



N°135
AVRIL 2020

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>Au nom de l'optimisme et du volontarisme.....</i>	<i>2</i>
HORIZON FRANCE	3
<i>France, des finances publiques en souffrance avant même la crise</i>	<i>3</i>
<i>La dette publique était tout juste stabilisée à haut niveau avant crise</i>	<i>5</i>
HORIZON CONJONCTURE.....	6
<i>De quoi sera fait l'après confinement ?.....</i>	<i>6</i>
HORIZON EXTERIEUR	9
<i>Pour un nouveau plan Marshall.....</i>	<i>9</i>
HORIZON FINANCE	11
<i>Et si le dollar était remplacé par une cryptomonnaie ?.....</i>	<i>11</i>
TOUR D'HORIZON.....	15
<i>Les stations de ski face à de terribles défis.....</i>	<i>15</i>
POINTS DE REPÈRE.....	19
<i>La composition de l'emploi en France avant la crise.....</i>	<i>19</i>
LES STATISTIQUES DE TVI.....	21

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



AU NOM DE L'OPTIMISME ET DU VOLONTARISME

Face à la crise sanitaire, nous pouvons être classés selon deux grandes catégories ; la première comprend tous ceux qui se complaisent à chercher les responsables tout en attendant des pouvoirs publics de trouver toutes les solutions, la seconde, bien moins fournie, est constituée de ceux qui par eux-mêmes tentent de trouver les moyens de s'en sortir. En fonction de notre humeur, des informations, nous pouvons passer de l'une à l'autre catégorie. Certains qui appartiennent à la première catégorie se complaisent dans la critique en alimentant de leurs diatribes les réseaux sociaux. Dans la seconde, se trouvent ceux qui se battent contre la maladie, pour leur entreprise, pour préserver le fonctionnement aussi normal que possible de la nation. Le confinement physique entraîne celui des idées, pour le pire comme pour le meilleur. Au niveau du pire, nous constatons que l'anticapitalisme primaire, le protectionnisme, la peur de l'autre voire une certaine forme d'antisémitisme refont à l'occasion de cette crise surface. Dans le même temps, certes de manière plus discrète, des idées d'amélioration de la coopération internationale sont émises.

Cette crise doit nous permettre de favoriser l'émergence d'une Europe de la Santé. Les virus n'ont jamais

respecté les frontières que ce soit dans l'Antiquité, au Moyen âge, au XVIII^e siècle ou en 1918 au temps de la grippe espagnole. Si elle peut faire prendre conscience de la nécessité de refonder l'Union européenne avec un objectif de favoriser l'émergence d'une véritable économie européenne capable de concurrencer la Chine ou les États-Unis, ce serait une formidable avancée. Depuis l'échec du référendum de 2005, l'Europe a perdu le fil de son histoire. Elle est devenue la juxtaposition d'États qui partagent une monnaie et un marché unique imparfait. La relance de la construction européenne passe par la constitution d'un noyau dur, à travers les États membres de l'Union européenne qui, ensemble, accepteraient d'aller au-delà des pratiques actuelles. Cela suppose un changement d'état d'esprit en Allemagne et aux Pays-Bas mais aussi en France dont la population est peu encline à de réels transferts de souveraineté. Nous devons également repenser nos relations avec nos voisins dont la Russie qui est un acteur clef au niveau des matières premières et au niveau des relations internationales en particulier au Moyen-Orient. Ostraciser les dirigeants russes, les caricaturer n'alimente que des tensions contreproductives. Compte tenu des besoins de la Russie en termes d'équipement, d'infrastructures, la mise en place d'une zone de libre-échange au sein de la Grande Europe faciliterait la reprise économique après le sévère choc que nous vivons avec la crise du coronavirus.

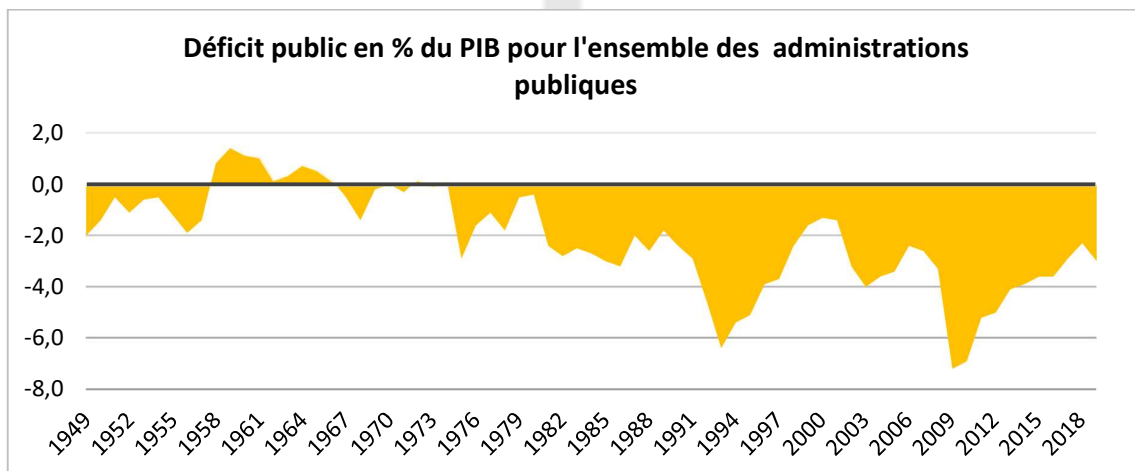
*Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

FRANCE, DES FINANCES PUBLIQUES EN SOUFFRANCE AVANT MEME LA CRISE

La France n'avait pas réussi à réduire de manière drastique son déficit public avant la survenue de la crise sanitaire. En 2019, Le déficit français était 2,5 points de PIB supérieur à la moyenne de la zone euro. Il s'est élevé à 72,8 milliards d'euros, soit 3,0 % du PIB, après 2,3 % en 2018. Hors impact de la transformation du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité des Entreprises (CICE) en baisse de cotisations le déficit s'établit à 2,1 %. Même faisant abstraction de l'effet du CICE, l'écart avec nos partenaires reste conséquent.

En part de PIB, les recettes passent de 53,4 % à 52,6 % tandis que le poids des dépenses dans le PIB est quasiment stable (55,7 % en 2018 et 55,6 % en 2019). Hors changement de périmètre des administrations publiques, lié à la création de France Compétences (établissement public en charge de la formation professionnelle), les dépenses représentent 55,3 % du PIB. Le taux des prélèvements obligatoires baisse de 0,7 point et s'établit à 44,1 % du PIB (43,8 % hors France Compétences).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Des dépenses publiques en nette augmentation

L'ensemble des dépenses publiques ont augmenté, 2019, de 2,6 % (+2,0 % hors changement de périmètre lié à la création de France Compétences) en euros courants après +1,3 % en 2018. Hors crédit d'impôts, elles augmentent de 2,8 % en 2019 après +0,7 % en 2018.

Les dépenses de fonctionnement restent dynamiques avec une hausse de +1,7 %

en 2019, après +1,3 % en 2018. Les dépenses de rémunération augmentent de +1,2 % après +1,0 %. En revanche, grâce à la baisse des taux, la charge d'intérêts de la dette diminue fortement (-12,2 %)

Les prestations sociales se sont accrues de +2,7 %, après +1,8 % en 2018. Les prestations en espèces progressent de 2,9 % après +2,1 % en 2018, portées notamment par l'élargissement et la revalorisation de la prime d'activité. Les

transferts sociaux en nature de biens et services marchands accélèrent à +1,9 % après +1,0 % en 2018, en premier lieu du fait d'une moindre baisse des aides au logement, mais aussi en raison d'une légère accélération des transferts sociaux de santé marchande (en nature).

Les dépenses d'investissement des administrations publiques locales ont fortement augmenté l'année dernière en raison de la proximité des élections municipales (+6,9 milliards d'euros, soit une progression de 15,1 %). L'investissement de l'État, est en revanche, en diminution (-0,4 milliard d'euros).

Des recettes en faible augmentation

L'ensemble des recettes n'a augmenté que de 1,2 % (+0,6 % hors effet de périmètre lié à la création de France Compétences), après +2,5 % en 2018 en euros courants. Les impôts sur le revenu et le patrimoine ralentissent (+1,8 % après +6,2 %). Le rendement de la CSG a été affecté par la mesure prise en faveur des retraites modestes (-1,7 milliard d'euros).

L'impôt sur le revenu des personnes physiques s'est accru de 1,7 milliard d'euros. Le rendement de l'impôt sur les sociétés s'est amélioré de 4,2 milliards d'euros en raison de la baisse des cotisations sociales provoquée par la transformation du CICE. Cela a conduit à une augmentation du bénéfice taxable des entreprises.

Les autres impôts courants ont diminué de 3,1 milliards d'euros notamment du fait de la deuxième étape de dégrèvement de la taxe d'habitation pour 80 % des ménages (abattement de 65 % en 2019 après un abattement de 30 % en 2018), soit une baisse de -3,6 milliards d'euros. Les impôts sur les produits et la production ont connu, de leur côté, une

progression plus vive avec un gain de 5,2 %, après +4,0 % en 2018. Les recettes de TVA sont en hausse de 6,7 milliards d'euros.

Les cotisations sociales perçues diminuent de 4,4 % (après -1,7 % en 2018) sous l'effet de la transformation du CICE en baisse de cotisations, ainsi que de l'extension en année pleine de la bascule de cotisations sociales à la charge des salariés vers la CSG. Les cotisations employeurs diminuent ainsi de 6,4 % (après +2,5 %) quand les cotisations des ménages sont stables (+0,4 % après -10,1 %), la baisse des cotisations des salariés étant compensée par l'augmentation des cotisations des non-salariés.

Une année 2020 d'une tout autre nature

Avec une augmentation sans précédent des dépenses et une raréfaction des recettes, le déficit public de l'année 2020 ne sera en rien comparable avec celui des années précédentes. Dans le cadre de la loi de finances rectificative, adoptée vendredi 20 mars, le Gouvernement a prévu un déficit de 3,9 % du PIB. Compte tenu des effets du confinement sur l'activité, ce dernier pourrait dépasser aisément 5 % du PIB et se rapprocher du niveau qu'il avait atteint en 2009 (-7,2 %). Depuis 1973, de crise en crise, le montant du déficit est de plus en plus élevé (à l'exception de la période 2001/2003 après l'éclatement de la bulle Internet qui avait peu touché économiquement la France). La période de rétablissement des comptes s'allonge également, crise après crise, et le niveau in fine du déficit est chaque fois plus élevé.

LA DETTE PUBLIQUE ETAIT TOUT JUSTE STABILISEE A HAUT NIVEAU AVANT CRISE

La crise de coronavirus occasionnera une nouvelle progression de l'endettement public. Lors de la précédente crise, entre 2008 et 2009, l'endettement public s'était accru de 13 points de PIB passant de 65 à 83 % du PIB. La barre symbolique des 100 % sera amplement franchie en 2020. L'augmentation devrait se situer entre 5 et 10 points de PIB en fonction de la durée de la crise et des conditions de sortie.

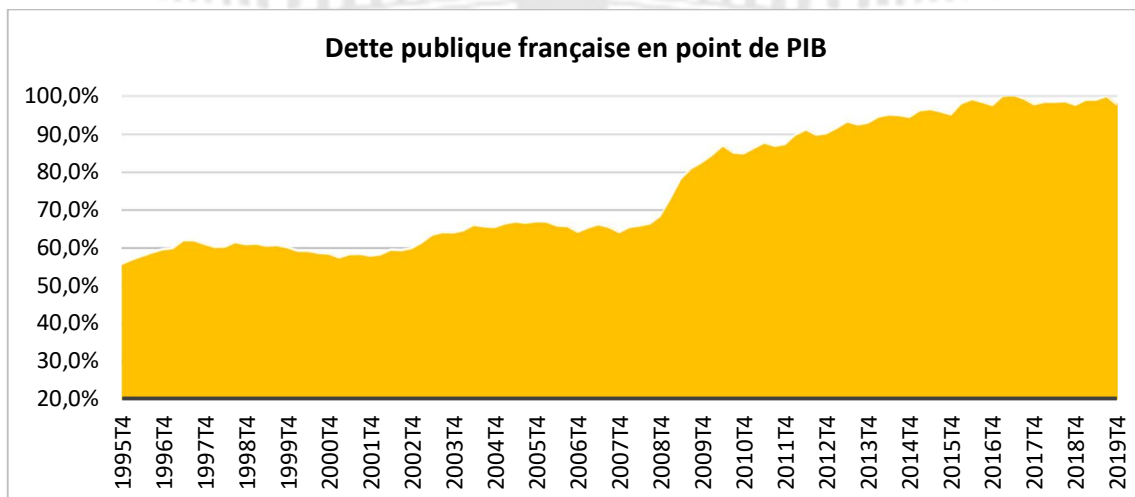
Fin 2019, la dette des administrations publiques s'élevait, en France, à 2 380,1 milliards d'euros. Elle s'est accrue en 2019 de 65,2 milliards d'euros, contre +56,3 milliards d'euros en 2018. Elle a atteint 98,1 % du PIB fin 2019, comme en 2018. La dette publique nette augmente de 0,2 point de PIB : elle s'établit à 89,5 % du PIB fin 2019.

La contribution de l'État à la dette publique s'accroît de 70,0 milliards d'euros. L'endettement de l'État est de 1 911,8 milliards d'euros.

Il représente 80 % de l'endettement total des administrations publiques.

La contribution des administrations publiques locales à la dette est de 210,3 milliards d'euros fin 2019 contre 205,7 milliards fin 2018, soit une hausse de 4,6 milliards d'euros résultant notamment de l'endettement des communes (+1,6 milliards d'euros), ainsi que de la Société du Grand Paris (SGP), qui accroît son endettement à hauteur de 2,6 milliards d'euros, et d'Île-de-France Mobilités (+0,8 milliards d'euros).

La contribution à la dette publique des administrations de sécurité sociale diminue de nouveau fortement (-11,0 milliards d'euros après -21,5 milliards d'euros en 2018) du fait notamment de la poursuite du désendettement de la CADES (-15,3 milliards d'euros après -17,9 milliards d'euros en 2018). La dette des administrations de sécurité sociale était de 193 milliards d'euros en fin d'année dernière.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

HORIZON CONJONCTURE

DE QUOI SERA FAIT L'APRES CONFINEMENT ?

La moitié de la population mondiale est confinée. Jamais dans l'histoire de l'humanité, une mise en quarantaine à si une grande échelle n'avait été pratiquée. Le transport aérien est presque totalement à l'arrêt. La production industrielle est en chute libre. Cette pandémie est à l'origine de la troisième et plus grave crise économique, financière et sociale du XXI^e siècle, après les attentats du 11 septembre 2001 et la crise financière mondiale de 2008. Le choc est pluriel. L'offre est amoindrie par l'arrêt des usines et par la rupture des chaînes d'approvisionnement dans le monde entier ; la demande est en chute brutale avec les confinements ; la confiance des ménages est partout en forte baisse avec la crainte de la maladie et de l'effondrement de l'économie ; la menace d'une crise financière plane également avec l'augmentation sans précédent des dépenses publiques et le risque d'une multiplication des défaillances chez les débiteurs.

L'arrêt de très nombreuses usines, le maintien à domicile de millions de salariés, les restrictions de circulation, la fermeture des commerces non essentielles constituent à l'échelle mondiale une première qui devrait se traduire par une sévère récession. Celle-ci sera, en fonction des caractéristiques des pays, plus ou moins forte et plus ou moins brutale. Les évaluations sont très variables traduisant le poids des incertitudes en la matière. Il est trop tôt et sans doute inutile d'indiquer si la crise sera supérieure à celle de 1929 ou à celle de 2008. Nous avons l'avantage

d'avoir des données sur ces crises précédentes, données qui doivent nous éviter de rééditer les mêmes erreurs.

Au mois de février, la production industrielle en Chine a, selon les chiffres de « The Economist », baissé de 13,5 %. Les ventes au détail se sont contractées de 20,5 %. Les investissements en immobilisations, qui mesurent les dépenses dans des domaines tels que les machines et les infrastructures, ont diminué de 24 %, soit six fois plus que prévu. Les effets sur l'économie seraient plus longs qu'escompté dans un premier temps.

À l'aide d'un modèle épidémiologique, un groupe de l'Imperial College de Londres a réalisé plusieurs évaluations de l'évolution possible de la situation. Les chercheurs ont mis en avant que si le virus se propageait, il provoquerait environ 2,2 millions de morts en Amérique et 500 000 en Grande-Bretagne d'ici la fin de l'été. En France, ce chiffre pourrait atteindre 600 000. Sur une période d'un à deux ans, 80 % de la population serait infectée, permettant ainsi une immunité collective. L'augmentation très rapide du nombre de personnes contaminées par le coronavirus a incité tous les États à opter pour le confinement. Ce dernier, à défaut de régler le problème, permet un aplatissement de la courbe des personnes infectées et des décès. Un afflux important de malades dans les hôpitaux entraînerait une surmortalité importante.

Afin d'éviter un tel scénario, les gouvernements, les uns après les autres, ont opté pour des confinements qui permettent d'étaler dans le temps le nombre de malades. L'objectif est également d'atteindre un niveau de non-prolifération ou de gagner du temps pour mettre en place des tests à grande échelle permettant des confinements localisés. Après avoir officiellement enregistré plus de 80 000 cas pour une population de 1,4 milliard d'habitants, selon les chiffres officiels communiqués, la Chine lève très progressivement les restrictions de circulation.

Le problème de la sortie du confinement

Du fait de la circulation du virus à l'échelle mondiale, l'arrêt des confinements pourrait provoquer sa résurgence. Face à ce risque, les États seront tentés de maintenir de nombreux freins aux échanges avec l'étranger. En cas d'apparition de foyers, des restrictions locales ou régionales seront prises. L'économie devra s'adapter à des phases de « stop and go » et de « lock out » permanentes. Ce cycle de marche-arrêt sera maintenu jusqu'à ce que la maladie ait traversé la population ou qu'il y ait un vaccin. Ce dernier, sous réserve qu'il soit trouvé, ne pourrait être diffusé qu'à l'automne 2021.

Les pouvoirs publics seront, dans les prochains mois, confrontés à des dilemmes. Convient-il de freiner au maximum l'épidémie pour limiter le nombre de morts au prix d'un blocage de l'économie qui pourrait également provoquer des décès (pauvreté, suicides, etc.) ? Il faudra évaluer le coût financier et psychologique de l'isolement répété. De même, la réduction des transports qui restent un

vecteur important de diffusion des virus suppose que la localisation des entreprises et des salariés soit revue. En Chine, les ouvriers sont invités à dormir dans leur usine.

Le recours au dépistage massif tel que la Chine ou la Corée du Sud le pratiquent pourrait se généraliser, ce qui ne serait pas sans conséquence sur le plan des libertés individuelles. D'un côté, les personnes testées positives devraient se mettre en quarantaine ainsi que celles qu'elles auront côtoyées quand, d'un autre côté, celles qui sont immunisées pourraient vaquer à leurs occupations en sachant qu'elles ne peuvent pas être une source de nouvelles infections. Les voyages internationaux voire nationaux pourraient être conditionnés à la possession d'un test de dépistage. Le port du masque ainsi que l'adoption de mesures de distanciation pourraient devenir la norme. La Chine et la Corée du Sud utilisent des applications pour certifier qui est indemne de la maladie et qui ne l'est pas. Ces pays recourent aux médias sociaux pour retracer les infections, alerter les gens sur les points chauds et identifier les contacts potentiellement infectés. La Corée du Sud a modifié la loi pour permettre à l'État d'accéder aux dossiers médicaux et de les partager sans mandat.

Si les États estiment que le virus est amené à s'installer durant de nombreux mois voire années, ils devront engager des programmes de construction de centres de santé adaptés afin de prendre en charge les personnes infectées, pour pouvoir réaliser des tests de dépistage en grand nombre.

Plusieurs secteurs seraient particulièrement touchés si ce scénario devenait réalité. Le tourisme et les loisirs seraient en première ligne tout comme les centres commerciaux. La France, avec l'Italie et l'Espagne, seraient pénalisées par l'effondrement des recettes touristiques. La Corse qui tire environ 30 % de son PIB des activités touristiques serait la région française la plus touchée.

Les populations des pays occidentaux appréhendent avec difficulté les changements que peut induire le

covid-19. La polémique au sujet de la chloroquine souligne la fragilité de l'opinion qui a besoin de croire en l'existence d'une solution simple pour tourner la page. Face à un ennemi fantôme, face à des dirigeants publics contraints d'improviser, l'inquiétude ne peut qu'augmenter d'autant plus que la défiance à l'encontre des autorités était déjà palpable avant la crise. Pour autant, les moyens financiers pour lutter contre la crise sanitaire et la crise économique sont sans précédent.



HORIZON EXTERIEUR

Pour un nouveau plan MARSHALL

L'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) est issue de l'Organisation européenne de coopération économique (OECE) fondée en 1948 pour mettre en place le plan Marshall. Ce plan visait à faciliter la reconstruction de l'Europe dans un contexte de guerre froide. À partir de 1952, l'organisation se transforme en centre d'études et prend le nom d'OCDE en 1961. L'OCDE rassemble 36 États dont les États-Unis, le Canada, la plupart des États européens, le Japon, la Corée du Sud.

Pour le Secrétaire général de l'OCDE, José Ángel Gurría, la situation actuelle est comparable à celle qui prévalait à la fin de la Seconde Guerre mondiale. Dans cet esprit, il a proposé que l'OCDE soit un des moteurs de la reconstruction économique. Il défend l'idée de plans internationaux afin de lutter contre les tentations protectionnistes. Il a indiqué que l'OCDE mobilisera ses compétences pluridisciplinaires pour éclairer et appuyer les actions nécessaires, tant en matière de santé publique qu'en matière économique. À ses yeux, les États occidentaux devront revoir de nombreux processus en matière de santé. La crise du coronavirus a, selon l'OCDE, mis en pleine lumière les faiblesses de nos systèmes de santé, depuis l'insuffisance du nombre de lits en soins intensifs et des effectifs de santé jusqu'à l'incapacité de fournir des masques en nombre suffisant et de réaliser des tests dans certains pays, en passant par les défaillances observées sur le plan de la recherche et de la fourniture de médicaments et de vaccins.

L'OCDE appelle au déploiement d'efforts importants et coordonnés au niveau international pour assurer les ressources nécessaires et faire face à l'urgence de santé publique immédiate ainsi que pour atténuer le choc économique et trouver le chemin de la reprise. Ces efforts doivent s'articuler autour de quatre axes :

1. **Intensification de la coopération internationale en réponse au défi sanitaire.**

Cette coopération doit, en premier lieu, concerner la recherche de traitements et de vaccins. Quand ils auront été trouvés, les gouvernements devront veiller à ce que leur diffusion soit la plus large et équitable possible. La FDA aux États-Unis et l'Agence européenne des médicaments devraient s'employer ensemble à supprimer les obstacles réglementaires pour les vaccins et les traitements.

2. **Élaboration de politiques publiques communes.**

Les Gouvernements devraient mobiliser sans délai les ressources nécessaires pour permettre aux économies d'atténuer l'impact négatif de la crise et accélérer la reprise, notamment en consacrant au plus vite des dépenses :

- *aux soins de santé* : utilisation intensive des tests ; traitement de tous les patients, indépendamment

du fait qu'ils soient ou non assurés ; soutien aux personnels de santé ; rappel des professionnels de santé retraités et protection des groupes à risque ; intensification de la fourniture de masques, d'unités de soins intensifs et de respirateurs, entre autres ;

- *aux personnes* : dispositifs d'emploi temporaire, assouplissement des conditions d'obtention des prestations d'assurance chômage, transferts monétaires au profit des travailleurs indépendants et aides aux plus vulnérables ;
- *aux entreprises* : reports de paiement des charges et impôts, réduction ou report temporaire de TVA, accès élargi au fonds de roulement avec l'aide des lignes de crédit ou des garanties de l'État, dispositifs spéciaux de soutien aux PME, en particulier dans les secteurs de services et dans le secteur touristique.

4.3. Coordination financière accrue. L'OCDE s'inquiète de la vulnérabilité de la sphère financière et demande que les États membres soient solidaires en cas de défaillance d'un établissement financier.

5.4. La restauration de la confiance. La reprise économique suppose la création d'un climat favorable aux affaires, un climat qui s'était détérioré avec la montée des tensions protectionnistes.

L'OCDE a, par ailleurs, annoncé le lancement d'une plateforme qui diffusera des informations actualisées et complètes sur les mesures prises par les pouvoirs publics des pays du monde entier, accompagnées de conseils dispensés par l'Organisation dans certains cas.

Pour le Secrétaire général de l'OCDE, la situation actuelle impose la combinaison du New Deal de Roosevelt et du Plan Marshall sous l'administration Truman.

HORIZON FINANCE

ET SI LE DOLLAR ETAIT REPLACÉ PAR UNE CRYPTOMONNAIE ?

La cryptomonnaie la plus connue, le bitcoin, avait été créée lors de la crise financière de 2008/2009. Dans un contexte de défiance financière généralisée, ses créateurs souhaitaient se soustraire aux problèmes que rencontrait notamment le marché interbancaire. À l'occasion de la crise actuelle, les cryptomonnaies pourraient-elles devenir une alternative aux devises officielles ? La monétisation des dettes à laquelle nous assistons menace-t-elle le système financier ?

Depuis Aristote, une monnaie répond à trois fonctions : elle est une mesure des valeurs, un intermédiaire des échanges et un instrument de réserve. La monnaie est un instrument universel de mesure applicable à des biens, à des services et des droits sur un territoire donné. Elle permet de comparer en outre des valeurs dans le temps passé, présent et futur. La monnaie est l'intermédiaire des échanges. Elle permet le déroulement des opérations sur les biens et les services. Elle facilite les transactions en se substituant au troc. Cette fonction repose sur la confiance. La monnaie doit être acceptée soit volontairement, soit de manière forcée. La monnaie est donc un instrument d'arbitrage indispensable pour l'équilibre général des marchés. Elle est au cœur du système des prix qui est l'expression de la rareté des ressources. La monnaie est un instrument de réserve. Elle permet de différer le paiement des achats et d'épargner. Sa valeur se doit d'être prévisible et relativement stable. Il ne faut pas confondre la monnaie avec les moyens de paiement qui sont

constitués du numéraire, des chèques, des cartes de paiement, de paiements électroniques, des virements, etc.

L'essor relatif des cryptomonnaies

Entre 1 600 et 3 000 cryptomonnaies circuleront au niveau mondial. Les autorités estiment qu'elles ne sont pas, en tant que telles, des monnaies, et les dénomment sous le terme de « cryptoactifs ». Les cryptomonnaies ont fait l'objet d'importants mouvements spéculatifs. Le bitcoin qui avait atteint la parité le 9 février 2011 avec le dollar avait atteint 1 250 dollars le 29 novembre 2013. Au début de 2015, il ne s'échangeait plus qu'à 250 dollars avant d'atteindre, au mois de décembre dernier, plus de 19 000 dollars. Il est redescendu autour de 3 000 dollars au mois de janvier 2019. Sa valeur a depuis doublé.

Dans les faits, ces actifs remplissent un faible rôle financier qui, dans tous les cas, est bien plus faible que leur médiatisation. Leur capitalisation globale a connu une hausse exponentielle en 2017. Elle avait alors atteint 800 milliards de dollars au début de l'année 2018 avant de redescendre le 26 janvier 2019, à 237,5 milliards de dollars. Le bitcoin représentait à lui seul 156,3 milliards de dollars soit 66 % de l'encours des cryptomonnaies. À titre de comparaison, en décembre 2018, la masse monétaire agrégée, au sens large du terme (M3), des pays de l'OCDE et de la Chine s'élevait, 88 000 milliards de dollars. Même les agrégats monétaires au sens étroit, exclusivement constitués d'actifs susceptibles d'être mobilisés

instantanément pour régler des transactions ou éteindre des dettes (dépôts à vue et monnaie fiduciaire), présentent des capitalisations sans commune mesure avec celle des cryptoactifs. Au 31 janvier 2020, les agrégats correspondants (M1) s'élevaient 8 975,5 milliards d'euros dans la zone euro et à 3 968,618 dollars. Les cryptoactifs jouent donc pour le moment un rôle marginal.

Les cryptomonnaies ne sont pas des monnaies, du moins pour le moment

Les cryptomonnaies ne peuvent pas être assimilées à une monnaie. Elles se caractérisent par leur nature virtuelle, leur technique de la cryptographie et également par leur caractère décentralisé. Les cryptomonnaies sont virtuelles et échappent à la réglementation. À la différence des monnaies numériques (monnaie électronique des porte-monnaie électroniques, monnaie scripturale des comptes bancaires), elles ne sont pas soumises à des règles et à des contrôles précis. À la différence des monnaies classiques, les cryptomonnaies ne sont pas gérées de manière verticale avec un émetteur unique. Pour le bitcoin, des « fermes de création » situées dans plusieurs pays et sans réelle coordination coexistent. Les algorithmes de création ne sont pas toujours publics. La gestion de la circulation repose fréquemment sur des techniques issues du blockchain avec des nœuds informatiques permettant la validation et l'enregistrement des opérations. En l'absence d'un « tiers de confiance » (banque centrale, intermédiaire financier ou banque), la sécurité des transactions est assurée par la cryptographie. Les blocs de transactions sont inscrits dans un registre public distribué, visible de tous les membres du réseau, qui recense

toutes les transactions réalisées en bitcoin depuis son origine.

Le bitcoin, comme les autres cryptomonnaies, ne répond pas à toutes les fonctions assignées à une monnaie. Elles ne sont pas de réels étalons monétaires, leurs pouvoirs d'échange et de réserve sont discutables notamment en raison de leurs fortes fluctuations ne reposant pas sur des facteurs rationnels. La Cour de Justice de l'Union Européenne a, dans une décision d'octobre 2015, précisé que le bitcoin est un moyen de paiement qui n'a pas d'émetteur unique. Elle a cependant souligné que le bitcoin ne peut pas être considéré comme un bien objet. Il correspond à une prestation de service de paiement qui ne peut pas, et cela était le cœur du litige, être soumis à la TVA. La Cour considère que le bitcoin est assimilé à un moyen de règlement direct entre les opérateurs qui l'acceptent. Il ne peut être alors confondu avec un chèque ou un effet de commerce. Cette décision n'a pas été retenue par la BCE qui est beaucoup plus réservée au sujet des cryptomonnaies.

Une cryptomonnaie ne bénéficie pas de la force légale d'une monnaie. Elle ne constitue pas une créance de son détenteur envers son émetteur, contrairement à la monnaie officielle qui est une créance sur la banque centrale ou sur l'établissement de crédit émetteur (dépôts bancaires). Afin d'assurer en permanence la liquidité du système financier, les règles prudentielles obligent donc la banque à constituer des réserves auprès de la banque centrale dans une certaine proportion des dépôts de la clientèle (1 % dans la zone euro depuis 2012). Au contraire, les cryptomonnaies de première génération sont des actifs numériques sans aucune valeur

intrinsèque et dont rien, sinon la confiance que leurs utilisateurs leur accordent, ne garantit la pérennité de la valeur dans le temps. Leur cours évolue en fonction de l'offre et de la demande.

Les « stable coins », une tentative de réponse aux critiques ?

Afin de contrecarrer ce caractère volatil et spéculatif, une nouvelle génération de cryptomonnaies a vu le jour, « les stable coins », auxquelles veut se rattacher le « libra ». Ces actifs numériques se caractérisent par leur adossement à un panier d'actifs sûrs telle que des devises existantes. C'est ce modèle que Mark Zuckerberg a choisi pour le libra. Certaines stable coins ont misé sur la garantie de convertibilité (JPM coin).

Le projet libra souhaitait contourner cet écueil en reposant sur un panier de d'actifs sûrs. Par construction, une parité sera maintenue entre chaque unité de Libra et la combinaison d'actifs sûrs, dont le panier est un multiple. Ainsi, l'émission de toute quantité de libra supplémentaire entraînera l'achat de la combinaison d'actifs sûrs complémentaires pour un montant correspondant à la parité. Cela peut amener à des variations de change et des allocations peu efficaces de libras. Les stable coins ne sont pas directement arrimés à une devise, mais adossés à des actifs « sûrs » introduisant ainsi un risque de change.

Les cryptomonnaies sont-elles l'avenir monétaire ?

La cryptomonnaie constitue pour les libéraux un des outils pour mettre un terme à la prééminence des États nations qui se caractérisent par l'exercice de la violence légitime (sécurité et défense), par le pouvoir de

lever l'impôt et de battre monnaie. À la fin des années 70, Friedrich August von Hayek plaidait en faveur de la concurrence des monnaies. Les initiateurs des cryptomonnaies rêvent d'une disruption monétaire permettant de s'affranchir des banques centrales.

Avec la monétisation accélérée des dettes, les agents économiques pourraient-ils perdre confiance dans les monnaies nationales et se tourner vers les cryptomonnaies ? Tous les États usant des mêmes outils depuis plus de dix ans en matière monétaire, la défiance à l'encontre des grandes devises n'a pas été de mise. Avec la nouvelle crise en cours, la question pourrait se poser.

Pour réellement concurrencer les monnaies traditionnelles, les cryptomonnaies doivent relever le défi de la confiance. En effet, le système monétaire repose sur la confiance. Les facteurs qui la composent sont les suivants :

- La qualité et le sérieux de la Banque centrale ;
- La transparence des décisions monétaires prises par l'émetteur ;
- La vitalité de l'économie du ou des pays émetteurs ;
- Le rôle international du pays ou des pays émetteurs.

La valeur d'une monnaie est assez subjective dans un système de changes flottants. Elle est la résultante du PIB du ou des pays qui l'émettent, de son évolution, de la balance des paiements courants, de la politique des banques centrales, de l'influence du pays ou des pays, etc. Une monnaie se doit d'être reconnue par un grand nombre d'acteurs et être un instrument financier. La Chine, première puissance

commerciale mondiale, n'a pas réussi à imposer sa monnaie comme devise internationale car elle n'en possède pas toutes les qualités précitées et le marché financier national manque de profondeur.

Si les devises nationales sont atteintes par la succession de crises, les GAFAs ont-ils la possibilité d'imposer la leur ? Ils disposent d'une sphère d'influence et de chalandise importante. L'instauration d'une devise internationale, en-dehors de toute sphère de régulation publique, apparaît en l'état une mission difficile d'autant plus que la tendance est au nationalisme. Les États-Unis pourraient être, en revanche, tentés de s'appuyer sur la puissance des GAFAs pour instituer une nouvelle monnaie en cas de défiance à l'encontre du dollar. Pour le moment le scénario n'est pas à l'ordre du jour.

Afin d'empêcher l'avènement d'une cryptomonnaie privée, les banques centrales travaillent à l'élaboration

d'une monnaie digitale de banque centrale (MDBC). Dans son discours du 4 décembre 2019, le gouverneur de la Banque de France mentionnait les trois finalités de la création éventuelle d'une monnaie digitale de banque centrale, la première est la préservation du lien entre les citoyens et la monnaie officielle, rendue nécessaire dans les sociétés dans lesquelles l'usage des espèces est en déclin (Suède) ; la deuxième est la réduction des coûts d'intermédiation de la monnaie centrale ; et la troisième réside dans « *l'affirmation de la souveraineté des autorités politiques face aux initiatives privées de type libra* ».

La création d'une monnaie digitale par les banques centrales modifierait fortement le système monétaire avec la cohabitation de deux monnaies. À travers sa création, les banques centrales souhaiteraient reprendre la main sur l'intermédiation bancaire qui tend à lui échapper avec l'émergence de systèmes de paiement indépendants comme PayPal.

TOUR D'HORIZON

LES STATIONS DE SKI FACE A DE TERRIBLES DEFIS

Entre les problèmes d'enneigement et la crise sanitaire, l'année 2020 est, sans nul doute, à marquer d'une pierre blanche pour les stations de ski. La fermeture anticipée et précipitée des stations de ski le week-end du 14 mars pourrait provoquer un manque à gagner de 1,5 milliard d'euros pour les 250 stations de ski française. L'association nationale des maires des stations de montagne, en incluant davantage d'activités et de nouvelles zones de montagne évalue la perte à 1,8 milliard d'euros. Cette crise intervient au moment même où les stations de ski devaient face à une remise en cause de leur modèle de développement. Des années 60 aux années 2000, la France a connu un essor sans précédent de la pratique du ski amenant à la construction de grandes stations. L'État avec la Caisse des Dépôts et Consignation en tant que bras armé, les collectivités locales ont joué un rôle majeur dans ce développement. Les sports d'hiver ont changé en profondeur la physionomie de certaines régions. Ils ont permis la création d'emplois en basse saison agricole et ont généré d'importantes recettes fiscales ou non fiscales. Depuis plusieurs années, ce secteur est confronté à une série de défis qui remettent en cause son modèle : aléa climatique croissant lié au réchauffement, contraintes environnementales, relative désaffection d'une partie de la population pour une activité coûteuse.

La France un acteur majeur de l'industrie des sports d'hiver

Forte de 340 stations réparties sur sept massifs (Alpes du Nord, Alpes du Sud, Pyrénées, Massif Central, Massif

Vosgien, Massif jurassien, Corse), la France possède parmi les plus grands domaines skiables du monde. Avec 13 domaines qui accueillent plus de 1 million de journées-skieurs par saison, elle est le deuxième pays (derrière l'Autriche) comptant le plus grand nombre de « très grandes » stations de ski. Construites pour la plupart dans les années 1960 et 1970 (La Plaigne, Val Thorens, Avoriaz, Les Arcs, Tignes, etc.), ces grandes stations françaises sont aussi parmi les plus élevées d'Europe, ce qui leur a longtemps garanti d'excellentes conditions d'enneigement et de glisse tout au long de la saison hivernale, mais aussi en été. Bien loin de la première station de ski ouverte dans l'entre-deux-guerres et du premier téléphérique dans le petit village haut-savoyard de Megève, devenu une station en vue, c'est une véritable industrie de l'or blanc qui s'est développée au fil des décennies, confortée par l'organisation des jeux olympiques d'hiver à trois reprises dans notre pays (1924 à Chamonix, 1968 à Grenoble et 1992 à Albertville).

Un secteur économique important

La filière économique est composée d'un grand nombre d'acteurs allant de ceux en charge de la construction et de l'entretien des installations jusqu'aux gestionnaires et fabricants de matériels. Pour la saison 2018-2019, les 3 646 installations de remontées mécaniques en fonctionnement répertoriées par l'État, soit le parc le plus important au monde, ont enregistré 611 millions de passages. À elles seules, les 250 stations adhérentes à Domaines

Skiables de France ont accueilli 10 millions de touristes en hiver (dont 7 millions pratiquant les sports de glisse). L'activité emploie 8 000 salariés, permanents et saisonniers, et génère plus de 120 000 emplois induits dans les commerces, les hébergements, les écoles de ski, etc.

Une fréquentation stagnante voire en baisse

Depuis 2013, la fréquentation est en baisse même si la France demeure dans le trio de tête mondial pour la fréquentation des domaines skiables avec 53,4 millions de journées-skieur vendues pour la saison 2018/2019 (53,8 millions en 2017/2018). Elle est devancée par l'Autriche (54,5 millions) et les États-Unis (59 millions). Lors de ces dix dernières années, la baisse de fréquentation concerne aussi bien les très grandes stations (-0,2 %), que les grandes stations (-1,3 %), les stations moyennes (-0,5 %), et les petites stations (-0,8 %). Pour l'ensemble des massifs, la fréquentation a diminué de 0,6 % sur dix ans. En Europe, cette situation n'est pas spécifique à la France. Seuls les pays scandinaves ont réussi à améliorer le nombre de skieurs.

Le réchauffement climatique et le ski ne font pas bon ménage

Entre 1880 et 2012, les températures moyennes dans les Alpes ont augmenté de plus de 2°C. Cette tendance est appelée à s'accroître et laisse présager une modification sensible des conditions d'enneigement et d'exploitations des domaines skiables liées à une élévation de l'altitude moyenne d'enneigement. Une étude réalisée par Météo France en 2017 à la demande de la Chambre régionale des comptes d'Auvergne-Rhône-Alpes sur l'évolution de

l'enneigement naturel dans les Alpes du Nord, le confirme. Les données recueillies sur la station du Col de Porte en Isère (1 325 m) pour la période 1961-2014 ont démontré un réchauffement de 1,3°C dans le massif de la Chartreuse et permettent d'évaluer à 1 600-1 700 m ce seuil limite. Ce dernier, pourrait, d'ici 2050, concerner potentiellement la totalité des domaines skiables dans l'Ain et la Drôme, 85 % en Haute-Savoie, 72 % en Isère et 28 % en Savoie. Les stations de haute-montagne qui pouvaient annoncer jusqu'à 290 jours de ski par an, été compris, n'échappent pas à cette évolution et ont dû renforcer leur dispositif d'enneigement artificiel au-dessus de 2 800 m d'altitude, quand elles n'ont pas tout simplement été contraintes d'interrompre le ski d'été comme ce fut le cas en 2019 avec la fermeture du glacier aux Deux-Alpes.

Les stations de basse et moyenne altitude sont évidemment les plus concernées. Elles réalisent 21 % du chiffre d'affaires des stations de ski (période 2016 – 2019). La survie économique de ces stations est en jeu compte tenu du fait que la viabilité économique d'un domaine skiable nécessite une ouverture d'au-moins 100 jours par an.

Les stations françaises n'ont pas suffisamment investi dans leurs stations par rapport à leur concurrentes (300 millions par an contre 500 millions d'euros par an en Autriche). Ce qui explique notamment pourquoi la France est en retard par rapport à l'Autriche, à l'Italie et à la Suisse pour la production de neige artificielle.

Le coût et l'attractivité du ski en question

La baisse de la fréquentation ne s'explique pas exclusivement par le réchauffement climatique. Les stations de ski doivent aussi faire face à un problème d'attractivité. Malgré les efforts des stations pour proposer une offre tarifaire adaptée, la pratique du ski demeure onéreuse et constitue souvent, aujourd'hui encore, un frein pour les familles. Selon une étude du ministère de l'Économie et des Finances sur « Les Français et la montagne l'hiver » (2018), seulement 18 % des Français partent une fois par an au ski, 25 % y vont occasionnellement et 48 % ne partent pas. 57 % des personnes interrogées déclarent ne pas partir à cause du prix trop élevé. Une étude réalisée en 2015 par Domaines skiables de France a évalué à 117 euros le coût moyen d'une journée de ski, avec un écart de 12 % entre les grandes stations et les plus familiales, la première dépense concernant le logement (29 %), bien avant le forfait de remontées mécaniques (14 %). Le forfait en France (coût moyen : 38 euros) est 11 % moins cher que le forfait autrichien et 17 % moins cher que le forfait suisse (Source : Martin Falk, Swiss Journal of Economics and Statistics, 2011), loin derrière le forfait aux États-Unis (84 euros).

L'offre touristique a considérablement augmenté ces dernières années. Les destinations « soleil » en hiver sont devenues compétitives avec le développement des compagnies de transports aériens « low cost ». Le vieillissement du parc immobilier des stations de ski françaises (75 % des lits en résidence secondaire ont été construits avant 1990) est également

un facteur de désaffection de la clientèle.

Le ski comme activité sportive a perdu en attrait, en particulier auprès des Français qui constituent 72 % de la clientèle des stations dans notre pays. La clientèle des stations de ski est une population vieillissante : 40 % des skieurs français ont 50 ans ou plus contre 29 % qui ont entre 35 et 49 ans. De 1995 à 2015, les jeunes âgés de 9 à 25 ans présents sur les pistes sont passés de 20 % à 14 %. Une étude sur les 15-25 ans et l'outdoor réalisée en 2018 (« Demain tous dehors ? », Poprock) montre que 53 % des jeunes Français interrogés ne sont jamais allés au ski, soit parce que c'est trop cher (38 %), soit parce qu'ils n'en ont pas l'occasion (32 %) ou bien encore parce qu'ils n'aiment pas (12 %). Dans son rapport annuel pour 2018, l'expert suisse Laurent Vanat a observé que 86 % des débutants n'ont pas apprécié leur première expérience et ne souhaitent pas revenir aux sports d'hiver. La situation a fortement évolué par rapport aux années 1950 quand la Haute-Savoie expérimentait la première classe de neige à Praz-sur-Arly avant sa généralisation par l'Éducation nationale en 1953. Afin de retrouver l'esprit de ces classes de neige, le département de Haute-Savoie a décidé depuis plusieurs années de multiplier les actions en faveur de la promotion du ski en direction des collégiens.

Les sports d'hiver ne bénéficient plus de la même couverture médiatique que dans les années 60 et 70 où les compétitions étaient retransmises en direct sur les chaînes généralistes. Les grands sponsors nationaux sont moins présents rendant plus difficile l'émergence de nouveaux champions.

Après la polémique suscitée par l'héliportage de neige dans une station pyrénéenne, le gouvernement a décidé de réunir, le 20 février dernier, les représentants de l'Association Nationale des Maires de Stations de Montagne, et ceux de l'Association Nationale des Élus de Montagne et de Domaines Skiabiles de France en s'engageant à élaborer d'ici six mois un programme d'accompagnement pour les stations de montagne. La problématique dépasse la question de la protection

de l'environnement ; elle est avant tout économique et sociale. Parmi les solutions envisageables, une coopération entre les stations est avancée avec la mise en place de « pass » valable sur tous les massifs sur le modèle du « Magic Pass » suisse qui permet de skier en illimité dans plus de 30 stations, un système qui s'inspire des États-Unis. La poursuite de la diversification des activités, avec un accroissement des investissements, est évidemment l'autre voie.

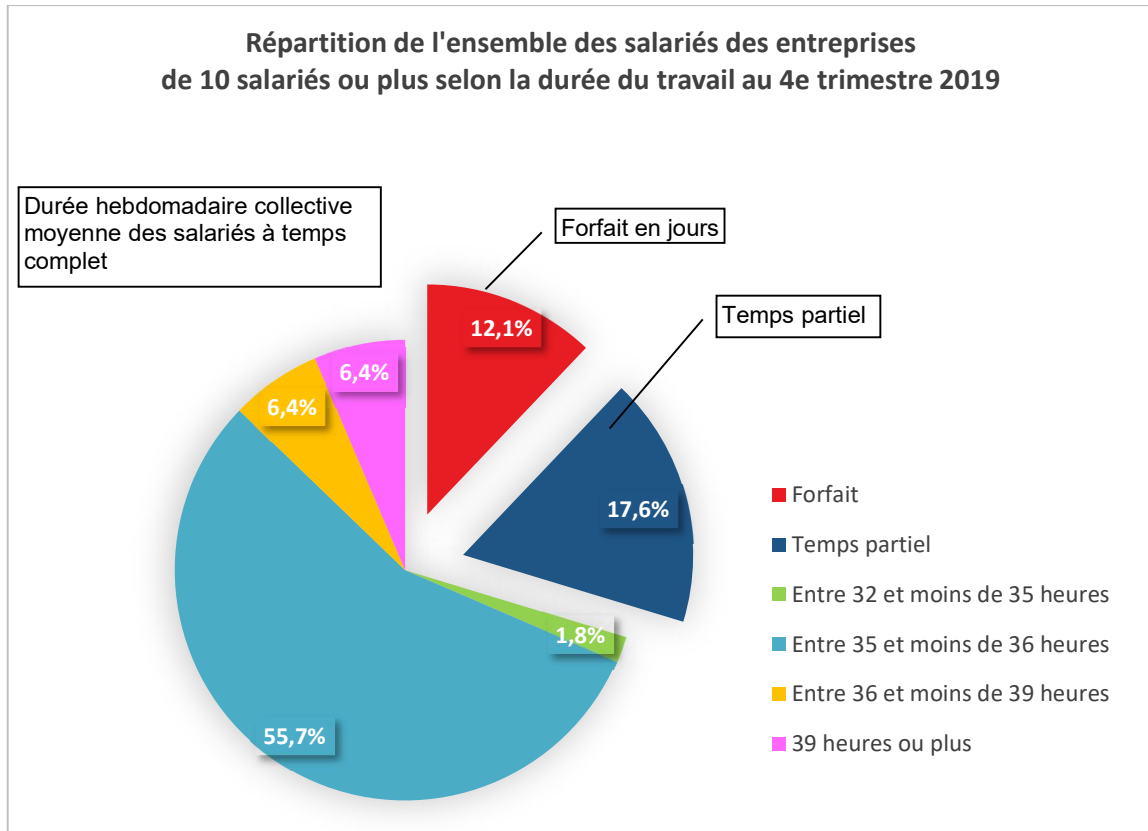


POINTS DE REPÈRE

LA COMPOSITION DE L'EMPLOI EN FRANCE AVANT LA CRISE

Dans les entreprises de 10 salariés ou plus de l'ensemble de l'économie hors agriculture et particuliers employeurs,

17,6 % des salariés travaillent à temps partiel à la fin du mois de décembre 2019.



Source : DARES

Les secteurs où la proportion de salariés à temps partiel est la plus élevée sont les activités privées de l'administration publique, enseignement, santé humaine et action sociale (39,7 %), les autres activités de services (qui comprennent les arts, spectacles, associations, etc. ; 36,0 %) et l'hébergement et la restauration (29,2 %) (tableau 1). Fin décembre 2019, 82,4 % des salariés des secteurs concurrentiels hors agriculture et emplois publics travaillent à temps complet.

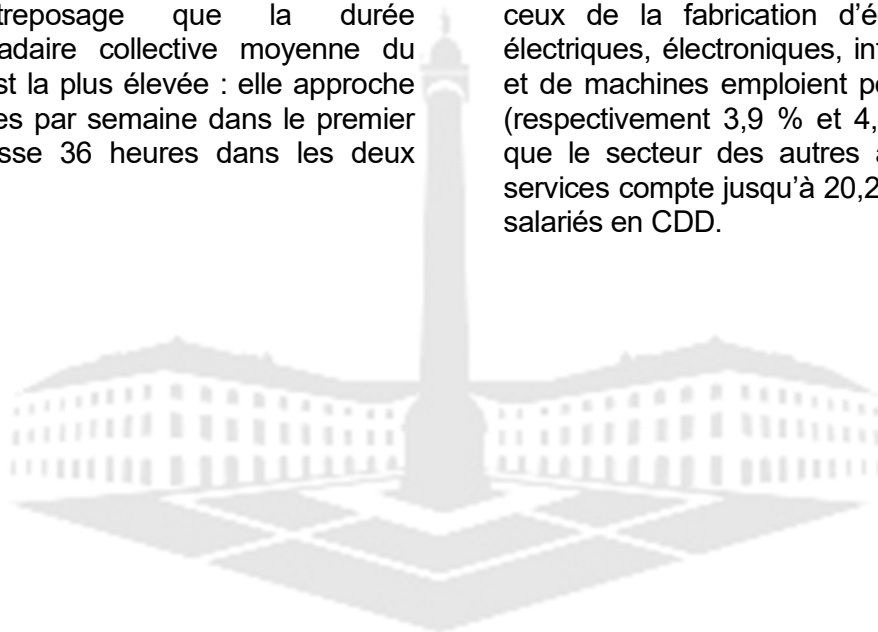
Pour 14,7 % des salariés à temps complet (soit 12,1 % de l'ensemble des salariés), le temps de travail est décompté sous forme d'un forfait en jours. Les secteurs qui recourent le plus au forfait en jours sont ceux des activités financières et d'assurance (35,7 %), ceux de la fabrication de matériels de transports (30,4 %), ceux de la fabrication d'équipements électriques, électroniques, informatiques et de machines (29,5 %) et ceux de l'information et de la communication (28,6 %). Hors salariés

sous le régime du forfait en jours, la durée hebdomadaire collective moyenne du travail des salariés à temps complet s'établit à 35,7 heures au 4^e trimestre 2019. Au 31 décembre 2019, 81,9 % des salariés à temps complet des entreprises de 10 salariés ou plus (hors forfait en jours) ont une durée de travail hebdomadaire de moins de 36 heures et 9,0 % des salariés ont une durée de travail de 39 heures ou plus.

C'est dans le secteur de l'hébergement et de la restauration, dans celui de la construction et dans celui des transports et entreposage que la durée hebdomadaire collective moyenne du travail est la plus élevée : elle approche 37 heures par semaine dans le premier et dépasse 36 heures dans les deux autres.

Près de 9 % des salariés en CDD

Au 4^e trimestre de l'année 2019, la proportion des salariés titulaires d'un contrat à durée déterminée (CDD) est en baisse et s'établit à 8,8 %. Cette proportion varie avec la taille de l'entreprise : 10,4 % des salariés des entreprises de 50 à 99 salariés sont titulaires de ce type de contrat, contre 7,8 % de ceux des entreprises de 500 salariés ou plus. Le recours aux contrats à durée déterminée varie également selon les secteurs d'activité. Ceux de la fabrication de matériel de transport et ceux de la fabrication d'équipements électriques, électroniques, informatiques et de machines emploient peu de CDD (respectivement 3,9 % et 4,3 %), alors que le secteur des autres activités de services compte jusqu'à 20,2 % de leurs salariés en CDD.



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	11 905
PIB par tête en 2019 <i>En euros</i>	36 060	41 350	29 610	26 420	34 770
Croissance du PIB <i>En % - 2019</i>	1,3	0,6	0,3	2,0	1,2
Inflation <i>En % - mars. 2020</i>	0,7	1,3	0,1	0,2	1,2
Taux de chômage <i>En % - fév. 2020</i>	8,1	3,2	9,8	13,6	7,3
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2018</i>	56,2	43,8	48,1	41,1	46,7
Solde public <i>En % du PIB 2018</i>	-2,5	+1,7	-2,1	-2,5	-0,5
Dette publique <i>En % du PIB 2018</i>	98,4	60,9	132,2	97,1	87,2
Balance des paiements courants <i>En % du PIB - Déc. 2018</i>	-0,7	7,6	2,7	0,9	3,1
Échanges de biens <i>En % du PIB - 2019</i>	-3,01	6,63	2,96	-2,75	1,8
Parts de marché à l'exportation <i>En % 2018</i>	3,0	8,2	2,8	1,8	26,0
Variation depuis 1999 en %	-48,9	-19,3	-37,4	-13,3	-24,6

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS
CAC au 31 décembre 2019	5 978,06
CAC au 31 mars 2020	4 396,12
Évolution en mars	-17,21 %
Évolution sur 12 mois	-17,84 %
DAXX au 31 décembre 2019	13 249,01
Daxx au 31 mars 2020	9 935,84
Évolution en mars	-16,44 %
Évolution sur 12 mois	-13,80 %
Footsie au 31 décembre 2019	7 542,44
Footsie au 31 mars 2020	5 663,82
Évolution en mars	-13,93 %
Évolution sur 12 mois	-22,19 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2019	3 745,15
Euros Stoxx au 31 mars 2020	2 786,90
Évolution en mars	-16,30 %
Évolution sur 12 mois	-16,85 %
Dow Jones au 31 décembre 2019	28 538,44
Dow Jones au 31 mars 2020	21 917,16
Évolution en mars	-13,74 %
Évolution sur 12 mois	-15,47 %
Nasdaq au 31 décembre 2019	8 972,60
Nasdaq au 31 mars 2020	7 700,10
Évolution en mars	-10,12 %
Évolution sur 12 mois	-0,38 %
Nikkei au 31 décembre 2019	23 656,62
Nikkei au 31 mars 2020	18 917,01
Évolution en mars	-10,53 %
Évolution sur 12 mois	-10,79 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2019	3 050,12
Shanghai Composite au 31 mars 2020	2 750,30
Évolution en mars	-7,43 %
Évolution sur 12 mois	-13,25 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2019	1,1224
Parité au 31 mars 2020	1,1015
Évolution en mars	-0,14 %
Évolution sur 12 mois	-1,78 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2019	1 520,662
Once d'or au 31 mars 2020	1 610,500
Évolution en mars	+1,48 %
Évolution sur 12 mois	+24,46 %

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