

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>La Russie, terre d'avenir</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>Une année à trois fois onze</i>	3
HORIZON EXTERIEUR	5
<i>L'économie russe plie mais ne rompt pas</i>	5
HORIZON FINANCE	7
<i>Faut-il éradiquer l'épargnant ?</i>	7
TOUR D'HORIZON	9
<i>Accélération ou rupture au temps de la coronavirus ?</i>	9
POINTS DE REPÈRE	15
<i>L'épargne retraite en France, des marges de croissance</i>	15
<i>Avec les vacances Les Français optent pour un optimisme modéré</i>	16
LES STATISTIQUES DE TVI	18

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LA RUSSIE, TERRE D'AVENIR



La Russie, premier pays du monde en superficie de la planète, doté d'un grand nombre de matières premières indispensables pour les économies modernes et disposant de la plus importante réserve d'eau douce de la planète, est tout à la fois sous-estimée et mal appréhendée par les observateurs étrangers. La Russie par son passé millénaire a toujours été un acteur majeur du continent européen. Elle a été partie prenante des alliances et du concert des nations. La crainte russe a toujours été l'encercllement. À ce titre, la question ukrainienne doit être analysée avec cet angle de vue pour être comprise par les observateurs ;

La culture russe a toujours résonné en Europe avec des liens étroits notamment avec la culture française. La Russie a accueilli des philosophes français dits des Lumières comme Voltaire ou Diderot. De nombreux romanciers russes ou d'origine russe ont été célébrés en France comme le romancier Yvan Tourgueniev, le prix Nobel de littérature de 1933 Yvan Bounine ou encore l'écrivain Henry Troyat. Il faut également mentionner Diaghilev qui anima un vaste mouvement culturel russe à Paris de 1903 à 1909. Les musiciens Rimski-Korsakov, Rachmaninov et Glazounov se sont fait connaître au théâtre des

Champs Élysées. Le Français a été la langue officielle de la Cour des Tsars. Par ailleurs, au début du XXe siècle, de nombreux révolutionnaires russes fréquentaient également Paris comme Lénine ou Trotski. Ces liens ont su traverser les temps et les régimes politiques – nombreux – en deux cents ans.

Aujourd'hui, par incompréhension, ils se délitent. La volonté de certains de juger la Russie sans prendre en compte son histoire et ses spécificités provoque des tensions bien inutiles qui ne servent ni les intérêts de l'Union européenne, ni ceux de la Russie. Ces dernières fragilisent le Vieux continent en créant une division artificielle.

L'Union européenne, face à une Chine conquérante et à des États-Unis en voie de repli, a tout à gagner à jouer la carte de l'unité et de la complémentarité avec la Russie. Les arguments pour justifier le refus de normaliser des relations avec la Russie peuvent apparaître assez fallacieux quand ils ne sont pas mis en avant dans le cadre de relations politiques commerciales concernant d'autres partenaires. La mise à plat des sujets conflictuels entre l'Union européenne et la Russie serait de bon augure pour entrer dans le monde d'après !

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

UNE ANNEE A TROIS FOIS ONZE

En 2020, la France pourrait connaître une année marquée par le chiffre 11. Plus de 11 % de déficit public, 11 % pour la contraction de son PIB et 11 % pour le taux de chômage. Pour certains, la facture pourrait être encore plus élevée. Le PIB pourrait en effet reculer jusqu'à 14 points. Tachons néanmoins de rester un minimum optimiste...

En 2020, le régime général de la sécurité social et le Fonds de solidarité vieillesse devraient enregistrer un déficit de 52,2 milliards d'euros en 2020, soit une augmentation de 46,7 milliards par rapport à la prévision du mois de novembre dernier et de 11 milliards par rapport à celle d'avril.

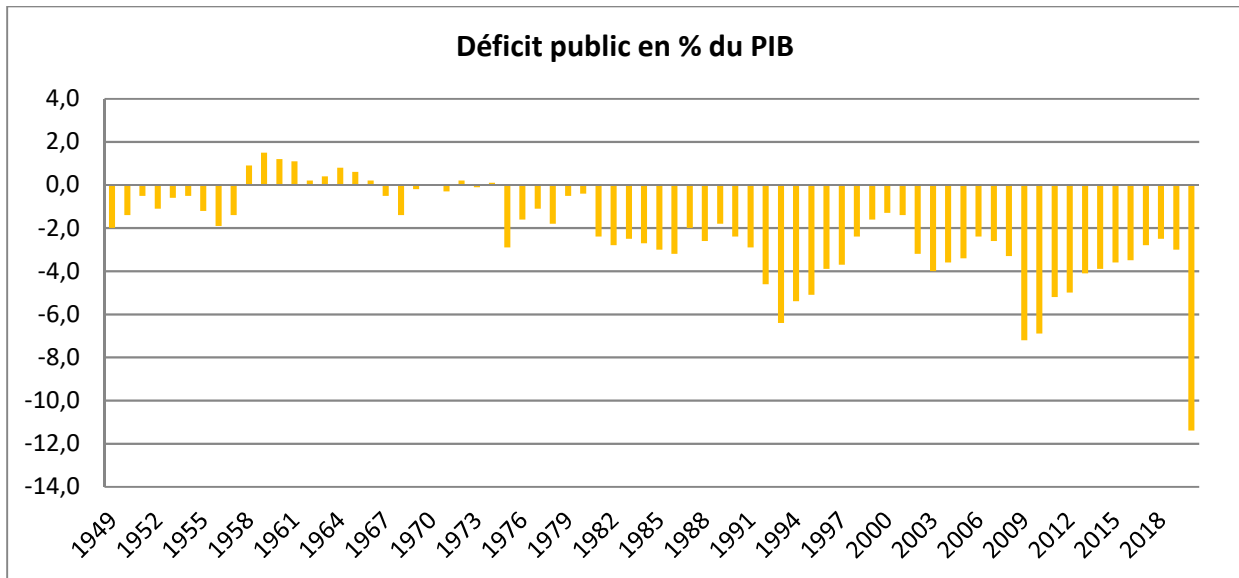
Hors éléments exceptionnels, c'est-à-dire sans les effets de la crise sanitaire, « l'exécution des comptes est à 1,9 milliards de déficit, contre 5,4 milliards prévus » en loi de financement initiale. Le Ministre de l'Action et des Comptes Publics a indiqué le 2 juin dernier qu'il n'y aurait pas de nouveau projet de loi de financement de la Sécurité sociale rectificatif avant l'automne. Il estime qu'il convient de laisser la situation économique se stabiliser avant de réévaluer les dépenses et les recettes. Par ailleurs, il a déclaré que les comptes sociaux pourraient revenir à l'équilibre entre 2024 et 2025 sans que cela ne soit pour autant un objectif affiché.

La dégradation de la situation financière de la Sécurité sociale s'explique par la contraction des recettes à la fois liée aux arrêts de travail, aux licenciements, au

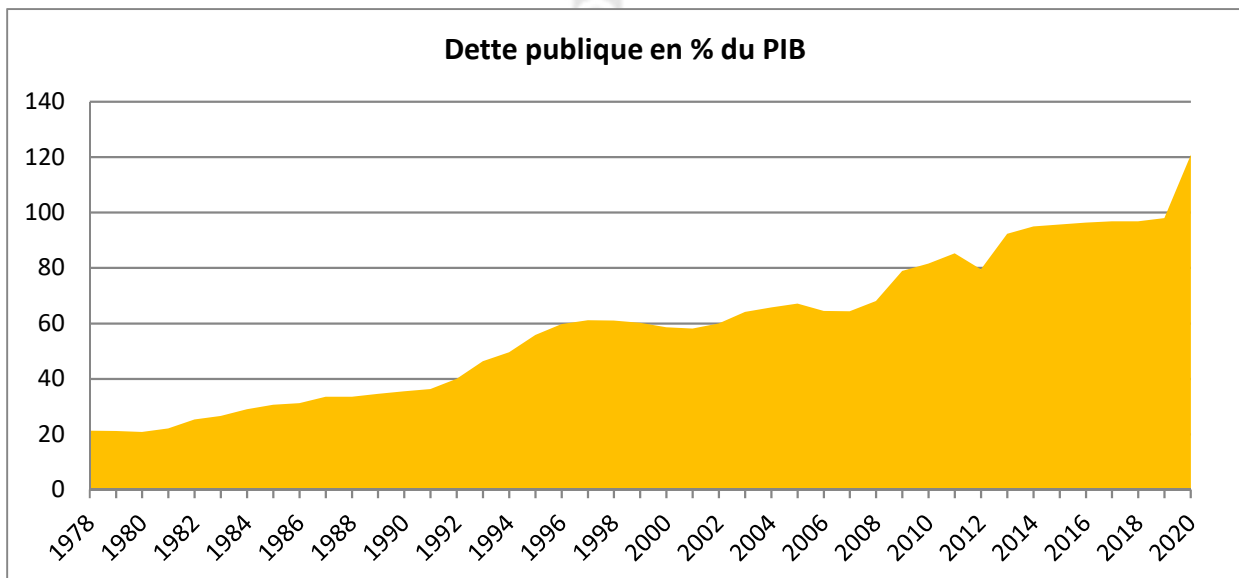
chômage partiel, au gel des embauches et aux reports et annulations de charges sociales. La masse salariale devrait connaître une baisse historique en 2020 de 9,7 %, soit 2 points de plus que prévu fin avril. Logiquement, la Sécurité sociale devrait bénéficier d'une compensation des annulations de charges sociales à hauteur de 3,5 milliards d'euros (restauration, tourisme, etc.). Le coût de ces exonérations sera pris en charge par le budget de l'État. Pour les reports, le Ministère des Comptes publics a pris en compte une provision de 5 milliards d'euros en prévision de l'étalement (autorisé sur 36 mois) du paiement des cotisations reportées de l'ensemble des entreprises. Le risque de non-recouvrement existe en raison des faillites d'entreprise à attendre dans les prochains mois.

Pour les dépenses, les crédits d'assurance-maladie (Ondam) augmenteraient de 8 milliards, soit une progression de 6,5 % au lieu de 2,45 % attendus initialement. Ce surcroît de dépenses est lié à l'achat de masques et autres fournitures urgentes. En revanche, les revalorisations salariales des personnels soignants en cours de négociation dans le cadre du « Ségur de la santé » ne sont pas incluses dans cette estimation.

L'État devrait enregistrer le déficit le plus élevé depuis 1945 en atteignant 220 milliards d'euros, la dette publique se rapprochant de 120 % fin 2020, contre 98 % fin 2019.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



Cercle de l'Épargne – données Ministère des Comptes Publics

HORIZON EXTERIEUR

L'ÉCONOMIE RUSSE PLIE MAIS NE ROMPT PAS

La Russie a célébré, avec un peu de retard, mais avec faste, le 75^e anniversaire de la fin de la Seconde Guerre mondiale. Comme le reste de l'Europe, le pays est confronté à la crise de la Coronavirus. Il est le troisième pays avec le plus de contaminations signalées dans le monde, derrière le Brésil et les États-Unis mais avec un nombre de décès faible. Plus de 630 000 cas ont été comptabilisés au 30 juin 2020 avec plus de 9 000 décès. Moscou est la ville la plus touchée de Russie avec plus de la moitié des morts. Les autorités expliquent le nombre élevé de cas par une politique systématique de test, plus de 12 millions tests ont été procédés depuis le début de l'épidémie. Depuis le 11 mai, comme en France, les autorités ont encouragé à la reprise des activités économiques.

Depuis le milieu du mois de mars, l'économie russe a dû non seulement faire face à la crise générée par la Covid-19 mais aussi aux conséquences financières de la baisse des cours du pétrole. La baisse des prix du pétrole a été de 37,5 % sur les quatre premiers mois de 2020 par rapport à la même période en 2019. La mise en place de l'accord OPEP+ d'avril dernier prévoyant une réduction de la production de 20 % pèsera sur les investissements des entreprises. Les recettes tirées du pétrole pourraient baisser de plus de 20 % sur l'ensemble de l'année.

Le PIB de la Russie pourrait baisser de 5 % en 2020 et le solde budgétaire qui était jusqu'à maintenant positif pour devrait atteindre -5 % du PIB. La demande intérieure pourrait se contracter de plus de 5 % en 2020, contre une hausse de 2,8 % en 2019 sous l'effet

d'une baisse de la consommation des ménages et des investissements privés. La contraction des exportations, induite par la baisse des échanges commerciaux mondiaux et la diminution de la production de pétrole ne seraient pas compensées par la baisse des importations induite par la contraction de la demande intérieure. L'inflation devrait se situer autour de 4 % cette année. Pour 2021, le rebond serait mesuré, +3,5 % du PIB selon le FMI.

La réorientation de l'économie russe

Comme les gouvernements occidentaux, les autorités russes entendent utiliser la crise pour accélérer la réorientation de l'économie avec, à la clef, une diminution du secteur pétrolier.

Pour soutenir l'activité, le gouvernement et la banque centrale de Russie ont pris depuis le mois de mars des mesures portant sur 2 points de PIB. Les autorités russes souhaitent profiter de la crise actuelle pour réduire la dépendance du pays au pétrole et au gaz. Le plan présenté par les autorités comporte un volet en faveur des PME et des investissements notamment dans les infrastructures via des partenariats public-privé. Les PME pourront retarder de six mois le paiement des charges sociales et patronales, des loyers, et des remboursements de crédit. Elles bénéficieront d'une baisse du taux des cotisations sociales, de 15 % à 30 %, et accéderont à des prêts à des taux préférentiels pour assurer le paiement des salaires de leurs employés.

Les versements des dividendes seront également retardés pour une durée de

six mois. Les entrepreneurs individuels pourront reporter le remboursement de leur dette à la fin de l'année. Les salariés au chômage et ceux qui ont été malades recevront le salaire minimum jusqu'à la fin de l'année. Ils pourront différer le paiement de leurs prêts (hypothécaires ou non).

Les autorités souhaitent également réduire les importations. L'accent est mis sur le tourisme intérieur et sur l'innovation technologique. Le financement du plan n'a pas été encore mentionné. Un débat s'est ouvert sur l'utilisation des ressources du Fonds souverain doté d'au moins 130 milliards d'euros. Le Gouvernement a, par ailleurs, retardé les paiements des taxes (hormis la TVA) de six mois pour les secteurs les plus vulnérables : transport, culture, loisirs, tourisme, commerce de gros et de détail. La banque centrale devrait abaisser à 5 % son taux directeur, le taux le plus bas depuis la chute de l'URSS.

Avant crise, des fondamentaux macroéconomiques solides

Depuis la crise de 2014-15, l'économie russe s'est consolidée. La dépendance des finances publiques aux revenus du pétrole s'est réduite, les réserves de change ont presque retrouvé leur niveau d'avant la crise et le secteur bancaire bien que toujours fragile s'est renforcé. Le taux de pauvreté est identique à celui de la France (13,5 %).

Le solde des administrations publiques (États, régimes sociaux et collectivités locales) est de 1,9 %. Les revenus issus du pétrole et du gaz ne représentaient que 39 % des revenus totaux en 2019 contre plus de 50 % en 2013. Le déficit hors pétrole et gaz s'est élevé à seulement 5,4 % du PIB alors qu'il s'établissait à 9,4 % du PIB en 2013. Cette réduction est liée à l'augmentation de la TVA.

La dette publique russe est faible ; elle s'élevait en 2019 à 14,7 % du PIB. Le paiement des intérêts ne représentait que 2,1 % des revenus du Gouvernement. Fin 2019, la dette était encore détenue à près de 67 % par les résidents, bien que la part détenue par les investisseurs étrangers ait augmenté de 10 points de pourcentage en 2019, ce qui reflète de la bonne résistance de l'économie russe aux sanctions internationales et des rendements avantageux. Par ailleurs, la part de la dette du Gouvernement libellée en devises ne constituait que 21,5 % de la dette russe. Les besoins de financement en dollars du Gouvernement sont très largement couverts par le fonds souverain (National Wealth Fund) dont la valeur a atteint 168 milliards de dollars à la fin du mois d'avril 2020. L'objectif du Gouvernement est d'utiliser le fonds, à la fois pour faire face à un éventuel choc négatif sur les prix internationaux du pétrole et, pour financer les dépenses structurelles de l'économie dès que le fonds dépasse 7 % du PIB. Le fonds est mis à contribution pour financer les dépenses sociales liées à la crise sanitaire.

Malgré la baisse du cours du pétrole, la Russie arrive à dégager un excédent commercial. Si les sanctions commerciales instituées après l'affaire de Crimée entravent les échanges avec l'Ouest, le pays a réussi à développer ses relations avec les pays émergents, la Chine, l'Inde mais aussi les pays d'Amérique latine.

La Russie est toujours confrontée à un réel besoin de modernisation de ses infrastructures et de diversification de son économie. Elle attend des avancées sur la question des sanctions mais pour le moment le dossier avance à vitesse d'escargot.

HORIZON FINANCE

FAUT-IL ERADIQUER L'ÉPARGNANT ?

La crise de la Covid-19 s'accompagne d'une progression de l'endettement public au sein de la zone euro et pose la question de son remboursement. Celui-ci passe traditionnellement par une hausse des impôts et une baisse des dépenses publiques. La gestion de la dette peut être facilitée par une augmentation des prix et de la croissance.

L'impossible rigueur budgétaire ?

L'opinion et de nombreux dirigeants publics récusent le principe d'une politique budgétaire restrictive. L'expérience menée entre 2009 et 2015 est encore fraîche et a laissé de mauvais souvenirs au sein de nombreux pays. La dette publique devrait augmenter de 20 points de PIB au sein de la zone euro de 2019 à 2021, passant de 85 à 115 %. Le déficit public qui était de 0,5 % au sein de la zone euro pourrait dépasser 7 % de PIB cette année avant de revenir, en 2021, à 6 %.

La pression fiscale moyenne est de 40 % du PIB au sein de la zone euro. Elle est relativement stable depuis quatre ans en restant à un niveau élevé. La France est le pays qui enregistre le taux de prélèvements obligatoire le plus élevé, avec plus de 44 % du PIB en 2019. Les dépenses publiques s'élèvent en moyenne à 47 % du PIB au sein de la zone euro. Elles sont orientées à la baisse depuis 2010 où elles avaient atteint 50 % du PIB. En Europe, la France détient le record des dépenses publiques avec un taux de 56 % du PIB. Avec la crise, le poids des dépenses publiques au sein du PIB ne peut que s'accroître en raison de la concentration contraction de ce dernier et de leur

augmentation. En France, ce ratio devrait atteindre 60 % du PIB.

La monétisation, une facilité pas sans limite

La solution à l'endettement massif sera une monétisation acceptée et permanente d'une partie de la dette publique. Pour la zone euro, la BCE maintiendrait un volume important d'achats de titres publics en les conservant sur son bilan. Ce processus qui s'est amorcé avec la crise de 2008 s'est accru en 2015. La base monétaire de la BCE est ainsi passée de 500 milliards d'euros en 2002 à 1 200 milliards d'euros en 2009. Elle a dépassé 3 000 milliards d'euros en 2017. Si une stabilisation a été constatée entre 2017 et 2019, elle devrait s'élever à plus de 4 500 milliards d'euros en 2020. Si ces dettes sont conservées dans son bilan et si la taille de ce dernier n'est pas réduite, cela revient de facto à une annulation par monétisation des dettes publiques achetées.

La voie conditionnée de la mutualisation des dettes

La BCE pourrait être amenée à ne plus racheter des titres voire à diminuer son bilan si les plans de relance généraient une inflation supérieure à 2 %. L'arrêt des rachats pourrait être provoqué par l'hostilité de certains États membres. Dans ce cas, la mutualisation des émissions de dette à travers le budget européen pourrait se substituer aux rachats. Cette dette de l'Union est censée avoir une maturité très longue et des taux d'intérêt très bas. Il en résultera

une charge annuelle de remboursement très faible.

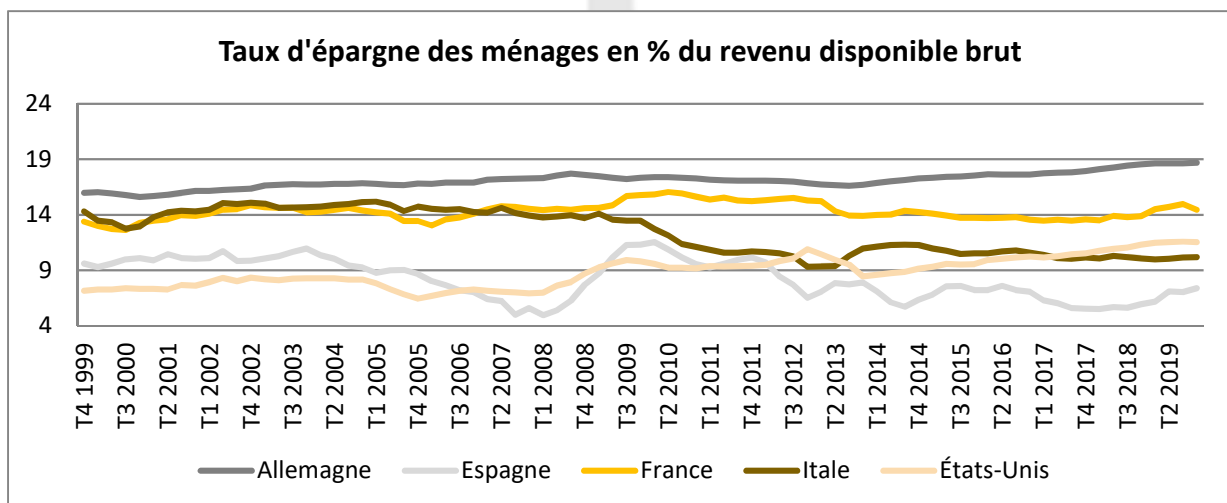
La mutualisation de la dette est pour le moment un projet qui rencontre déjà l'hostilité des États d'Europe du Nord. L'accès au financement sera conditionné et ne sera pas sans limite.

Le recours à l'épargne nationale

En cas de blocage au niveau européen au sujet de la dette qui serait portée par l'Union et en cas de réduction des rachats, les émissions d'obligations relèveraient alors de chaque État. La soutenabilité de cette dette nationale sera alors conditionnée au taux de croissance, aux marges fiscales et à la rentabilité projetée des investissements qu'elle aura permis de financer. Si cette dernière est supérieure au taux d'intérêt, la dette est supportable. Compte tenu

des taux d'intérêts actuels, l'Allemagne, la France et certainement l'Espagne n'ont, pour le moment, pas de réels problèmes pour s'endetter. En revanche, la situation est plus délicate pour l'Italie et la Grèce pour lesquelles le marché exige des taux plus élevés.

Le recours à l'endettement est facilité pour un grand nombre de pays en raison du fort taux d'épargne. Depuis une dizaine d'années, celui-ci augmente au sein de l'UE sauf en Italie. Cet accroissement de l'épargne est lié au vieillissement de la population et à la succession de crises. La multiplication des crises incite les ménages à disposer d'un volant d'épargne de précaution plus important. La montée des formes atypiques d'emploi, CDD, intérim, contribue à la hausse de l'épargne. Pour faire face à d'éventuelle diminution de revenus, les ménages épargnent plus.



Sources Eurostat – OCDE

Tous Japonais !

Les pays européens ainsi que les États-Unis pourraient suivre le Japon où la dette publique dépasse 245 % du PIB. Cette dette est soutenable en raison des faibles taux d'intérêt pratiqués par la Banque centrale et par

le poids de l'épargne des ménages. Près de 90 % de la dette publique est acquise par des agents japonais, entreprises, ménages et administrations publiques. Ce scénario se dessine également pour les autres pays de l'OCDE.

TOUR D'HORIZON

ACCELERATION OU RUPTURE AU TEMPS DE LA CORONAVIRUS ?

Les épidémies jalonnent l'histoire de l'Humanité. Avec les guerres et les révolutions, elles sont responsables d'importants changements de trajectoire dans la vie des États. L'épidémie de la Covid-19 n'est pas la plus grave qu'est connue la planète mais elle touche des sociétés complexes, interdépendantes qui depuis plusieurs années doivent faire face à un ralentissement économique de nature structurelle. Elle intervient aussi au moment où nous entrons dans deux mutations de grande ampleur, le vieillissement démographique et la contrainte écologique. L'épidémie de la Covid-19 par son caractère disruptif peut-elle conduire les autorités, les peuples à renverser les tables et à s'affranchir de certaines règles devenues contraignantes ?

Les épidémies, des moments clefs de l'histoire de l'humanité

Les premières épidémies qui ont été relatées datent de plus de 5 000 ans avant Jésus Christ. En Mésopotamie, en Inde ou en Chine, des textes mentionnent l'existence de maladies ayant décimé une part importante de la population. Ces épidémies sont liées à la sédentarisation de l'Homme, de la constitution de villages et aux échanges. La première pandémie recensée est la lèpre dans le Rajasthan (en Inde), 4 000 ans avant notre ère. Les animaux sont à l'origine de nombreuses épidémies, favorisées, par ailleurs, par le manque d'hygiène. Les textes sacrés que ce soit la Torah ou la Bible mentionnent à plusieurs reprises le fléau des épidémies assimilées à des sanctions divines. Le confinement et la mise en quarantaine sont clairement

indiqués dans la Bible. Selon la Loi juive, l'épidémie pousse les hommes à sortir de leur zone de confort. Elle est synonyme de culpabilité, de rédemption et d'espérance.

Les épidémies en modifiant de nombreux repères sont des accélérateurs de tendance. Le typhus qui frappe Athènes en -430 met un terme à la domination de cette ville sur la Grèce antique. La fin de l'Empire Romain intervient après la survenue en 166 après Jésus Christ d'une épidémie de peste antonine (dans les faits certainement la variole). Les responsables publics sont jugés incompetents tout comme les dieux romains précipitant la montée en puissance du christianisme. En 251, une épidémie de peste dite de Cyprien entraîne de nombreux exodes et provoque la ruine de très nombreuses villes en Italie et en Grèce. En 444, les armées romaines, frappées par une autre épidémie, doivent battre retraite dans tout l'Empire facilitant sa chute finale. En 541, la pandémie de peste bubonique commence en Chine pour se répandre en Égypte avant d'atteindre Constantinople. Les boutiques ferment, le travail s'arrête obligeant l'Empereur Justinien à puiser dans son Trésor afin de distribuer de l'argent à la population. 100 millions de personnes auraient péri de cette peste qui provoqua le déclin de l'Empire Romain d'Orient. En 664, la peste jaune frappe les îles britanniques en provoquant une déliquescence des pouvoirs publics et la misère. Au XI^e siècle, la lèpre revient en Europe avec les soldats de retour des Croisades. Face au problème de santé publique, les États naissants s'organisent et mettent en place des léproseries. L'isolement des

malades devient obligatoire. Les hôpitaux sont alors construits sur le modèle des prisons. Au cours du XIII^e siècle, l'Europe compte en moyenne 600 000 lépreux pour 80 millions d'habitants. Les épidémies font alors partie de la vie quotidienne des Européens. Au XIV^e siècle, une trêve épidémiologique survient permettant un redémarrage de l'économie. Le vieux monde féodal est exsangue. Le nouveau cœur de l'Europe se déplace alors à Gênes et à Florence. Le front épidémique se déplace alors aux Amériques avec leur colonisation. La diminution de la population amérindienne aurait atteint 90 % en un siècle.

Au XVII^e siècle, une nouvelle épidémie de peste frappe Londres et atteint assez rapidement l'Europe continentale. Colbert décide alors de fermer Paris et de maintenir un blocus, ce qui permettra à la capitale d'échapper à la maladie. En 1720 quand Marseille est victime de la peste, le Roi décide de placer en quarantaine toute la Provence. Les épidémies sont alors une affaire de police. La notion de sécurité publique prend toute sa signification. Il faut avoir la capacité d'isoler et de surveiller les populations dangereuses. En 1832, face à l'arrivée du choléra en Europe, les gouvernements décident de recourir à la police et à l'armée afin que les populations respectent les mises en quarantaine. Plus de 100 000 personnes perdent, en quelques semaines, la vie en France. À côté des pouvoirs de police, les gouvernements décident alors de mettre en avant des règles d'hygiène. L'assainissement, l'élargissement des rues, leur nettoyage, le ramassage des ordures s'imposent progressivement en France comme dans le reste de l'Europe.

En 1899, la première épidémie de grippe était passée relativement inaperçue en France. Son retour, en 1918, est sous-estimé en raison du conflit armé et de la

méconnaissance des pouvoirs publics. Les autorités parlent alors de simples rhumes. Aux États-Unis, si plusieurs villes avaient mis en place des confinements, elles les ont rapidement abandonnés provoquant alors une seconde vague qui tua de très nombreux habitants. Cette pandémie fit entre 20 et 50 millions de morts. Sa diffusion et son ampleur furent accentuées par les désordres et la pauvreté générés par la Grande Guerre. La promiscuité des soldats dans les tranchées entraîna une multiplication des contaminations. Au total, 3 à 6 % de la planète est décimé par la grippe espagnole.

Avec les progrès de la médecine, les épidémies s'estompent au cours du XX^e siècle du moins au sien des pays avancés. L'essor de la vaccination, la diffusion des antibiotiques et des règles d'hygiène ainsi que l'amélioration des conditions de vie permettent une éradication de certaines maladies ou leur traitement. Cette relative tranquillité épidémiologique explique l'effet de stupeur que provoqua, au mois de mars, l'arrivée du Covid-19 dans les pays d'Europe et d'Amérique du Nord. Le choc fut d'autant plus important que d'un coup l'infaillibilité des systèmes de santé occidentaux était mis en cause tout comme l'idée que la science, le progrès avait eu raison des maladies épidémiques. Sa survenue intervient dans une période de doutes, doutes sur le rôle et la place de l'Occident tant sur le plan économique que sur celui de ses valeurs. Le progrès technique fait l'objet d'un débat qui concerne même la vaccination.

Une situation économique avant crise plus que délicate

La situation économique qui prévalait avant la crise sanitaire était, pour les pays occidentaux, problématique. Après

la crise de 2008, la croissance demeurait faible. Dans certains pays dont la France et l'Italie, les stigmates de cette crise n'avaient pas disparu en particulier en ce qui concerne les finances publiques et l'emploi. Les gains de productivité devenaient de plus en plus faibles au sein de l'OCDE mais aussi au sein des pays émergents. Par ailleurs, depuis la fin de l'année 2018, la croissance s'étiolait au point qu'une récession apparaissait inévitable en 2020. Cette atonie économique était encore plus mal vécue en Occident, en raison de la concurrence croissante des pays émergents. Le sentiment dominant était que le rééquilibrage de l'économie mondiale s'effectuait au détriment des pays avancés. Le poids des pays avancés est passé au sein du PIB mondial de plus de 75 % en 1975 à moins de 50 % en 2020.

Ce déclin relatif de l'Occident s'accompagne d'une montée des inégalités réelles ou ressenties provoquant une progression du mécontentement. La crise des « gilets jaunes » en fut, en France en 2018, une des expressions. La hausse du prix des logements augmentant le poids des dépenses pré-engagées contribue fortement au mécontentement de l'opinion. La diminution des emplois industriels qui étaient source d'ascension sociale, l'essor des activités de service à faible valeur ajoutée, des CDD ou de l'intérim génèrent d'importantes frustrations. En raison de la concurrence de plus en plus vive et de la progression des dépenses sociales qui pèsent sur la compétitivité, les politiques d'austérité salariale sont devenues la règle. Par ailleurs, le discours politique est depuis une dizaine d'années souvent anxiogène car même si cela n'est pas suivi d'effet, il met en avant la rigueur budgétaire. La réforme est devenue un mot honni car synonyme de perte de situations jugées

acquises. Avec le vieillissement de la population, la demande de services à dominante sociale ne peut que poursuivre sa progression. Les besoins des populations occidentales supposent une croissance se situant au minimum entre 2 et 3 %. Depuis une dizaine d'années, celle-ci ne dépasse guère 1 % en moyenne en Europe. Cette dégradation de la croissance est la conséquence d'une érosion des gains de productivité qui atteignent péniblement 0,5 % depuis la crise financière quand ils s'élevaient à 2 % au tournant du siècle dernier. Cette faiblesse des gains de productivité est imputable à une moindre diffusion du progrès technique et la tertiarisation des économies. Les faibles taux d'intérêt concourent également à la faible croissance en facilitant le maintien d'activités peu rentables.

L'endettement pour masquer la baisse de la croissance

Pour compenser la baisse de la croissance et ses effets au niveau des rémunérations, les États n'ont eu comme solution que d'augmenter leur endettement. Certains pays comme l'Allemagne ou le Japon ont pu également compter sur leurs excédents extérieurs. Ces derniers n'ont pas empêché le Japon de connaître une progression très importante de sa dette publique qui dépasse 250 % du PIB. La situation économique des États-Unis diffère un peu de celle de l'Europe. Leur taux de croissance y est, depuis une vingtaine d'années, supérieur ce qui n'était pas le cas des années 1960 aux années 1990. Ils bénéficient de l'apport de l'informatique et de l'ensemble du secteur du digital. Par ailleurs, ils peuvent s'appuyer sur le dollar qui reste la première monnaie d'échange et de réserve au niveau mondial.

La relance indispensable de l'investissement

L'achat de la croissance à crédit a permis avant tout de financer des dépenses de fonctionnement. Dans la très grande majorité des États occidentaux, les dépenses publiques d'investissement sont, en effet, en recul avec comme conséquences une dégradation des infrastructures (Italie avec la chute du pont à Gênes, hôpitaux et équipements ferroviaires en France, routes aux États-Unis ou en Allemagne, etc.). En parallèle avec cet amoindrissement de la croissance, les Occidentaux sont confrontés à une bureaucratisation et une juridicisation de la société. Pour construire les lignes de métro du Grand Paris, une génération sera nécessaire quand l'objectif était de rattraper quarante ans de retard. Il n'a fallu qu'une dizaine d'années au tournant du XIX^e siècle pour bâtir l'actuel réseau parisien.

Dans ce moment unique où « le quoi qu'il en coûte » est de mise, les pays gagnants ne sont-ils pas ceux qui auront su profiter de ce déversement monétaire pour réaliser toutes les modernisations reportées d'année en année ? Cela suppose évidemment de privilégier l'investissement au fonctionnement. Cela suppose également que les projets ne s'ensablent pas, qu'ils ne soient pas vaincus par les oppositions de toute nature. La judiciarisation de la vie publique ainsi que l'effritement de l'esprit consensuel ne facilitent pas la mutation rapides sociétés démocratiques.

Mettre un terme à la crise du logement

La crise récurrente du logement est devenue une caractéristique de notre époque. La montée des prix de l'immobilier s'accompagne d'une baisse du nombre des constructions. Dans un pays comme la France dont la population

continue à s'accroître, le déficit de logements se chiffre entre 500 000 et 800 000. En raison de la raréfaction du foncier, de la réglementation, de l'opposition de l'opinion devant la construction de nouveaux logements (tours, immeubles et lotissement), le système est devenu malthusien avec comme conséquence un coût croissant du logement dans le budget des familles. S'il y a un domaine où il faudrait renverser la table, c'est bien celui du logement !

La transition énergétique, un défi coûteux à financer de manière masquée

La transition énergétique coûtera chère car compte tenu de l'état de la technologie, les énergies renouvelables dont la production est aléatoire ne peuvent pas être stockées. Elles supposent donc la réalisation d'investissements redondants pour garantir à tout moment la production électrique nécessaire. À côté des éoliennes et des centrales solaires, des centrales classiques doivent être disponibles pour pallier le manque de vent ou de soleil. Par ailleurs, la transition énergétique risque de provoquer l'obsolescence anticipée de nombreux équipements non amortis, centrales électriques, parc automobile, etc. L'idée de bénéficier de larges lignes de crédits pour financer cette transition qui ne serait pas retenues dans les critères traditionnels, par exemple de Maastricht a été fréquemment avancée.

Le défi du vieillissement

Le vieillissement de la population entraîne toute une série de dépenses pour le financement de la santé, de la retraite et de la dépendance. Les États butent à la fois sur les contraintes financières et sur le concept de droit de

propriété qui limite les possibilités de demander aux intéressés de financer certaines dépenses à partir de leur patrimoine. Avec la crise actuelle, la demande de biens sociaux est forte au point qu'en France, le Gouvernement a relancé l'idée de la création d'une cinquième branche de la Sécurité sociale dédiée à la dépendance. Longtemps, il a été admis que les dépenses d'assurances sociales devaient être financées par les actifs et que les organismes qui en avaient la charge ne pouvaient pas s'endetter. Avec la succession des crises, ces règles ont été abandonnées. Avec la création, en France, de la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, les gouvernements ont admis officiellement que les dettes sociales du passé pouvaient être supportées par les générations à venir. Le principe qui s'impose aux collectivités locales en vertu duquel l'endettement ne doit servir qu'à l'investissement supposé générer un rendement a été ainsi abandonné. Il pourrait être ainsi reconnu que la vie est un investissement permettant de se soustraire aux règles de bonne gestion.

Quand les interdits sautent

Le sentiment d'une situation économique bloquée offrant peu de perspectives pour une grande partie de la population se diffusait largement avant la crise avec la progression des votes contestataires. Dans le passé, la résorption de ce type de problèmes est fréquemment passée par des guerres, des révolutions, des conquêtes, des banqueroutes. Face à des blocages, la manière la plus fréquente de renverser la table est d'aller se servir chez les voisins, de ne plus rembourser ses créanciers et de créer de la monnaie. Si la conquête territoriale ; le pillage semble être des idées dépassées, la manipulation de la monnaie reste éminemment d'actualité.

En période de crise extrême, les gouvernements s'affranchissent des règles, des normes qu'ils ont édictées. Ainsi, face à des problèmes financiers, de nombreux pays ont changé le cours de leur monnaie en jouant, par exemple, sur le poids en or des pièces. En le diminuant, les États créaient de la monnaie un peu comme aujourd'hui quand les banques centrales rachètent à haute dose des obligations. Durant la période révolutionnaire, la vente des biens issus du clergé et des nobles, dits « biens nationaux », sous forme d'assignats donna lieu à une intense spéculation au profit de l'État et des personnes bien introduites.

L'effacement de tout ou partie des dettes est une voie envisageable pour remettre les compteurs à zéro. La France a, eu recours, dans le passé, à huit reprises à la banqueroute. En 1797, deux tiers de la dette publique française furent effacés. En 1812, à plus petite échelle, Napoléon 1^{er} après le désastre de la retraite de Russie décida de ne pas honorer toutes les dettes de la France. Le défaut de la Russie, en 1917, reste un des plus célèbres mettant en cause de nombreux épargnants français.

L'ancien chef économiste du FMI, Kenneth Rogoff, dans un de ses ouvrages, avait dénombré qu'entre 1975 et 2006, 71 pays avaient fait défaut sur leurs dettes souveraines. La Russie en 1998, l'Ukraine en 2000, la Croatie en 1996, ou encore le Venezuela en 2004 furent les derniers à connaître un défaut. La Grèce qui détient le record en matière du nombre d'années passées en défaut depuis sa création en 1860 n'a pas fait officiellement banqueroute en 2012 mais dans les faits cela s'en rapprocha.

Le défaut de paiement pour un État est souvent synonyme de mise au ban avec de possibles mesures de rétorsions

internationales. L'Argentine qui a fait défaut sur sa dette en 2001 reste encore à ce jour exclue des marchés financiers. Les investisseurs se méfient naturellement d'un État qui n'honore plus sa signature. Pour éviter cette situation délicate, les États préfèrent renégocier leur dette avec le concours du FMI voire de la Commission de Bruxelles comme pour la Grèce.

Si évidemment, une convention internationale concluait que tous les États peuvent annuler tout ou partie de la dette détenue par les banques centrales, cela aurait un moindre effet qu'une décision unilatérale de tel ou tel État. Néanmoins, pour la communauté financière, cela serait un aveu de faillite. A partir du moment où les créances commencent à ne plus être remboursées, nul ne sait où ce processus s'achève.

La banqueroute n'est pas d'actualité. Elle n'est plus utile. Si les banques centrales financent sans compter, pourquoi s'en priver ? Longtemps, la monnaie a dépendu du stock d'or puis de la valeur du PIB. Les cryptomonnaies ont permis de prendre conscience que le lien avec le réel, le physique n'était pas obligatoire dans un monde virtuel. La monnaie, étalon, moyen d'échange et de réserve peut-elle s'affranchir des fondements tangibles sur lesquels elle repose depuis

des millénaires ? L'endettement massif des États et la monétisation qu'elle entraîne peuvent-ils créer une défiance envers les monnaies traditionnelles et accélérer l'essor des monnaies virtuelles comme le bitcoin et peut-être le libra ? Face à une telle défiance, est-ce qu'un gouvernement ne sera pas tenté d'opter pour une cryptomonnaie surtout si elle émane d'une entreprise de son pays ? Si demain ou après-demain, un tycoon du digital propose une monnaie digitale qui puisse être utilisée non pas par 330 millions d'Américains mais par 3 milliards d'habitants soit le nouveau dollar, le Président des États-Unis pourra-t-il toujours résister à la tentation ?

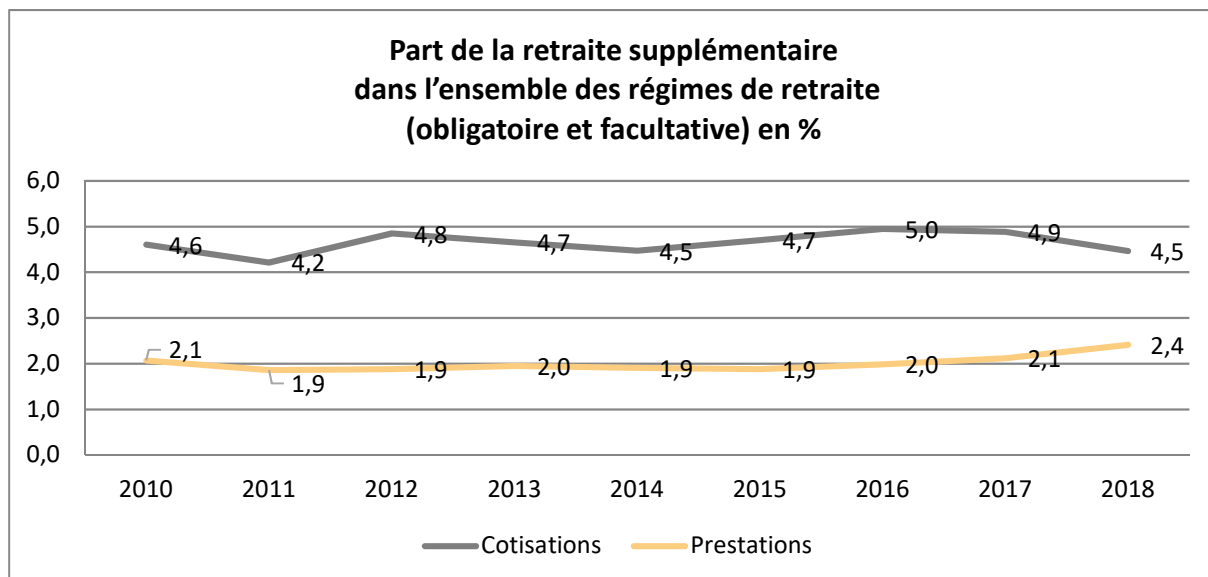
La monétisation des dettes est un moment unique qui peut ne pas être pérenne. Que se passera-t-il le jour où ce processus s'arrêtera pour les dépenses de fonctionnement, les dépenses sociales qui seront, de la sorte, financées ? Un effet boule de neige est inévitable au vu de la multiplication des exigences sans nul doute légitimes au niveau des systèmes de protection sociale. L'entrée dans un cycle d'« open bar » ou de « full crédit » risque de modifier profondément le rapport à l'argent, à sa valeur et indirectement au travail. Dans un monde où toute ressource est rare, pouvons-nous considérer que l'argent ne l'est plus ?

POINTS DE REPÈRE

L'ÉPARGNE RETRAITE EN FRANCE, DES MARGES DE CROISSANCE

En 2018, la retraite supplémentaire représente 4,5 % de l'ensemble des cotisations ou contributions acquittées au titre de la retraite. La baisse constatée en 2018 est imputable à la mise en place de la retenue à la source. Cette dernière a entraîné la neutralisation de l'année 2018 (année blanche) dissuadant les titulaires de contrats de les alimenter. La part des

prestations servies au titre de la retraite supplémentaire s'est élevée, toujours en 2018, à 2,4 %. Elle augmente depuis 2015, en raison de la montée en charge de la retraite supplémentaire et du vieillissement de la population. En France, 22 % des actifs occupés ont cotisé à un contrat de retraite supplémentaire.



Cercle de l'Épargne - Données : DREES

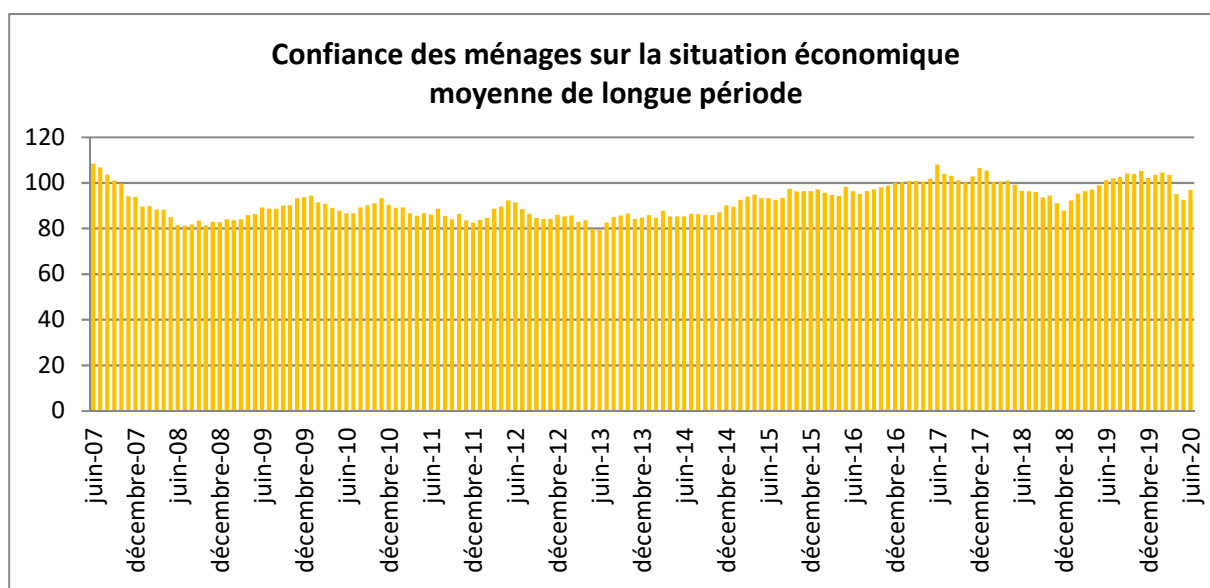
En 2018, 13 milliards d'euros de cotisations ont été collectés dans le cadre de contrats de retraite supplémentaire, un niveau en baisse de 8,2 % en euros constants par rapport à 2017. L'encours de l'épargne retraite a atteint, en 2018, 237,5 milliards d'euros en 2018.

Toujours en 2018, 2,6 millions de retraités bénéficiaient de prestations servies au titre d'un contrat de retraite supplémentaire, soit 12 % des retraités. 80 % des prestations sont versées aux bénéficiaires sous forme de rente viagère, contre 10 % sous forme de capital et 10 % sous forme de versement forfaitaire unique (VFU). Le montant moyen annuel des rentes viagères distribuées en 2018 s'élève à 2 490 euros, tous produits confondus.

AVEC LES VACANCES LES FRANÇAIS OPTENT POUR UN OPTIMISME MODERE

La proximité des vacances, la volonté de tourner la page, les consommateurs français veulent croire au retour des temps anciens. Ils sont plus nombreux à avoir foi en l'avenir. Au mois de juin, selon l'INSEE, la confiance des ménages dans la situation économique s'améliore. L'indicateur qui la synthétise gagne 4 points. À 97, il reste néanmoins en

dessous de sa moyenne de longue période (100). Au regard de la crise que la France traverse, la baisse de confiance des ménages apparaît très limitée. L'engagement massif de l'État afin de réduire les effets de la crise sur le niveau de vie des ménages peut expliquer cette faible diminution de l'indicateur.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Après deux mois de sevrage, les ménages estiment qu'il est opportun de faire des achats importants. Le solde correspondant gagne 31 points et rejoint sa moyenne de longue période après cinq mois consécutifs de baisse.

Plus de ménages sont confiants, en juin, concernant leur situation financière future qu'en mai. L'indicateur augmente de 12 points mais demeure légèrement inférieur à sa moyenne. Le solde relatif à leur situation financière passée perd quant à lui 2 points mais se maintient au-dessus de sa moyenne de longue période. En juin, le solde d'opinion des ménages sur le niveau de vie futur en France est en net progrès. Il gagne 17 points mais reste en dessous de sa

moyenne de longue période. Il avait perdu 34 points en avril. En revanche, la part des ménages qui considèrent que le niveau de vie en France s'est amélioré au cours des douze derniers mois diminue. Le solde correspondant perd 7 points et reste en dessous de sa moyenne de longue période.

Les ménages sont en mode « épargne ». Le solde d'opinion des ménages sur leur capacité d'épargne future augmente nettement. Il gagne 9 points et reste au-dessus de sa moyenne de longue période. Le solde d'opinion des ménages sur leur capacité d'épargne actuelle progresse pour le septième mois consécutif. Il convient de souligner que cette augmentation avait augmenté bien

avant la crise sanitaire. L'indicateur qui le mesure a gagné 4 points en juin le plaçant à son plus haut niveau depuis que la série existe (1970). En juin, la part des ménages estimant qu'il est opportun d'épargner augmente légèrement. Le solde correspondant gagne un point mais reste inférieur à sa moyenne de longue période.

Les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage augmentent légèrement en juin. Le solde correspondant gagne 2 points : il atteint le niveau du pic de juin 2013, sans rejoindre son niveau historique du printemps 2009.



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 % - 2019</i> <i>En mars 2020</i>	1,3 -5,0	0,6 -2,3	0,3 -5,4	2,0 -4,1	1,2 -3,1
Inflation <i>En % - mai. 2020</i>	0,4	0,5	-0,3	-0,9	0,1
Taux de chômage <i>En % - avril 2020</i>	8,7	3,5	6,3	14,8	7,3
Durée annuelle du Travail (2018)	1506	1393	1722	1695	-
Age légal de départ à la retraite	62	65	67	65	-
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2018</i>	56,2	43,8	48,1	41,1	46,7
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 JUN 2020
CAC au 31 décembre 2019	5 978,06
CAC au 30 juin 2020	4 935,99
Évolution en juin	+5,12 %
Évolution sur 12 mois	-10,89 %
DAXX au 31 décembre 2019	13 249,01
Daxx au 30 juin 2020	12 310,93
Évolution en juin	+6,25 %
Évolution sur 12 mois	-0,71 %
Footsie au 31 décembre 2019	7 542,44
Footsie au 30 juin 2020	6 169,74
Évolution en juin	+1,53 %
Évolution sur 12 mois	-16,91 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2019	3 745,15
Euros Stoxx au 30 juin 2020	3 234,07
Évolution en juin	+6,03 %
Évolution sur 12 mois	-6,90 %
Dow Jones au 31 décembre 2019	28 538,44
Dow Jones au 30 juin 2020	25 812,88
Évolution en juin	+1,62 %
Évolution sur 12 mois	-2,96 %
Nasdaq au 31 décembre 2019	8 972,60
Nasdaq au 30 juin 2020	10 058,77
Évolution en juin	+5,99 %
Évolution sur 12 mois	+25,64 %
Nikkei au 31 décembre 2019	23 656,62
Nikkei au 30 juin 2020	22 288,14
Évolution en juin	+1,88 %
Évolution sur 12 mois	+4,76 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2019	3 050,12
Shanghai Composite au 30 juin 2020	2 984,67
Évolution en juin	+2,06 %
Évolution sur 12 mois	-2,27 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2019	1,1224
Parité au 30 juin 2020	1,1242
Évolution en juin	+1,26 %
Évolution sur 12 mois	-1,09 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2019	1 520,662
Once d'or au 30 juin 2020	1 782,360
Évolution en juin	+3,00 %
Évolution sur 12 mois	+26,37 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019	66,300
Pétrole au 30 juin 2020	41,660
Évolution en juin	+10,45 %
Évolution sur 12 mois	-35,29 %

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