. Dans les services, les dirigeants anticipent une légère baisse de leur activité dans la plupart des secteurs, sauf dans les services à la personne qui seraient stables, ainsi que dans les activités juridiques et comptables et les services d'information qui progresseraient.

Pour le mois de février, la perte de PIB par rapport au niveau d'avant-crise resterait autour de -5 %. Les entreprises semblent anticiper une relative stabilité

de leur niveau d'activité en février, dans un contexte sanitaire toutefois très incertain. L'activité serait donc comparable à celle de janvier. Dans les secteurs de l'hébergement-restauration

et du commerce de détail, l'activité serait néanmoins affectée par la fermeture des structures des domaines skiables et des centres commerciaux de 20 000 m² et plus.



HORIZON EXTÉRIEUR

LES ÉTATS-UNIS FACE AU DEFI DE LA TRANSITION ENERGETIQUE

Dans ses premières décisions, le nouveau Président des États-Unis, Joe Biden, a acté la réintégration des États-Unis dans les Accords de Paris. Si Donald Trump estimait que le changement climatique était un faux problème, la nouvelle administration entend utiliser la transition énergétique comme un moteur de croissance à l'image de la politique en œuvre en Europe. En janvier dernier, le Président Joe Biden a ainsi signé un décret appelant le pays à réduire ses émissions nettes de gaz à effet de serre à zéro d'ici 2050. À cette fin, il souhaite que le secteur de l'électricité soit exempt d'émissions d'ici 2035.

Même si de nombreux États fédérés et agglomérations ont adopté, ces dernières années, des plans en faveur de la décarbonisation de l'économie, les États-Unis ont néanmoins accumulé un retard important par rapport à l'Union européenne, voire par rapport à la Chine. Selon The Economist, les États-Unis devront consacrer 750 milliards de dollars par an d'ici 2035 et plus de 900 milliards de dollars par an au début des années 2040 pour respecter les Accords de Paris. Les États-Unis entendent rattraper leur retard sur la Chine qui est le principal producteur mondial de panneaux solaires et de batteries. Les autorités américaines sont conscientes que sur ces deux terrains la bataille est perdue. Elles souhaitent avant tout se positionner sur des technologies encore naissantes et complexes telles que les piles à hydrogène ou la capture du carbone.

Les États-Unis, une économie carbonée

En 2019, les États-Unis ont émis l'équivalent de 5,3 milliards de tonnes de dioxyde de carbone (CO₂), contre plus de 10 milliards pour la Chine et 3 milliards pour l'Europe. En 2020, les émissions américaines ont diminué de 9 %. Un rebond est attendu avec la reprise de l'économie en 2021. 16 % des émissions de CO₂ proviennent aux États-Unis des véhicules légers, 7 % des poids lourds et 2 % des avions. La production électrique est responsable de 28 %, l'industrie de 22 %, les activités commerciales ainsi que les logements de 12 % et l'agriculture de 10 %.

Même si les États-Unis sont en retard, des efforts ont été engagés pour rendre la production d'énergie électrique moins polluante. Au cours de la dernière décennie, son intensité d'émission en CO₂ s'est améliorée en raison du remplacement des centrales charbons par des centrales au gaz. Les premières ne produisent plus que 19 % de l'électricité américaine en 2020, contre 45 % en 2010. Les États-Unis se sont également engagés dans la production d'énergies renouvelables. En 2010, selon l'Amérique disposait de 42,6 Gigawatts. En 2020, ce montant a atteint 213,2 Gw, environ cinq fois plus. En 2020, la production d'énergie renouvelable s'est accrue de plus de 33 GW. L'éolien a assuré 8,8 % de la production d'électricité américaine, le solaire 2,3 %, contre 39,2 % pour le gaz naturel et 20 % pour le charbon.

Pour marquer le changement de cap de la politique américaine, Joe Biden a décidé d'annuler le permis de construire pour l'oléoduc Keystone XL qui doit permettre d'acheminer du pétrole bitumineux du Canada vers les États-Unis. La nouvelle administration devrait intervenir pour l'obtention des permis pour la réalisation de fermes d'éoliennes en mer au large de New York. Les autorités devraient également prendre des dispositions pour l'interdiction progressive des véhicules à moteur thermique. General Motors s'est déjà engagé à ne plus vendre de voitures émettrices de carbone d'ici 2035. La Securities and Exchange Commission, l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers, souhaite contraindre les entreprises à rendre publics les risques climatiques auxquels elles sont confrontées ou qu'elles peuvent occasionner. Cette obligation vise à rendre les gestionnaires d'actifs plus sélectifs dans le cadre de leur politique d'investissement. L'administration fédérale américaine souhaite également que ses achats annuels, près de 600 milliards de dollars, obéissent à des critères environnementaux stricts. En décembre, le Congrès a adopté un projet de loi qui prévoyait une extension des crédits d'impôts pour les énergies propres et 35 milliards de dollars pour soutenir la recherche énergétique au cours de la prochaine décennie. Dans le cadre du plan de relance, il devrait examiner, au cours de l'année, un projet de loi prévoyant le déploiement de bornes de recharge pour voitures électriques, la réalisation d'infrastructures pour les réseaux électriques ainsi que celle d'équipement afin de lutter contre la montée du niveau des océans. Joe Biden souhaiterait créer une norme nationale d'électricité propre qui pourrait fournir une énergie zéro émission d'ici 2035, imitant la préférence

des États pour de tels objectifs par rapport à des approches plus larges de tarification du carbone. Une telle norme d'électricité propre obligerait les services publics à décarboner plus rapidement. La mise en œuvre de la transition énergétique sera sans nul doute freinée par la situation au Sénat où les Démocrates et les Républicains ont le même nombre de sièges, la majorité étant obtenue pour les premiers qu'avec la voix de la Vice-Présidente. Les démocrates devront négocier avec l'opposition, notamment en ce qui concerne les problèmes budgétaires. La nouvelle administration devra composer avec une majorité au Congrès qui n'est pas unanime sur ce sujet. Les élus issus des régions productrices de pétrole et de charbon sont peu enclins à soutenir des mesures visant à décarboner l'économie.

La mobilisation de la recherche

Les démocrates souhaitent au plus vite renforcer l'effort de recherche en faveur de la décarbonisation. La mobilisation des agences, des laboratoires nationaux, des universités, des fondations et des entreprises américaines, comme actuellement en matière de santé, devrait permettre des avancées majeures sur le terrain technologique dont profiteront de nombreux pays. En décembre, des chercheurs de l'Université de Princeton ont publié un rapport détaillé pour montrer comment les émissions américaines pourraient être réduites à « zéro net » d'ici 2050 en usant de toute une série de possibilités qu'offre la haute technologie.

Les effets sur l'emploi

Pour le Nouveau Mexique, le pétrole de schiste emploie 40 000 personnes réparties au sein de 61 plates-formes et finance un tiers du budget de l'État. Il est responsable de 1 % des émissions des

gaz à effet de serre de l'ensemble du pays. Le Président Joe Biden a annoncé en janvier un moratoire temporaire sur les baux autorisant les forages sur les terres fédérales. Au total, des dizaines de milliers d'emplois pourraient être à terme remis en cause dans cet État.

Des destructions d'emploi sont donc attendues dans le secteur pétrolier qui en a été un grand pourvoyeur dans les années 2000/2010. En contrepartie, de nombreuses créations d'emploi sont également attendues dans l'éolien et le solaire. Leur nombre devrait être cinq à dix fois plus élevés en 2030 par rapport à aujourd'hui. Par le jeu des compensations, la part de l'emploi dans l'énergie en 2050 resterait stable ou augmenterait dans la plupart des États, à l'exception notable de la Louisiane, du Dakota du Nord et du Wyoming. Au Nouveau-Mexique, il passerait de 6 à 10 % et de 5 à 6 % en Virginie-Occidentale.

La modernisation des infrastructures

Les centrales éoliennes ou solaires qui sont essentiellement installées dans des zones désertiques nécessitent la réalisation d'un large réseau de lignes à haute tension. Plusieurs milliards de dollars d'investissement devront être consacrés à ce réseau dans les prochaines années. La vétusté du réseau est en soi un problème aux États-Unis comme l'ont prouvé les coupures au Texas. La vague de froid a souligné la fragilité des infrastructures hors d'âge. L'Amérique a besoin d'interconnexions capables de transmettre de grandes quantités d'électricité sur de longues distances en provenance d'un grand nombre de centrales qu'elles soient au fioul, au gaz, nucléaires, alimentées par la biomasse, à l'hydrogène, éoliennes ou solaires.

Même les États pétroliers optent pour la croissance verte

De plus en plus de gouverneurs d'États s'engagent dans la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Au Nouveau Mexique, l'objectif fixé par la Gouverneure démocrate, Michelle Lujan Grisham, est de ramener en 2030 les émissions à 45 % en-dessous de leur niveau de 2005, soit 60 % de moins que leur niveau de 2018. Dans l'ensemble de l'État, des fermes solaires sont construites, le réseau routier comporte de plus en plus de points de recharges pour les voitures électriques. Au Texas, un État pétrolier, par excellence, l'éolien fournit un quart de l'électricité. La récente vague de froid, en bloquant les pâles des éoliennes, a entraîné des coupures d'électricité touchant quatre millions de personnes. En 2022, 36 % de la production de l'électricité texane, selon le service d'information sur l'énergie américain (EIA) sera issue de sources renouvelables, soit autant que la production provenant du gaz naturel.

Le respect par les États-Unis de leurs engagements aura un effet qui dépassera les frontières et qui s'imposera aux autres pays. Il est peu probable que les pays pauvres et à revenu intermédiaire, désireux de sortir leurs citoyens de la pauvreté, s'efforceront de réduire leurs émissions si la nation la plus riche du monde refuse de limiter les siens, qui sont parmi les plus importantes du monde par personne. Grâce à la puissance de la recherche, la réactivité des entreprises et le sens de l'organisation, l'économie américaine devrait rapidement rattraper son retard au niveau de la transition énergétique malgré la puissance des groupes de pression pétroliers et charbonniers. Dans le passé, l'économie américaine a prouvé sa forte capacité à se transformer et à tirer profit du changement.

HORIZON FINANCE

LES TAUX D'INTERET UNE HAUSSE SOUS CONTRAINTES

Depuis le mois de décembre, les taux d'intérêt des obligations d'État des grands pays avancés sont orientés à la hausse tout en restant à des niveaux historiquement bas. Le 25 février, pour la première fois depuis le 1^{er} juin dernier, le taux de l'OAT à dix ans est repassé en territoire positif.

Le niveau des taux est conditionné par les politiques monétaires expansionnistes, l'excès mondial d'épargne et l'évolution présumée de l'inflation. Une remontée des taux réels suppose que les deux premières causes disparaissent. Depuis le début du XXI^e siècle, les taux d'intérêts baissent. La crise de 2008 et celle de 2020 ont accéléré cette tendance de fond au point que, l'année dernière, les taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État au sein de la zone euro sont devenus négatifs. La baisse des taux s'est imposée au sein des pays avancés au nom de la lutte contre la déflation. Dans les faits, cet outil permet de garantir la solvabilité des États amenés à s'endetter, soit pour sauver le secteur financier comme en 2008, soit pour préserver le niveau de vie des citoyens comme en 2020. En vingt ans, la dette publique a été multipliée par deux au sein de l'OCDE pour atteindre près de 130 % du PIB aux États-Unis et 100 % dans la zone euro.

La baisse des taux d'intérêt a également conduit les entreprises à s'endetter. Ce phénomène concerne essentiellement celles de la zone euro. Leurs dettes représentaient 120 % du PIB à la fin de l'année 2020, contre 80 % en 2002. Aux États-Unis, pays qui privilégie le financement par le marché, le taux d'endettement des entreprises y est plus

faible, de 55 % à la fin 2020 (45 % en 2002). Le recours aux prêts garantis par l'État a accru de manière rapide et forte l'endettement des entreprises. Les faibles taux d'intérêt sont nécessaires afin d'éviter une détérioration des résultats des entreprises au moment où elles sont confrontées à une baisse d'activités.

Depuis quelques semaines, les marchés financiers anticipent une faible remontée des taux d'intérêt en grande partie explicable par une légère accélération de l'inflation. Aux États-Unis et en Europe, la mise en place des plans de relance fait craindre des goulots d'étranglement et une forte demande en énergie ainsi qu'en matières premières. Sur ces deux marchés, les prix augmentent déjà rapidement. D'ici la fin du premier trimestre, les experts financiers s'attendent à un taux d'intérêt à 1,4 % pour les obligations d'État américaines à 10 ans et à -0,2 % pour celles de l'Allemagne (contre respectivement 0,9 et -0,5 % au 31 décembre 2020). Peu nombreux sont les observateurs qui estiment qu'une hausse plus importante des taux puisse se produire dans les prochains mois.

Le maintien des taux bas est aujourd'hui lié aux politiques monétaires expansives des banques centrales. Le taux de dépôt de la Banque Centrale Européenne (BCE) est de -0,5 % et les taux directeurs de la Banque centrale américaine se situent entre 0 et 0,25 %. Une remontée des taux n'est pas prévue. La Présidente de la BCE ne s'est pas interdite de baisser encore le taux de dépôt. L'écrasement de la courbe des taux est imputable aux rachats par les banques centrales des obligations d'État

acquises par les investisseurs institutionnels. Les programmes d'achat devraient se poursuivre sur l'ensemble de l'année 2021. Ils ont abouti à porter la base monétaire de la zone euro à 5 000 milliards d'euros fin 2020 (contre 1000 Mds en 2007) et celle des États-Unis à plus 7 500 milliards de dollars (contre 2000 milliards en 2007).

Le fort taux d'épargne mondial ne favorise pas une remontée des taux. La demande de dettes sans risque reste forte, l'aversion aux risques étant élevée. Le taux d'épargne privée à l'échelle mondiale est passé de 25 à 30 % de 2002 à 2012 pour atteindre plus de 36 % en 2021. Cette hausse tendancielle de l'épargne se nourrit de l'élévation du niveau de vie au sein des pays émergents. Par ailleurs, les ménages augmentent leur épargne de précaution face à la multiplication des risques (santé, emploi, retraite, dépendance). Une population vieillissante était censée s'accompagner d'une baisse de l'épargne ; or, ces trente dernières années, le Japon a prouvé l'inverse. Les retraités nippons maintiennent voire augmentent leur effort d'épargne. En France, ils sont épargnants nets jusqu'à 75 ans. Un niveau élevé de protection sociale n'induit pas une baisse de l'épargne, bien au contraire, comme en témoigne l'exemple français.

Une remontée des taux pourrait intervenir en cas de reprise de l'inflation. Maintes fois annoncé, son retour reste incertain. Plusieurs facteurs ont joué contre l'inflation ces dernières années. La mondialisation a provoqué une forte concurrence en particulier dans le secteur industriel donnant lieu à des baisses de prix. La tertiarisation des économies occidentales a modifié les rapports de force entre employeurs et salariés. La digitalisation a entraîné l'émergence d'un nouveau canal de

distribution avec l'e-commerce. Elle facilite le rapprochement de l'offre et de la demande. Elle est donc peu propice à l'augmentation des prix. La digitalisation a un effet de polarisation au niveau de l'emploi. Des emplois de classes moyennes sont en partie remplacés par des emplois haut de gamme mais surtout par des emplois à faible rémunération, ce qui une fois de plus joue contre la hausse des prix. La crise sanitaire accentue ces tendances avec la consécration du e-commerce et le développement du sous-emploi. Néanmoins, plusieurs facteurs pourraient jouer en faveur d'une hausse des prix dans les prochains mois. L'accumulation des plans de relance peut provoquer une surchauffe de l'économie avec des goulets d'étranglement. Des ruptures d'approvisionnement peuvent intervenir comme cela est le cas pour les microprocesseurs en ce début d'année 2021. Les prix des matières premières et de l'énergie sont également orientés à la hausse. La faiblesse des investissements depuis quelques années pourrait favoriser la hausse des cours. Au sein de nombreux pays, les revendications salariales commencent à se multiplier. Par ailleurs, même si cela n'a pas été le cas au Japon, le vieillissement de la population est logiquement inflationniste. Le nombre d'actifs diminue au profit de celui des inactifs, grands consommateurs de services à la personne, un secteur logiquement propice à l'inflation. La transition énergétique comme le souhait de relocalisation des activités devraient également conduire à une augmentation des prix au sein des pays occidentaux.

Le 25 février dernier, Christine Lagarde, la Présidente de la Banque centrale européenne (BCE), a signifié qu'elle combattrait toute augmentation importante des taux réels qui pourrait compromettre la reprise économique de l'Union européenne. La BCE veillera « à

ce qu'il n'y ait pas de durcissement injustifié des conditions de financement. Une augmentation trop brutale des taux d'intérêt réels - ou ajusté de l'inflation - en raison de l'amélioration des perspectives de croissance mondiale pourrait compromettre la reprise économique. C'est pourquoi nous suivons de près l'évolution des marchés financiers ». L'augmentation des taux d'intérêt risque d'être assez rapidement entravée par la politique monétaire de la BCE. Une inflexion de ces politiques monétaires expansionnistes pourrait néanmoins intervenir en cas de poursuite de gonflement des bulles spéculatives concernant les prix des actifs. Pour le moment, la crise sanitaire n'a pas provoqué, de reflux de ces prix. Les indices boursiers ont été multiplié par plus de deux aux États-Unis depuis 2010. Sur la même période, le prix des maisons a doublé aux États-Unis et a augmenté de 80 % au sein de la zone euro.

La non-résorption des déficits publics serait susceptible de favoriser la hausse des taux. Après avoir atteint plus de 15 %

du PIB aux États-Unis et plus de 8 % au sein de la zone euro en 2002, le retour à l'équilibre sera long. En 2021, ils devraient avoisiner respectivement 10 et 7 %. Les pouvoirs publics semblent ne plus privilégier l'orthodoxie budgétaire. La transition énergétique et les tensions sociales les incitent à accroître les dépenses publiques. Cette propension à la dépense ne peut qu'inquiéter les investisseurs qui exigeront des primes de risque croissantes. Par ailleurs, les épargnants pourraient être tentés de rechercher plus que dans le passé des placements plus rémunérateurs que les obligations. En France, pour la première fois en vingt ans, une crise n'a pas provoqué la fuite des petits actionnaires. Bien au contraire, plus de 400 000 nouveaux actionnaires ont été comptabilisés par l'Autorité des Marchés Financiers. Le nombre de PEA a refranchi la barre des cinq millions en 2020. Ce phénomène est constaté à l'échelle mondiale. Cela pourrait à terme conduire à une hausse des taux, les obligations étant moins prisées que dans le passé.

TOUR D'HORIZON

LA REVOLTE DES PETITS ACTIONNAIRES, EFFET DE MODE OU CHANGEMENT D'EPOQUE ?

Le cours de l'action GameStop est passé de quelques dollars à 480 dollars en quelques jours avant de redescendre autour de 80 dollars. Pendant quelques heures, la capitalisation de ce fournisseur de jeux vidéo a ainsi atteint 30 milliards de dollars quand, en 2020, elle ne dépassait pas 200 millions de dollars. Cette folle envolée a été alimentée par une armée de petits actionnaires dont certains ont perdu des sommes conséquentes. En janvier, les investisseurs particuliers représentaient un quart du volume des transactions aux États-Unis, contre 10 % en moyenne en 2019.

Les actions, jusque dans les années 1970, étaient sur des supports papiers. Les achats en bourse devaient s'effectuer par l'intermédiaire d'agents de change ou des courtiers et donnaient lieu à des commissions. La cotation n'était réalisée que quelques heures par jour. À Paris, la communication des cours était réalisée par la société La Cote Bleue qui en avait le monopole. Avec la mutation des marchés financiers, les titres ont été dématérialisés et les opérations de vente et d'achat s'effectuent en temps réel. Les transactions à haute fréquence permettent de les réaliser en moins de 100 millisecondes. L'essor de la sphère financière a rendu moins visible les petits actionnaires qui jusque dans les années 1980 hantaient les cafés près de la bourse ou suivaient l'évolution des marchés à la radio. Jean-Pierre Gaillard n'a pas été remplacés. Ceux-ci étaient contraints de passer par un établissement financier ou par un fonds pour accéder aux marchés. Les actionnaires individuels avaient tendance à disparaître. L'affaire

GameStop a été perçue, à tort ou à raison, comme la révolte des oubliés des marchés. D'autres opérations obéissant à la même logique ont également concerné les marchés des matières premières dont celui de l'argent.

L'affaire GameStop

GameStop qui contrôle 7 000 magasins de jeux vidéo dont ceux de la marque Micromania – présente en France –, est une société en difficulté du fait du développement du jeu en ligne. Plusieurs fonds spéculatifs dont Melvin Capital et Citron Research, ont, au vu de l'évolution du marché, joué à la baisse les actions de cette entreprise dans le cadre d'opérations à découvert. 150 000 investisseurs individuels dans le cadre du forum WallStreetBets du réseau communautaire américain Reddit ont décidé, pour s'opposer à ces fonds, d'acheter les actions de GameStop générant une forte hausse de son cours et mettant en danger les fonds précités. Ces derniers ont été contraints d'abandonner leurs positions sur GameStop, après avoir sollicité l'appui d'autres fonds pour combler leurs pertes. D'autres opérations ont été menées, toujours pour contrarier des hedge fonds sur des entreprises ou sur le marché, par exemple sur celui de l'argent.

L'opération GameStop a été rapidement présentée par certains comme une nouvelle lutte de David contre Goliath. Pour d'autres, elle serait l'équivalent des « gilets jaunes » appliqués au monde de la bourse. Elle symboliserait ainsi la prise de pouvoir des petits actionnaires sur les fonds spéculatifs, accusés de vouloir

provoquer la faillite de GameStop. La réalité est moins manichéenne. Au départ de ce combat, deux milliardaires, Ryan Cohen et Donald Foss ont initié le mouvement des petits actionnaires. Après avoir racheté, à eux deux, plus de 15 % du capital, ils ont obtenu des sièges au Conseil d'administration afin de restructurer l'entreprise. Ils avaient tout à gagner du départ des fonds spéculatifs. Par ailleurs, d'autres fonds ont profité de ce mouvement pour réaliser quelques belles plus-values. Figurent dans cette catégorie, les fonds Senvest et Morgan Stanley Institutional Inception. Enfin, Citadel Securities, chargé de passer les ordres sur les marchés, a réalisé une belle opération en encaissant des commissions sur les ordres d'achat.

Si le mouvement de révolte s'est arrêté, ce serait en raison de la puissance du lobby de la finance qui aurait convaincu l'administration de Wall Street de ramener à la raison les petits actionnaires. Le processus de rachat des actions aurait été freiné afin de sauver les Hedge Funds. Robinhood (Robin des bois), la plateforme de trading utilisée par les petits actionnaires, a effectivement limité leurs achats, mais uniquement par manque de liquidités, ces liquidités devant servir de garantie pour faire face aux risques pris par ses clients.

Une nouvelle ère pour la finance ?

L'affaire GameStop marque l'influence grandissante des réseaux sociaux dans la sphère financière. Ces dernières années, les marchés financiers, les investisseurs ont dû prendre en compte le poids croissant des Organisations Non Gouvernementales, en particulier celles qui interviennent dans les domaines de la protection de l'environnement ou de la parité. Certaines acquièrent des actions afin de pouvoir être présentes au moment des Assemblées générales et poser des questions aux dirigeants. Dans le cas de

GameStop, ce sont des internautes participant à des forums qui ont tenté d'influer sur la vie d'une entreprise. Cette action concertée n'est pas aussi révolutionnaire qu'il n'y paraît. Au XIXe et au début du XXe siècle, la presse a révélé plusieurs scandales financiers comme l'affaire Stavisky. Jusqu'à la Seconde Guerre mondiale, les journaux financiers influençaient les épargnants, contribuant ainsi à des phénomènes spéculatifs.

Le retour des actionnaires individuels ?

Le renouveau de l'actionnariat individuel est avancé comme facteur pouvant inverser les rapports de force. Aux États-Unis, les actionnaires particuliers n'étaient qu'à l'origine de 7 % des volumes échangés sur les marchés « actions », contre 20 % aujourd'hui. En France, leur nombre a baissé de manière constante à partir des années 2000 après l'éclatement de la bulle Internet jusqu'en 2019. Il serait passé de 7 à 3,5 millions. Le succès de la privatisation de la Française des Jeux qui a conquis 450 000 actionnaires ainsi que la baisse du rendement des produits de taux, ont conduit à inverser cette tendance. En 2020, l'Autorité des Marchés Financiers a souligné que, au moment de la chute des cours en mars/avril, 150 000 actionnaires particuliers ont acheté des actions. Sur l'ensemble de l'année, 1,34 million de particuliers ont passé un ordre d'achat ou de vente sur des actions, 400 000 le faisant pour la première fois depuis plus de deux ans. Les actions attirent une nouvelle clientèle, plus jeune, plus connectée. Les moins de 35 ans ouvrent des comptes en ligne pour passer des ordres d'achat et de vente. Ils sont adeptes des fonds indiciels, les ETF. En 2020, le nombre de particuliers ayant acquis de tels fonds a augmenté de 33 %. En deux ans, la hausse est de 60 %.

Des innovations technologiques mises au service de l'agit-prop

La possibilité d'influer sur le cours des actions en opérant des achats simultanés a été facilitée par la diminution voire la gratuité des transactions, comme le propose le courtier en ligne Robinhood, en contrepartie de l'exploitation des données recueillies auprès de ses clients. Le recours aux données en s'appuyant sur des algorithmes peut donner des idées à des groupes d'actionnaires voire des activistes de toute nature pour créer des mouvements spéculatifs. Les techniques qui étaient avant l'apanage des traders professionnels tendent à se démocratiser. Cette évolution génère des risques de déstabilisation, risques qui sont accrus par la possibilité pour des hackers de s'infiltrer dans les systèmes de gestion des actifs.

À défaut de régulation, la perturbation des marchés s'intensifiera tant par la multiplication d'actionnaires individuels que par le recours par les professionnels de techniques sophistiquées. Des modèles informatiques peuvent regrouper des paniers d'actifs illiquides et évaluer des actifs similaires mais non identiques, élargissant ainsi l'univers des actifs donnant lieu à des échanges. Le marché des obligations et celui de l'immobilier pourraient connaître de profondes évolutions afin d'accélérer le processus de rotation des portefeuilles.

Des innovations rapides ou l'arrivée de nouveaux acteurs provoquent fréquemment des crises financières d'autant plus quand le montant des liquidités augmente à très grande vitesse. Le krach de 1987 était le fruit de l'automatisation des opérations sur les marchés. La crise de 2008 est celle de la titrisation des crédits immobiliers. Les règles relatives aux opérations d'initiés et aux manipulations doivent également être modernisées pour faire face aux nouveaux flux d'informations, vraies ou fausses. L'accélération des échanges suppose

également une adaptation des règles de trésorerie, en particulier aux États-Unis.

L'affaire GameStop pourrait-elle se produire en France ?

Pouvons-nous imaginer des activistes en suffisamment grand nombre acheter des actions ? Pour influencer sur le cours des actions, il suffirait, en pratique, de quelques milliers d'actionnaires décidant d'agir ensemble. Ce n'est pas, pour le moment, dans la tradition française. Les forums des plateformes d'informations financières ne sont pas des lieux d'agitation mais plutôt d'information et de conseil, les investisseurs commentent les résultats des entreprises, comparent les offres tarifaires des courtiers, échangent des idées de placement.

L'arrivée de nouveaux actionnaires, plus jeunes, plus connectés souhaitant réaliser des plus-values rapides, est néanmoins constatée en France comme dans le reste de l'Europe. La progression du cours de l'action Tesla ou du bitcoin donne des idées d'enrichissement rapide. En France, les courtiers en Bourse ne proposent pas des services gratuits. Le niveau des ventes à découvert est bien plus élevé outre-Atlantique qu'en Europe. À New York, 100 % du flottant d'une société peuvent être vendus à la baisse.

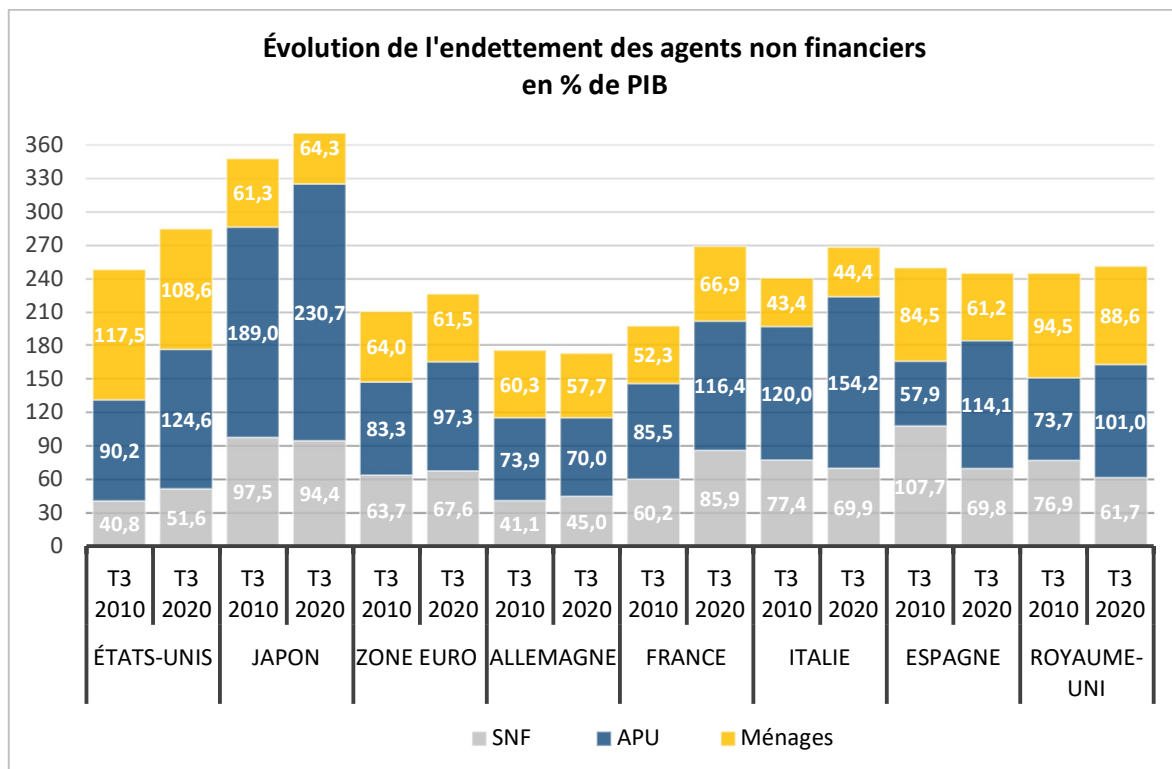
L'essor du numérique et des réseaux sociaux déstabilise de nombreux secteurs. La finance n'y échappe pas. Il en découle une nécessaire adaptation de la réglementation pour éviter des manipulations de courts et des opérations de pures spéculations. L'évolution du cours du bitcoin capable de passer de 8 000 à 45 000 dollars en quelques mois, est également une source d'interrogation sur le fonctionnement des marchés et le comportement de ses acteurs.

POINTS DE REPÈRE

LA FRANCE, UN ENDETTEMENT A TOUS LES ETAGES

2020 a été marquée par une forte hausse de l'endettement public. Sur dix ans, tous les grands pays de l'OCDE ont connu une forte progression de la dette de leur État. La France et les États-Unis connaissent la plus forte hausse en la matière. L'Allemagne se distingue avec une dette publique en recul. À l'exception

de la France, l'endettement des ménages a diminué ou est resté relativement stable ces dix dernières années. Il en est de même pour les entreprises. La France est donc le seul grand pays de l'OCDE où les acteurs non financiers se sont fortement endettés.



Snf : sociétés non financières

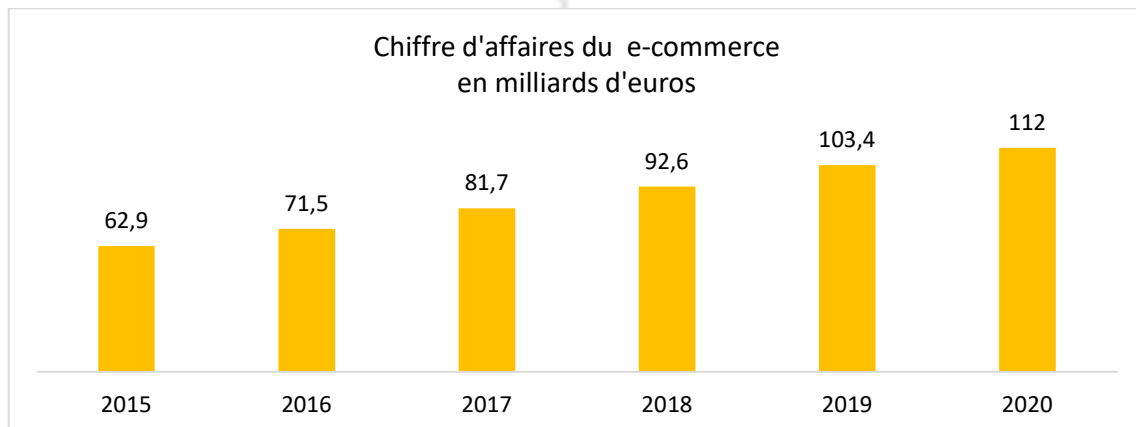
APU : administrations publiques

Cercle de l'Épargne - données Banque de France

LE E-COMMERCE, PLUS DE 110 MILLIARDS D'EUROS DE CHIFFRE D'AFFAIRES

Avec la crise sanitaire, le e-commerce a connu une croissance sans précédent portée par la vente de biens. La France a rattrapé son retard en quelques semaines par rapport au Royaume-Uni ou les États d'Europe du Nord en ce qui concerne le poids du commerce en ligne au sein de dépenses de consommation des ménages. Fin 2020, le e-commerce représentait 13,4 % du commerce de détail en France, contre 9,8 % un an auparavant. Les Français ont réalisé 1,68 milliard de commandes en ligne

avec un panier moyen de 61 euros. En 2020, les ventes sur Internet en France ont atteint 112 milliards d'euros, en hausse de 8,5 % en un an (source FEVAD). Les ventes en ligne de biens ont connu une forte croissance du fait des confinements (+32 %) ; en revanche celles de services sont en nette baisse (-10 %). Cette contraction d'activité est imputable en grande partie au recul des dépenses de transports et de voyages (-47 %).



Cercle de l'Épargne – données FEVAD

De nombreuses TPE/PME ont décidé de vendre en ligne soit directement, soit indirectement en passant par les places de marché (croissance de 27 %). Plus de 17 000 nouveaux sites marchands ont été créés. Les places de marché représentent 15 % du volume total des ventes en ligne. Les ventes en ligne des enseignes de magasins ont augmenté de 53 % sur l'année avec des pics à +100 % pendant les deux confinements.

Les secteurs ayant enregistré les plus fortes croissances sont ceux des produits de la beauté-santé (+52 %) et des produits de grande consommation (+42 %) suivis par les produits techniques (+34 %) et le mobilier/décoration (+24 %). Lors du premier confinement, les ventes

de produits de grande consommation ont augmenté de 86 %.

Les ventes aux professionnels ont enregistré une croissance de +11 % sur l'année. La hausse des ventes au second semestre a permis de maintenir une croissance à deux chiffres, après un début d'année en demi-teinte.

Les ventes sur mobile ont été freinées en 2020 par le recul des ventes de transport, voyage, billetterie, etc... Alors qu'elles affichaient une croissance de 18 % en 2019, elles n'ont progressé que de 5 % en 2020. Cette faible croissance s'explique par le fait que les ménages confinés ont utilisé leurs ordinateurs ou leurs tablettes pour passer leurs commandes.

LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB <i>Mds d'euros 2019</i>	2 419	3 436	1 788	1 245	11 907
PIB par tête en 2019 <i>En euros</i>	36 064	41 342	29 600	26 440	34 777
Croissance du PIB <i>En % - 2020</i>	-8,3	-5	-8,9	-11	-6,8
<i>4^e trimestre 2020</i>	-1,3	0,1	-2,0	0,4	-0,7
Inflation <i>En % - février 2021</i>	0,7	1,6	1,0	-0,1	0,9
Taux de chômage <i>En % - décembre 2020</i>	8,9	4,6	9,0	16,2	8,3
Durée annuelle du Travail (2018)	1506	1393	1722	1695	-
Âge légal de départ à la retraite	62	65	67	65	-
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2019</i>	55,7	45,4	48,7	41,9	47,1
Solde public <i>En % du PIB 2019</i>	-3,0	+1,4	-1,6	-2,8	-0,6
Dette publique <i>En % du PIB 2019</i>	98,4	59,8	134,8	95,5	86,1
Balance des paiements courants <i>En % du PIB – avril 2020</i>	-0,8	6,8	3,3	2,1	2,8

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS FEVRIER 2021
CAC au 31 décembre 2020	5 551,41
CAC au 26 février 2021	5 703,22
Évolution en février	+4,22 %
Évolution sur 12 mois	+0,41 %
DAXX au 31 décembre 2020	13 718,78
Daxx au 26 février 2021	13 786,29
Évolution en février	+1,04 %
Évolution sur 12 mois	+7,79 %
Footsie au 31 décembre 2020	6 460,52
Footsie au 26 février 2021	6 483,43
Évolution en février	-2,34 %
Évolution sur 12 mois	-7,62 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2020	3 552,64
Euro Stoxx au 26 février 2021	3 636,44
Évolution en février	+2,34 %
Évolution sur 12 mois	+1,79 %
Dow Jones au 31 décembre 2020	30 409,56
Dow Jones au 26 février 2021	30 932,37
Évolution en février	-0,09 %
Évolution sur 12 mois	+14,22 %
Nasdaq au 31 décembre 2020	12.870,00
Nasdaq au 26 février 2021	13,192.34
Évolution en février	-4,25 %
Évolution sur 12 mois	+47,14 %
Nikkei au 31 décembre 2020	27 444,17
Nikkei au 26 février 2021	28 966,01
Évolution en février	+0,50 %
Évolution sur 12 mois	+28,14 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2020	3 473,07
Shanghai Composite au 26 février 2021	3 509.08
Évolution en février	-1,69 %
Évolution sur 12 mois	+17,44 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2020	1,2232
Parité au 26 février 2021	1,2089
Évolution en février	-0,41 %
Évolution sur 12 mois	+11,10 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2020	1 898,620
Once d'or au 26 février 2021	1 718,584
Évolution en février	-7,38 %
Évolution sur 12 mois	+5,09 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2020	51,400
Pétrole au 26 février 2021	65,040
Évolution en février	+16,18 %
Évolution sur 12 mois	+18,34 %

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