

# LA LETTRE ÉCO

## THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</i> .....	2
<i>Bonne rentrée !</i> .....	2
<i>HORIZON FRANCE</i> .....	3
<i>faut-il en finir avec le temps de la pause dans les réformes ?</i> .....	3
<i>HORIZON EXTERIEUR</i> .....	7
<i>Chine, touchée mais pas coulée</i> .....	7
<i>HORIZON FINANCE</i> .....	9
<i>L'euro peut-il devenir une rente pour l'Europe ?</i> .....	9
<i>TOUR D'HORIZON</i> .....	11
<i>La science économique a-t-elle perdu le nord ?</i> .....	11
<i>POINTS DE REPÈRE</i> .....	13
<i>Il n'y a pas que l'État qui s'endette</i> .....	13
<i>Plus de 30 millions d'actifs en France</i> .....	14
<i>LES STATISTIQUES DE TVI</i> .....	16

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

### BONNE RENTREE !



La rentrée 2020 ne ressemble en rien aux précédentes. Après avoir connu deux mois de confinement et trois mois « mi-vacances/mi-reprise/mi-restrictions sanitaires » nous entamons un nouveau cycle marqué par la réouverture des écoles et le retour au travail. Cette rentrée est cruciale pour les économies occidentales qui malgré un rebond post-confinement semblent s'essouffler sous le poids des contraintes et des craintes. Jusqu'à maintenant, surtout en France, les ménages n'ont supporté que marginalement la récession, la plus forte de notre histoire contemporaine. Les injections de liquidités, les prêts garantis, les prestations sociales ont atténué la baisse des revenus. Quoiqu'en pense certains, cet interventionnisme, cette socialisation n'est pas sans limite. Dans le passé, le recours à la planche à billets s'est toujours mal terminé. Il rime avec banqueroute et inflation. La fuite en avant financière est dictée par l'urgence. Il faudra néanmoins, un moment ou un autre, retomber sur nos pieds, le plus tôt sera le mieux, pour éviter une grave chute. La France qui n'allait pas très bien avant la crise sanitaire sera à un moment ou un autre dans l'œil du cyclone si un rétablissement n'est pas rapidement opéré. Le plan de relance du Gouvernement est crucial. S'il permet d'accroître la croissance, d'améliorer la productivité, de reconquérir des parts

de marché, le pari pourra être gagné. S'il manque sa cible, un cercle vicieux décliniste pourrait s'enclencher. La France, les Français, vivent depuis des années au-dessus de leurs moyens. Cette situation se matérialise par un double déficit, budgétaire et commercial. La France est tributaire des financements internationaux et de l'épargne des ménages. Du fait de la faible croissance, les revenus d'activité stagnent voire baissent, obligeant l'État à compenser ce manque à gagner en permanence. Cette compensation est d'autant plus nécessaire que le prix de l'immobilier ne cesse d'augmenter en raison des taux d'intérêt bas et d'une politique malthusienne au niveau de la construction. La socialisation des revenus des ménages ne peut pas être poursuivie indéfiniment car elle mine la compétitivité des entreprises. Elle délite les liens sociaux qui se forment par le travail. Pour éviter un effondrement de l'économie française, un choc d'offre est indispensable associant travail, capital et progrès technique. Cette association doit s'inscrire dans une stratégie large de recombinaison de nos alliances au niveau international. L'Europe doit prendre conscience que la Chine et les États-Unis sont engagés dans une lutte pour la domination mondiale. L'Europe ne peut plus compter comme en 1945 ou en 1970 sur les États-Unis. Elle doit assumer son rang de grande puissance économique et nouer des relations privilégiées avec des puissances complémentaires comme la Russie ou l'Inde.

*Jean-Pierre Thomas*  
*Président de Thomas Vendôme Investments*

## HORIZON FRANCE

### FAUT-IL EN FINIR AVEC LE TEMPS DE LA PAUSE DANS LES REFORMES ?

Le 24 février 1937, Léon Blum annonce « *une pause dans les réformes sociales conduites par son gouvernement* ». Le 9 juin 1982, le Président Mitterrand déclare dans une conférence de presse qu'il est nécessaire de faire une pause dans les réformes afin de les « digérer » et de stabiliser la situation budgétaire qui a connu des bouleversements rapides du fait de l'augmentation rapide des dépenses publiques. Cette pause sera confirmée au mois de mars 1983 quand le Président de la République fera le choix de maintenir le franc dans le Système Monétaire Européen. Avec la crise boursière du mois d'octobre 1987, le Gouvernement de Jacques Chirac décida de ralentir le rythme des réformes. En décembre 1995, après les grandes grèves occasionnées par le projet de réforme d'Alain Juppé concernant la Sécurité sociale, il en fut de même. La crise des subprimes de 2009 et celle de 2011 relative aux dettes souveraines eurent le même effet sur les quinquennats de Nicolas Sarkozy et de François Hollande. Au mois de mars 2020, avec la Covid-19, Emmanuel Macron fut également contraint de suspendre les réformes des retraites et de l'assurance chômage. Si en 1982, la volonté du pouvoir était d'éviter une accélération du dérapage du déficit public, depuis, il s'agit d'éviter une crispation de l'opinion publique. Sur ce sujet, après la réforme de 2003 sur les retraites, le Premier Ministre de l'époque, Jean-Pierre Raffarin, décida de reporter celle sur l'assurance maladie car il estimait qu'il fallait éviter de trop tendre les liens sociaux par crainte d'un blocage complet du pays. Depuis 1968, en France, les gouvernements vivent dans la hantise d'une convergence des luttes sociales. Emmanuel Macron a été

un des premiers à tenter plusieurs réformes en parallèle mais force est de constater que, pour le moment, du fait des circonstances, il a dû renoncer à plusieurs d'entre-elles.

### Des finances publiques en délicatesse

Cette kyrielle de pauses dans les réformes qui sont désormais connotées négativement par la population entraîne une accumulation de retards dans la modernisation des finances publiques. La France est le pays de l'Union européenne qui se caractérise par le plus haut niveau de dépenses publiques et de prélèvements obligatoires. Ces derniers sont supérieurs de 5,2 points de PIB en France à ceux du reste de la zone euro et de 8,1 points de PIB à ceux de l'Allemagne. Pour les impôts sur les entreprises, la France est 7 points de PIB au-dessus de la moyenne de la zone euro (hors France). Pour les seuls prélèvements qui pèsent sur la production, l'écart est de 4 points de PIB.

Pour les dépenses, la France dépense 12 points de PIB de plus que les autres États de la zone euro. Même en soustrayant certaines dépenses qui sont considérées de nature privée chez nos partenaires (dépenses liées aux fonds de pension ou à l'éducation par exemple), l'écart reste significatif (environ 10 points de PIB).

Depuis 1980, la France n'a jamais enregistré un solde public nul ou positif, entraînant l'augmentation continue de la dette publique qui est passée de 24 % du PIB en 1980 à 98 % du PIB en 2019.

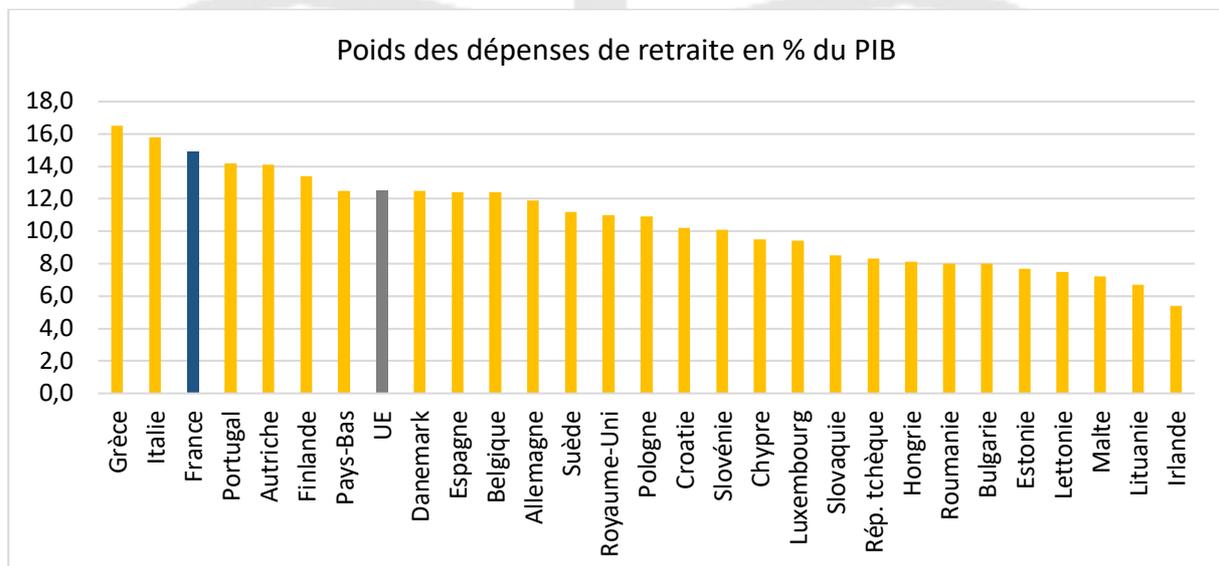
## Une productivité moyenne dans les services publics

Les emplois dans les administrations publiques représentent 22 % de l'emploi total en France contre 14 % au sein de la zone euro (hors France) et 13 % au sein de l'OCDE (hors France). Si la productivité du travail dans le secteur public était la même en France que dans les autres pays de la zone euro, la masse salariale des administrations publiques serait plus faible de 1,2 point de PIB en France ; si elle était la même en France qu'en Allemagne, la masse salariale des administrations publiques serait plus faible de 3,6 points de PIB en France. Le déficit de productivité du travail dans les administrations publiques en France s'élève à 10 % vis-à-vis du reste de la zone euro et 30 % vis-à-vis de l'Allemagne. La réforme de l'État et des collectivités locales est en chantier depuis une quarantaine d'années sans pour autant avoir débouché sur une réelle

rationalisation. Le Premier Ministre, Jean Castex, s'est engagé à lancer un nouveau processus de décentralisation.

## Le dossier brûlant de la retraite

Les dépenses de retraite sont 4 points de PIB plus élevées en France que dans le reste de la zone euro. Les dépenses de retraites sont à 97 % assurées par des systèmes obligatoires en France et rentrent dans le champ des dépenses publiques. Cette proportion est moindre au sein de la zone euro et au sein de l'OCDE du fait de la présence plus importante des fonds de pension. La moitié de l'écart entre la France et ses partenaires pour les dépenses de retraite est imputable à la plus forte socialisation des dépenses. L'autre moitié est due à un niveau de couverture plus important et à l'espérance de vie à la retraite la plus élevée de l'OCDE, en raison d'une liquidation précoce des droits.



Cercle de l'Épargne – Eurostat

La France est pénalisée au niveau des dépenses de retraite par des départs précoces, plus de la moitié interviennent avant 62 ans, conduisant à un faible taux d'emploi des 60/64 ans. Il est de 32 % en

France contre 48 % dans la zone euro (hors France) et de 62 % en Allemagne.

## La santé, des dépenses importantes pas toujours gages d'efficacité

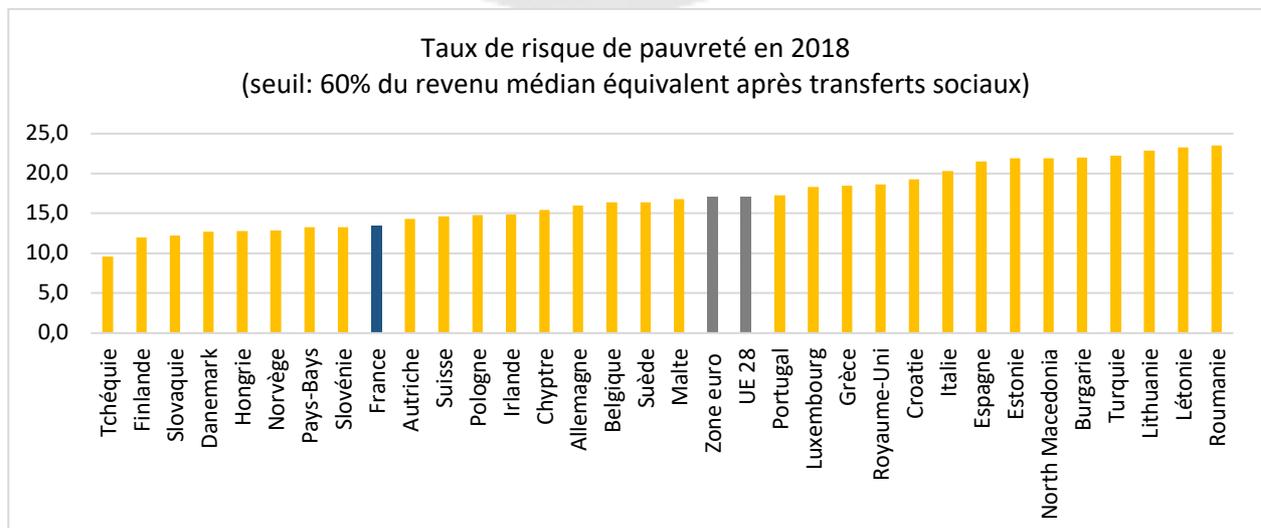
En matière de santé, le poids du public en France est supérieur d'un point de PIB, à la moyenne européenne. Les dépenses publiques de santé s'élèvent à 10 % du PIB quand la part relevant du privé (complémentaires et reste à charge pour les ménages) est de 2 % du PIB. La France se caractérise par le reste à charge le plus faible de l'Union européenne. L'écart est, en revanche, bien plus important en ce qui concerne le poids du personnel administratif au sein des hôpitaux. Il est de plus de 33 % en France contre 26 % en Allemagne ou 18 % au Portugal. Les pouvoirs publics ont eu tendance, en France, ces dernières années, à faire peser les efforts sur les hôpitaux en restreignant les dépenses d'investissement et en privilégiant l'ambulatoire. L'Allemagne dispose de 6,02 lits de soins aigus pour mille habitants, contre 3,09 pour mille habitants pour la France (source OCDE – 2017). La crise sanitaire devrait conduire à une nouvelle augmentation des dépenses de santé. La question de la réorganisation du système de santé est depuis une vingtaine d'années reportée par crainte d'une levée générale des boucliers.

## L'éducation, la France dépense beaucoup mais pour des résultats moyens

Pour les dépenses d'éducation, les dépenses publiques en France représentent 5,5 % du PIB et les dépenses privées 0,8 % du PIB. Pour la zone euro et l'OCDE, ces valeurs sont respectivement de 4,5 et 0,8 %. Les enquêtes PISA de l'OCDE soulignent que le niveau de l'éducation est moyen et tend à reculer. La France se classe en 23<sup>e</sup> position loin derrière les États d'Europe du Nord et ceux d'Asie. La France consacre, en revanche, moins d'argent que ses voisins pour l'enseignement supérieur.

## Des prestations sociales généreuses

Les dépenses de solidarité (minima sociaux, allocations logement, allocations familiales) sont, en moyenne, supérieures d'un point de PIB par rapport à la moyenne européenne. La France peut s'enorgueillir d'avoir un des plus faibles taux de pauvreté en Europe. Il est de 14 %, contre 17 % en moyenne au sein de l'Union européenne.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

## Des dépenses économiques et en faveur du territoire élevées

Les dépenses d'intervention publique (4,2 % du PIB) sont supérieures de plus d'un point à la moyenne de l'Union européenne. Les pouvoirs publics soutiennent un grand nombre d'activités et de territoires. La recherche bénéficie d'un crédit d'impôt spécifique de 5 milliards d'euros. Les énergies renouvelables bénéficient également d'un soutien d'un montant comparable. Les territoires d'outre-mer, les transports, l'emploi à domicile, les collectivités territoriales, les bas salaires font l'objet d'aides spécifiques pour des montants conséquents. Les aides versées aux collectivités locales sont supérieures de 0,2 point de PIB à la moyenne européenne. Elles sont plus élevées de 0,5 point en France, exception faite des États fédéraux allemands, l'Autriche ou la Belgique.

La France consacre une part plus importante de son PIB aux investissements publics. Le surcroît est de 2 points. Ces investissements publics sont en partie imputables à la socialisation de certaines activités comme les crèches, le ramassage des ordures ménagères, les équipements culturels ou sportifs, etc. Les comparaisons sont de ce fait délicates à réaliser.

## La défense n'explique pas tout

Les gouvernements, en France, mettent souvent en avant les dépenses militaires pour expliquer le poids plus élevé des dépenses publiques et le maintien d'un fort déficit public. Or, au sein de l'Union européenne, les écarts sont faibles pour ce type de dépenses. Elles s'élèvent à 1,8 % du PIB en France contre une moyenne de 1,5 %.

Au moment où le taux de marge des entreprises se dégrade, une diminution des prélèvements obligatoires semble être nécessaire. Pour le moment, un allègement de dix milliards d'euros est attendu. Il est insuffisant pour réduire l'écart avec les autres partenaires européens. Sans effort au niveau de l'organisation et des dépenses, il apparaît difficile de revenir dans la moyenne au niveau des prélèvements obligatoires. Le risque est alors une fuite en avant dans le déficit et la dette qui pourrait également concerner les entreprises. Le recours aux Prêts Garantis par l'État (PGE) est porteur de bien des problèmes en perspective quand les entreprises seront amenées à les rembourser. Les demandes d'étalement voire d'effacement pourraient alors bien être nombreuses.

## HORIZON EXTERIEUR

### CHINE, TOUCHEE MAIS PAS COULEE

Premier pays touché par l'épidémie, la Chine s'en remet progressivement au point que, parmi les grandes puissances économiques, elle devrait être la seule à afficher un taux de croissance positif en 2020.

Après s'être effondrée pendant la période du confinement, l'activité économique a commencé à reprendre à partir du mois de mars. Le PIB réel s'est effondré de 10 points au premier trimestre (-6,8 % en glissement annuel) avant de rebondir de 11,5 % au deuxième trimestre (+3,2 % en glissement annuel). Ce rebond a permis de compenser presque la totalité du terrain perdu. Le redressement observé depuis quatre mois a donc été en V. Il est tiré par la croissance de l'activité dans l'industrie et par l'investissement dans les infrastructures publiques ainsi que par l'immobilier. Certains secteurs demeurent encore très atteints, notamment ceux dépendant du tourisme et de la demande internationale.

#### Un retour à la normale pour la production

L'ensemble des indicateurs d'activité sont en hausse. La production industrielle a renoué avec des taux de croissance positifs en glissement annuel dès le mois d'avril (+3,9 % en volume, puis +4,4 % en mai et +4,8 % en juin). Sur les six premiers mois de 2020, elle n'était plus que de 1,3 % inférieure à ce qu'elle était sur la même période de 2019. La baisse en valeur est plus marquée en raison de la déflation des prix à la production depuis le début de l'année (-1,9 % en moyenne en glissement annuel). Les entreprises chinoises doivent néanmoins faire face à une forte baisse de leurs profits. Ils sont

en recul de 19 % de janvier à mai par rapport à la même période de 2019. Le secteur de la construction et de l'immobilier reste bien orienté en raison des mesures de soutien du gouvernement. En revanche, l'investissement dans le secteur manufacturier se redresse beaucoup plus lentement, contraint par les difficultés financières des entreprises, notamment des PME. Les entreprises exportatrices restent particulièrement prudentes dans leur programme d'équipement. De mars à juin, les ventes de marchandises à l'exportation ont reculé en rythme annuel de 1,6 % quand elles avaient chuté de 40 % en février.

#### Une consommation pénalisée par la chute des revenus et la peur de demain

La consommation privée repart également difficilement, pénalisée par la dégradation du marché du travail (le taux de chômage est proche de 6 % depuis février, contre 5,2 % en 2019). Les revenus des ménages ont baissé de près de 4 % en termes réels en glissement annuel au premier trimestre.

En juin, les volumes de ventes au détail se contractaient encore de 2,9 % sur un an en dépit de l'important rebond des ventes automobiles (+11,8 %), tandis que les ventes de biens et services par Internet se montraient logiquement plus dynamiques (+16 %). Les facteurs pesant sur le redressement de la consommation des ménages et les exportations devraient persister à court terme, tandis que les autorités misent d'abord sur les mesures de soutien à l'investissement pour relancer l'économie.

## Des politiques de soutien à l'activité multicanales

Comme au sein des pays de l'OCDE, la banque centrale chinoise est intervenue depuis le début de la crise de la Covid-19 pour répondre aux demandes de liquidités du secteur financier. Elle a assoupli les conditions monétaires et de crédit, et encouragé les banques à couvrir les besoins de trésorerie de leurs clients et à refinancer les prêts existants pour éviter défauts et faillites. Les micros et petites entreprises semblent être au centre des préoccupations des autorités. La croissance des crédits à l'économie a déjà accéléré de 10,7 % en rythme annuel fin février à 12,8 % fin juin. Elle devrait atteindre 13 % à 14 % fin 2020. L'assouplissement des conditions de crédit devrait toutefois rester relativement modéré, la marge de manœuvre de la banque centrale étant fortement contrainte par l'endettement excessif de l'économie.

Dans les prochains mois, le soutien à la croissance reposera davantage sur la politique budgétaire. Les mesures annoncées depuis le mois de février visent à aider les secteurs et les entreprises les plus sévèrement affectés par les conséquences de l'épidémie, à soutenir les revenus des ménages, notamment par la relance de l'emploi, et à stimuler la demande interne. L'investissement public dans les projets d'infrastructures reste l'instrument privilégié.

Le déficit budgétaire officiel devrait s'accroître mais de manière modérée par rapport à ce qui est constaté en Occident. Ainsi, selon la présentation réalisée devant le Parlement à la fin du mois de mai, le budget de 2020 devrait enregistrer

un déficit de 3,6 %, contre 2,8 % en 2019. Cette faible dérive budgétaire s'explique par le fait que de nombreux dispositifs sont hors budget. De nombreuses mesures ont été prises en charge par les caisses de sécurité sociale et par de multiples fonds (État, collectivités locales, entreprises publiques). Les entreprises publiques participent également à des mesures de relance. En additionnant le déficit officiel, les fonds financés par les obligations spéciales et une estimation des autres comptes publics hors budget, le déficit budgétaire « élargi » s'élève à 10,9 % du PIB en 2019 et est prévu à 15,9 % du PIB en 2020. Cette hausse de 5 points de PIB est plus fidèle avec la réalité des politiques de soutien à l'activité.

La dette du gouvernement central reste cependant modérée et ne devrait pas dépasser 20 % du PIB en 2020. En revanche, celle des collectivités locales (et de leurs véhicules de financement) est élevée, estimée à environ 50 % du PIB.

Les autorités chinoises suivent de près l'évolution de l'emploi par crainte d'une multiplication des mouvements sociaux qui pourraient déstabiliser le pays. Elles entendent également démontrer auprès de l'opinion publique chinoise que le pays a surmonté une crise majeure bien mieux que les pays occidentaux. Elles pensent pouvoir à terme augmenter l'influence du pays auprès des autres pays émergents en raison du repli supposé des pays avancés et des États-Unis en premier lieu. Si jusqu'à maintenant, la politique étrangère a toujours été empreinte de prudence, la Chine pourrait être tentée de profiter du chaos économique mondial pour avancer un peu trop rapidement ses pions que ce soit en Mer de Chine ou en direction de Taiwan.

## HORIZON FINANCE

### L'EURO PEUT-IL DEVENIR UNE RENTE POUR L'EUROPE ?

À travers le dollar, les États-Unis bénéficient d'un atout de premier ordre dont ne dispose pas encore la zone euro. Le dollar est la monnaie de réserve mondiale par excellence, offrant une situation de rente à son émetteur. Ce monopole pourrait être remis en cause dans les prochaines années sous réserve du respect de quelques conditions.

62 % des réserves de change sont en dollars contre 20 % pour l'euro. Le yen, la livre sterling et le renminbi chinois se partageant le reste. Cette position dominante du dollar permet aux États-Unis de s'affranchir de la contrainte de l'équilibre commercial. Elle offre, en outre, la possibilité de financer un investissement structurellement supérieur à leur épargne en accumulant de la dette extérieure à un taux d'intérêt faible.

Aux États-Unis, en moyenne, le taux d'investissement est supérieur de deux points de PIB au taux d'épargne. La dette extérieure nette américaine s'élève à 58 % du PIB en 2019, elle était nulle en 1990. Les achats nets liquides et monétaires par les non-résidents représentent, en moyenne, 1 % du PIB quand les achats d'obligations atteignent 2 % du PIB. Les encours de Treasuries détenus par les non-résidents sont passés de 400 à 7 000 milliards de dollars de 1990 à 2020.

La zone euro est dans la situation inverse des États-Unis. Elle dégagne un important excédent au niveau de la balance des paiements courants, autour de 2 % du PIB en moyenne, ces dernières années. L'épargne est élevée et supérieure de plus de deux points de PIB à

l'investissement. Par ailleurs, la dette extérieure de la zone euro est nulle.

L'Europe finance la croissance à l'extérieur de ses frontières, que ce soit en Asie ou aux États-Unis. Le sous-investissement chronique pèse sur sa croissance potentielle. De 1998 à 2019, la croissance a ainsi augmenté de 62 %, aux États-Unis, contre 35 % au sein de la zone euro.

Le dollar est une monnaie de réserve en raison du poids des États-Unis en tant que première puissance économique et gendarme du monde. Son statut de monnaie de réserve, le dollar le doit également au montant de la dette fédérale. Celle-ci est importante, 25 000 milliards d'euros d'obligations et de titres monétaires provenant d'un seul émetteur.

Le dollar est pour le moment sans concurrent. Seul l'euro pourrait le contester dans les prochaines années. Malgré le rôle de première puissance commerciale qu'occupe la Chine, le renminbi n'est pas en capacité de prendre la place du dollar. La devise chinoise pâtit de la faiblesse de son marché financier, de l'absence de transparence de sa banque centrale ainsi que du caractère peu démocratique de son régime politique. Les autorités chinoises entendent renforcer le renminbi. Elles ont ainsi créé la Banque Asiatique d'Investissement afin de concurrencer le FMI. Néanmoins, les restrictions économiques pour les investisseurs étrangers constituent un frein à l'essor de la devise chinoise. Pour le yen et la livre sterling, l'handicap provient de la taille

réduite des économies japonaise et britannique.

L'euro bénéficie d'une zone de chalandise de plus de 300 millions d'habitants disposant d'un fort pouvoir d'achat. Cette zone intègre plusieurs grands pays démocratiques comme l'Allemagne, la France, l'Italie ou l'Espagne. L'économie est relativement ouverte sur l'extérieur. Les décisions de la Banque centrale européenne font l'objet d'une publicité, garantie d'une transparence certaine. En revanche, l'euro est pénalisé par la faible profondeur du marché financier qui repose sur 19 segments de dettes de taille diverse. En outre, depuis la crise grecque, ces marchés se renationalisent, les épargnants des différents pays financent une part croissante de la dette émise par leur pays d'origine. La segmentation des marchés financiers et l'absence d'une grande place de l'euro jouent également en défaveur de ce dernier. Ni Francfort, ni Paris n'ont réussi à s'imposer comme la grande place financière de l'Union européenne. Jusqu'au Brexit, ce rôle était dévolu à Londres. S'il y avait une dette unique souveraine de l'euro, liquide et de

grande taille, la demande internationale pour cette dette serait plus importante. Le poids de l'euro dans les réserves de change augmenterait et la zone euro pourrait s'endetter auprès du reste du monde pour financer des investissements.

Le plan de relance européen du mois de juillet 2020 reposant sur l'émission d'une dette européenne devrait accroître le statut de monnaie de réserve de l'euro. Cet essor pourrait être facilité par les difficultés que rencontre le dollar en raison de l'augmentation très rapide de son endettement et des incertitudes politiques. Le passage du « soft-power » au « hard-power » encourage les investisseurs internationaux à se diversifier. Les États-Unis, en imposant de plus en plus durement aux non-résidents certains aspects de leur politique (embargo, protectionnisme, mesures de rétorsions, normes, etc.), apparaissent de moins en moins prévisibles, ce qui devrait nuire à terme au dollar.

## TOUR D'HORIZON

### LA SCIENCE ECONOMIQUE A-T-ELLE PERDU LE NORD ?

Prédire le taux de croissance à six, douze ou vingt-quatre mois relève bien souvent de l'art divinatoire même si les économistes recourent à des modèles de plus en plus sophistiqués. Les prévisions sont réalisées toute chose égale par ailleurs. Le problème est que la vie économique est remplie d'aléas. Le dernier en date a, une fois de plus, montré toute la vacuité des prévisions.

Selon le prix Nobel d'Économie, Esther Duflo, se fondant sur des calculs réalisés par l'hebdomadaire *The Economist*, à deux ans, l'écart d'erreur du FMI sur le taux de croissance du PIB entre 2000 et 2014 a atteint 2,8 points. L'économiste souligne dans son livre cosigné avec Abhijit V. Banerjee, *Économie utile pour des temps difficiles*, que l'art de la prévision économique a peu d'intérêt. Elle indique que « *le monde est si incertain et si compliqué, que ce que les économistes ont de plus précieux à partager n'est pas leur conclusion mais le chemin qu'ils empruntent pour y parvenir* ». Les deux auteurs mentionnent que l'économie comme la physique doit admettre le doute, récuser les certitudes absolues. Avec humour, ils admettent que bien souvent les économistes sont non pas des physiciens mais plutôt des plombiers qui « *résolvent les problèmes par un mélange d'intuition faite de science, de conjecture fondée sur l'expérience et d'une bonne dose d'essais et d'erreurs* ».

Les économistes tendent à être en moyenne plus optimistes que le reste de la population. Certes, certains se rangent du côté des pythies de mauvais augure après une cruelle expérience.

En matière d'économie, un divorce ancien existe entre les conjoncturistes et l'opinion. Cette dernière ne croit guère aux analyses économiques et aux statistiques. Même en période de croissance, rares sont ceux qui considèrent que la situation leur est favorable. Les économistes n'aiment guère annoncer les mauvaises nouvelles ; à leur décharge, les commanditaires des études non plus. En 1997, la direction de la prévision du Ministère de l'Économie et des Finances avait rendu une note au Premier Ministre de l'époque, Alain Juppé, prédisant l'arrivée d'un fort ralentissement en raison de la nécessité d'assurer la qualification de la France à la zone euro. Cette note a été un des éléments ayant conduit à la dissolution de l'Assemblée nationale en 1997 par Jacques Chirac, la principale motivation étant de mettre au pas une majorité indisciplinée. Or, loin de ralentir, la croissance économique française s'est mise à accélérer au point de dépasser les 3 %. À la veille de la crise des subprimes, la couleur dominante chez les économistes était à l'optimisme. Dix ans plus tard, au mois de février 2020, au moment où 500 millions de Chinois étaient assignés à résidence afin d'endiguer la Covid-19, le FMI, dans son rapport du printemps, a indiqué que la croissance mondiale du PIB cette année ne serait que de 0,1 point de pourcentage inférieure aux prévisions précédentes. Face à l'amplification de la crise, les économistes de l'organisation internationale, en avril, ont été contraints de revoir leur copie en abaissant leurs prévisions de 6,2 points

de pourcentage, à -3 %. En juin, ils ont, à nouveau, abaissé leurs prévisions de 1,9 point de pourcentage. Une semaine plus tard, un sondage informel auprès d'environ 40 membres du personnel du FMI a révélé que les deux tiers s'attendaient à une autre révision à la baisse en octobre. Pour autant, de nombreux journalistes et responsables gouvernementaux ont souligné que les nouvelles prévisions du FMI étaient exagérément pessimistes. Comme quoi, il est difficile de faire le bonheur de tous.

Si les marges d'erreur des prévisions des économistes sont importantes, elles peuvent avoir néanmoins de graves conséquences. La crise des dettes grecques en est un exemple. Les statistiques du FMI, de la Banque mondiale ou de l'OCDE sont utilisées par les gouvernements, les organisations internationales et les investisseurs pour guider leurs décisions. Le rôle de ces statistiques est d'autant plus élevé que le pays est pauvre et qu'il ne dispose pas ou peu de sources d'informations économiques indépendantes. Les projections du FMI et de la Banque mondiale peuvent ainsi affecter les dépenses et les plans d'emprunt des gouvernements. Les investisseurs peuvent prêter moins cher aux pays dont la croissance est attendue en hausse. Les prévisions de croissance et de déficits publics ont un

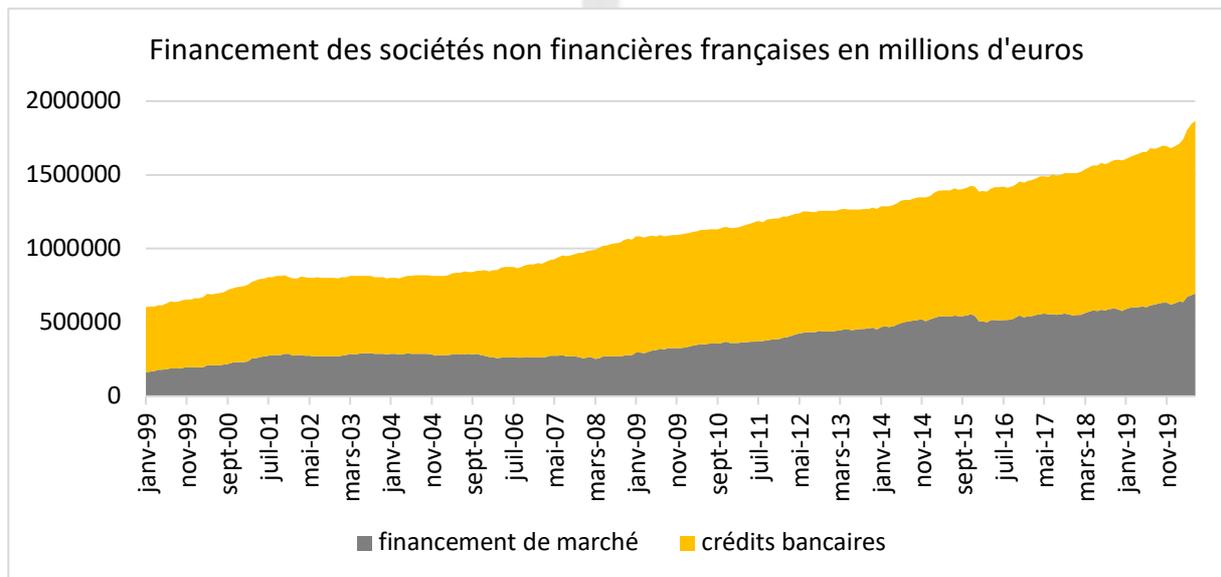
rôle évident pour mesurer la solvabilité d'un État. Les analyses économiques des organismes internationaux ont donc des effets politiques indéniables. Le Président russe, Vladimir Poutine, a estimé, à plusieurs reprises, que le FMI minimisait la croissance de son pays. Les économistes du FMI, pour éviter tout procès d'intention, ont tendance à majorer les taux de croissance. Leur lenteur à les corriger à la baisse s'explique par la volonté de ne pas auto-alimenter la crise et de ne pas être amenés à se contredire. Par ailleurs, par formation, l'économiste croit en la reprise. En matière d'endettement, les retards d'ajustement ne sont pas sans incidence. Ainsi, une majoration erronée de 0,5 point du taux de croissance sur vingt ans peut provoquer le quasi doublement du poids de la dette publique au sein du PIB (une dette de 50 % du PIB en année 1 passe à 90 % en année 20). Selon une étude de Paul Beaudry de l'Université de la Colombie-Britannique et de Tim Willems du FMI, l'optimisme excessif des économistes aurait un lien avec les crises financières. Ils constatent qu'une croissance annuelle moyenne surestimée d'un point de pourcentage sur trois ans, comme le fait le FMI dans 40 % des cas, réduit la croissance trois ans plus tard d'un point de pourcentage. L'optimisme ne semble donc pas toujours payer.

## POINTS DE REPÈRE

### IL N'Y A PAS QUE L'ÉTAT QUI S'ENDETTE

Les entreprises françaises se financent majoritairement par crédits bancaires. À fin juin, ces derniers assurent 63 % du financement des entreprises (1 170 milliards d'euros sur un total de 1 866 milliards d'euros). Le financement par le marché représente 696 milliards d'euros. Cette dépendance aux crédits est une source inquiétude en période de ralentissement économique. Quand les échéances des prêts Garantis par l'État (PGE) devront être honorées, un

nombre non négligeable d'entreprises pourraient se retrouver en difficulté. Avec la Covid-19, l'endettement des sociétés non financières continue, en effet, de progresser rapidement en juin (+13 % sur un an après +12 % en mai). La croissance annuelle des crédits bancaires s'élève à 12,1 %. L'accélération récente de l'endettement s'accompagne d'une progression des dépôts des entreprises auprès des banques. Les entreprises renforcent leur trésorerie en profitant des PGE.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

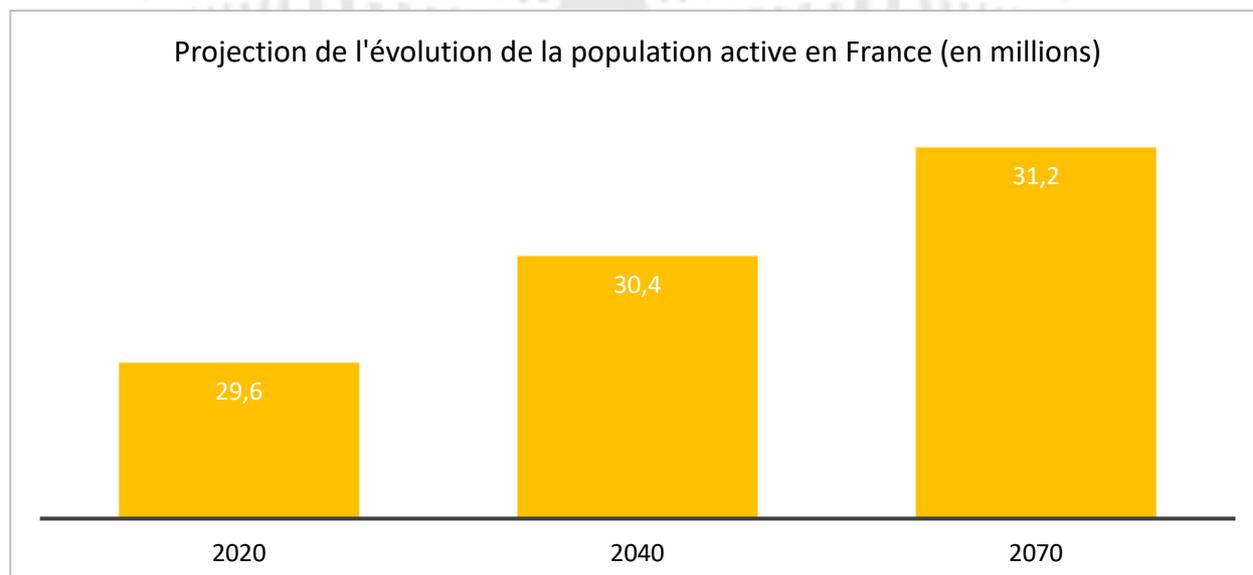
## PLUS DE 30 MILLIONS D'ACTIFS EN FRANCE

Selon le scénario central des projections de population active de l'Insee, le nombre d'actifs de 15 ans ou plus de France devrait progresser dans les prochaines décennies en passant de 29,6 à 31,2 millions de 2020 en 2040. En 2070, la France devrait compter 32,1 millions d'actifs. La part des 55 ans ou plus dans la population active devrait également continuer d'augmenter, pour atteindre 23 % en 2070. Du fait du vieillissement de la population, le ratio rapportant le nombre d'actifs au nombre d'inactifs de plus de 60 ans devrait, quant à lui, diminuer pour passer de 1,9 en 2015 à 1,4 en 2070.

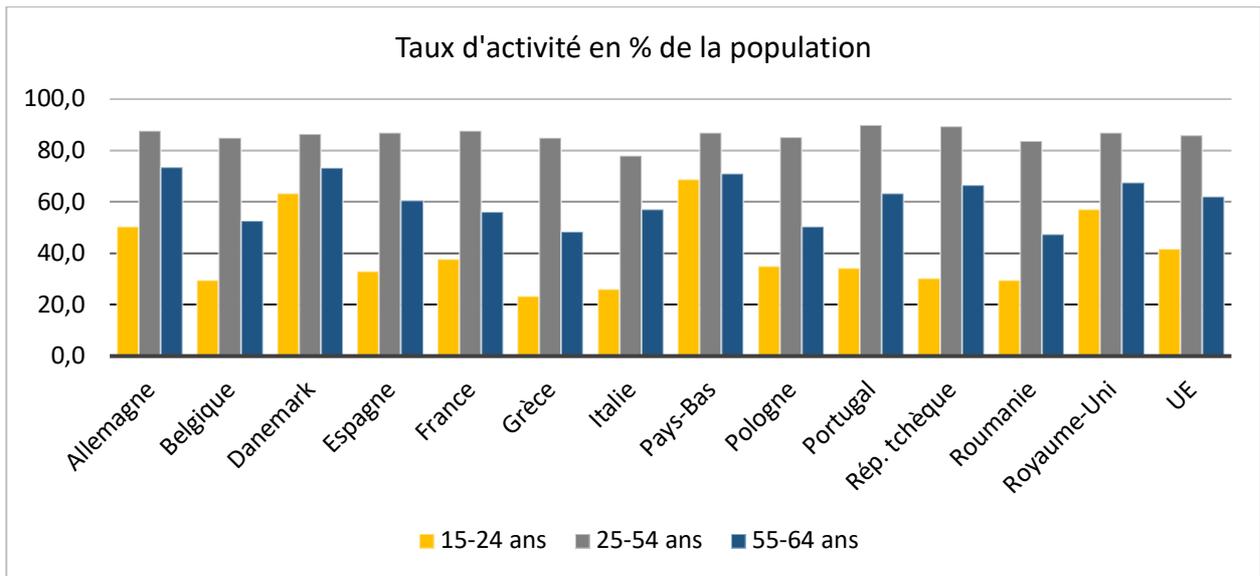
Entre 2008 et 2018, la population active âgée de 15 à 64 ans a augmenté de 1,0 million de personnes en France (hors Mayotte), principalement sous l'effet de la hausse du taux d'activité (+ 2,4 points). En dix ans, le taux d'activité des

50-64 ans a augmenté de 10,9 points. La participation des seniors au marché du travail ne cesse de croître depuis 2008. Cette hausse est imputable aux réformes des retraites successives et aux restrictions d'accès aux dispositifs de cessation anticipée d'activité. La hausse de l'activité est également due à une présence accrue des femmes sur le marché du travail : le taux d'activité des femmes de 15 à 64 ans a progressé de 3,4 points en dix ans, celui des hommes de la même tranche d'âges de 1,4 point.

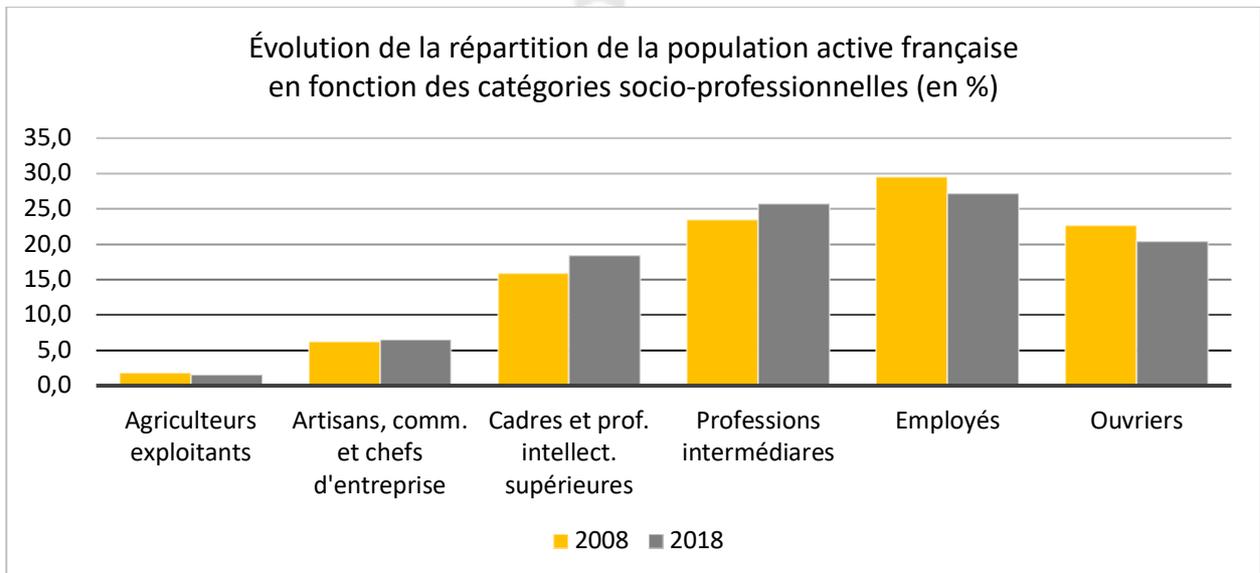
En 2018, dans l'Union européenne, le taux d'activité des personnes de 15 à 64 ans progresse de 0,3 point pour s'établir à 73,7 %. La France se situe en dessous de la moyenne européenne, loin derrière des pays comme la Suède ou les Pays-Bas où le taux d'activité atteint respectivement 82,9 % et 80,3 %.



Cercle de l'Épargne – données INSEE



Cercle de l'Épargne – données Eurostat



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

## LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
<b>PIB</b> <i>Mds d'euros 2019</i>	<b>2 419</b>	3 436	1 788	1 245	11 907
<b>PIB par tête en 2019</b> <i>En euros</i>	<b>36 064</b>	41 342	29 600	26 440	34 777
<b>Croissance du PIB</b> <i>En % - 2019</i> <i>En mars 2020</i>	<b>1,3</b> <b>-5,0</b>	0,6 -2,3	0,3 -5,4	2,0 -4,1	1,2 -3,1
<b>Inflation</b> <i>En % - août 2020</i>	0,2	-0,1	-0,5	-0,6	-0,2
<b>Taux de chômage</b> <i>En % - juillet 2020</i>	<b>6,9</b>	4,4	9,7	15,8	7,9
<b>Durée annuelle du Travail (2018)</b>	<b>1506</b>	1393	1722	1695	-
<b>Age légal de départ à la retraite</b>	<b>62</b>	65	67	65	-
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2019</i>	55,7	45,4	48,7	41,9	47,1
<b>Solde public</b> <i>En % du PIB 2019</i>	<b>-3,0</b>	+1,4	-1,6	-2,8	-0,6
<b>Dette publique</b> <i>En % du PIB 2019</i>	<b>98,4</b>	59,8	134,8	95,5	86,1
<b>Balance des paiements courants</b> <i>En % du PIB -Avril. 2020</i>	<b>-0,8</b>	6,8	3,3	2,1	2,8

Source : INSEE, EUROSTAT

	<b>RÉSULTATS AOÛT 2020</b>
<b>CAC au 31 décembre 2019</b>	<b>5 978,06</b>
<b>CAC au 31 août 2020</b>	<b>4 947,22</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+1,94 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>-9,73 %</b>
<b>DAXX au 31 décembre 2019</b>	<b>13 249,01</b>
<b>Daxx au 31 août 2020</b>	<b>12 945,38</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+4,46 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+8,53 %</b>
<b>Footsie au 31 décembre 2019</b>	<b>7 542,44</b>
<b>Footsie au 31 août 2020</b>	<b>5 963,57</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+1,12 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>-17,26 %</b>
<b>Euro Stoxx au 31 décembre 2019</b>	<b>3 745,15</b>
<b>Euros Stoxx au 31 août 2020</b>	<b>3 272,51</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+2,00 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>-4,50 %</b>
<b>Dow Jones au 31 décembre 2019</b>	<b>28 538,44</b>
<b>Dow Jones au 31 août 2020</b>	<b>28 430,05</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+8,04 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+7,68 %</b>
<b>Nasdaq au 31 décembre 2019</b>	<b>8 972,60</b>
<b>Nasdaq au 31 août 2020</b>	<b>11 775,46</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+11,22 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+47,88 %</b>
<b>Nikkei au 31 décembre 2019</b>	<b>23 656,62</b>
<b>Nikkei au 31 août 2020</b>	<b>23 139,76</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+3,58 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+11,76 %</b>
<b>Shanghai Composite au 31 décembre 2019</b>	<b>3 050,12</b>
<b>Shanghai Composite au 31 août 2020</b>	<b>3 395,68</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+3,59 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+18,05 %</b>
<b>Parité euro/dollar au 31 décembre 2019</b>	<b>1,1224</b>
<b>Parité au 31 août 2020</b>	<b>1,1945</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+0,85 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+8,67 %</b>
<b>Once d'or en dollars au 31 décembre 2019</b>	<b>1 520,662</b>
<b>Once d'or au 31 août 2020</b>	<b>1 972,300</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+0,79 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>+29,72 %</b>
<b>Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019</b>	<b>66,300</b>
<b>Pétrole au 31 août 2020</b>	<b>45,790</b>
<b>Évolution en août</b>	<b>+5,82 %</b>
<b>Évolution sur 12 mois</b>	<b>-22,27 %</b>

**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](mailto:marc-antoine.dumont@vendome-investment.com)