

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</b> .....	2
<i>Le monde d'après est tout autre</i> .....	2
<b>HORIZON FRANCE</b> .....	3
<i>Comment gagné le combat de l'industrialisation de la France</i> .....	3
<i>Épargne, revenus, consommation au temps de la crise sanitaire ce</i> .....	5
<b>HORIZON EXTERIEUR</b> .....	7
<i>Les pays d'Europe de l'Est des puissances industrielles incontournables</i> .....	7
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	9
<i>Le temps des actions a-t-il sonné ?</i> .....	9
<b>TOUR D'HORIZON</b> .....	11
<i>L'économie de marché survivra-t-elle au coronavirus ?</i> .....	11
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	15
<i>L'immobilier, touché mais pas coulé</i> .....	15
<i>L'Union européenne et la révolution démographique</i> .....	16
<b>LES STATISTIQUES DE TVI</b> .....	17

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

### LE MONDE D'APRES EST TOUT AUTRE



En quelques semaines, les pays occidentaux ont basculé de la stagnation à la plus sévère récession de leur histoire. Les pertes se chiffrent en milliers de milliards de dollars. Des entreprises réputées solides vacillent, des administrations reconnues parmi les meilleures peinent à juguler l'épidémie. Dans une société ultra-connectée, reposant sur l'éclatement des chaînes de valeur, le moindre grain de sable a une capacité de grippage incommensurable. Le remboursement des dettes publiques pourrait mettre des décennies sauf à décider une banqueroute mondiale. Les systèmes sociaux seront mis sous pression tout à la fois en raison des besoins au niveau de la santé et de la marche inexorable du vieillissement de la population. Les dépenses de retraite, de dépendance et de santé sont amenées à augmenter dans de très fortes proportions. Si, avant la crise, leur financement était déjà problématique, maintenant, c'est Beyrouth, au coin de chaque rue !

La Covid-19 n'est pas responsable, à elle seule, de tous nos maux, elle n'en a été que le catalyseur. Pris entre de multiples contradictions, le principe de précaution, l'économie, la liberté, les loisirs, les Occidentaux apparaissent désemparés par à l'épidémie. À la différence des précédentes crises, les États-Unis ne jouent plus leur rôle de chef de bande, de coordinateur des États qui lui sont proches. Pour la

première fois depuis 1945, les États-Unis subissent de plein fouet la crise sanitaire et économique sans en avoir de solutions en réserve, pour le moment. L'image de l'invincibilité américaine qui s'était effritée au moment de la crise des subprimes semble disparaître. La Covid-19 se traduit par une nouvelle montée aux extrêmes dans l'opposition des deux superpuissances que sont les États-Unis et la Chine. Dans les années 1950 à 1990, l'URSS fut un redoutable concurrent militaire et idéologique. Avec la Chine, la compétition est sur tous les terrains, ce qui peut faciliter un embrasement général. Les prochaines années peuvent donner lieu à une nouvelle guerre froide qui sera technologique et globale obligeant les États à choisir leurs alliés. Les États européens devront quant à eux s'accorder pour ne pas être marginalisés et élaborer de nouvelles alliances. L'Union européenne aurait ainsi tout intérêt de se rapprocher de la Russie qui n'a pas aucun avantage à être dépendante des États-Unis ou de la Chine.

Le façonnage de nouvelles alliances se pose avec ou sans Covid, avec ou sans vaccin. Ce dernier, avant même sa commercialisation, est au cœur d'une compétition mondiale inédite dans laquelle tous les coups sont permis. Le nouveau monde est bien plus brutal que celui que nous quittons. Il convient donc de bien choisir ses amis !

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

## HORIZON FRANCE

### COMMENT GAGNE LE COMBAT DE L'INDUSTRIALISATION DE LA FRANCE

En vingt ans, l'industrie française a perdu 25 % de ses effectifs. Cette baisse conséquente doit être relativisée en raison du recours à l'externalisation. Il n'en demeure pas moins que le poids de ce secteur d'activité au sein du PIB en France a décliné bien plus vite que chez nos partenaires. Il s'élevait à 12 % en 2019 contre 20 % en Allemagne. Depuis 2003, le recul en France a été de plus de 4 points de PIB. Les parts de marché à l'exportation au niveau mondial sont passées, sur la même période, de 5 à 3,3 %. Le solde industriel est négatif d'une cinquantaine de milliards d'euros. Parmi les grands pays européens, la France est, avec le Royaume-Uni, parmi ceux où le poids de l'industrie est le plus faible. Depuis la crise de 2008, la production industrielle française stagnait même si quelques signes d'augmentation se faisaient jour avant la crise sanitaire.

De manière récurrente, les pouvoirs publics répètent la nécessité de maintenir un fort secteur industriel et appellent de leurs vœux à des relocalisations. L'existence d'une politique industrielle pilotée par l'État est une constante depuis Colbert avec quelques succès mais aussi nombre d'échecs. Les nationalisations de 1945 et de 1981 avaient notamment comme objectif le maintien du potentiel industriel de la France. Le Plan Calcul de 1966 décidé par le Général de Gaulle visait à assurer l'autonomie du pays dans les techniques de l'information, et à développer un puissant secteur informatique. Depuis quarante ans, l'État a été contraint de sauver, à plusieurs reprises, les deux grands fabricants automobiles français.

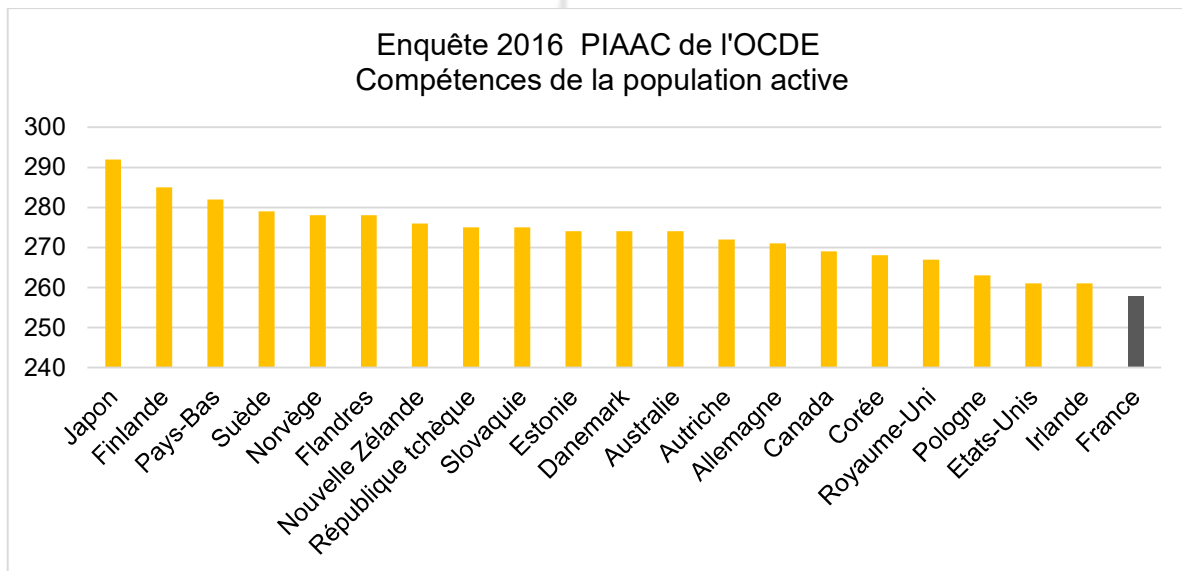
La crise de la Covid-19 a révélé au grand public la dépendance de la France dans certains domaines, celui de la santé en particulier, en relation avec l'éclatement des chaînes de production. Pour certains, une relocalisation de certaines activités est indispensable au nom du souverainisme économique et de la réduction des émissions des gaz à effet de serre. À cette fin, le Commissariat Général au Plan pourrait être recréé afin d'initier le retour du dirigisme industriel.

Au-delà des antennes, plusieurs considérations doivent être prises en compte pour apprécier les possibilités d'industrialisation du pays. La demande en produits industriels tend à se réduire au sein de la consommation finale en raison de la saturation des besoins et du vieillissement. Plus une population est riche et âgée, moins elle consomme de biens industriels et plus les dépenses de services augmentent. Le potentiel de croissance pour l'industrie se situe au sein des pays émergents et demain en Afrique. Depuis la crise de 2008, le secteur industriel souffre de capacités de production excédentaires provoquant une baisse permanente des prix des produits industriels. Le marché est donc ultra-concurrentiel avec des marges qui ont tendance à fondre.

Des relocalisations supposeraient la disparition des avantages comparatifs dont bénéficient les pays émergents et en premier lieu la Chine. L'augmentation des coûts de production de ces derniers est réelle mais insuffisante. Par ailleurs, la Chine a délocalisé dans des pays à plus faibles coûts salariaux tout ou partie de certaines de leurs productions. La

mise en place de mesures protectionnistes, à consonances environnementales ou pas, pourrait certes imposer un retour d'une partie de la production en Europe ou au sein des pays de l'OCDE mais le prix à payer serait alors une augmentation des prix et une diminution du pouvoir d'achat relatif des ménages ainsi qu'une moindre diffusion du progrès technique. Ce retour de l'industrie nécessiterait du temps. Elle ne profiterait pas obligatoirement à la France. En effet, notre pays souffre de plusieurs handicaps. Ses coûts salariaux y sont en moyenne supérieurs à ceux de

la zone euro. Le salaire horaire (avec charges sociales) dans l'industrie s'y élève à 38 euros contre 32 euros dans le reste de la zone euro. L'écart en 2000 n'était que de 2 euros. Il est certes comparable avec le niveau de salaire constaté en Allemagne mais ce dernier pays peut compter sur des salariés mieux formés, sur un recours plus important aux robots et sur un positionnement plus élevé en gamme. La France se classe au 21<sup>e</sup> rang pour les compétences de la population active quand l'Allemagne se situe au 14<sup>e</sup> rang.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

La France a accumulé un réel retard au niveau des techniques de l'information et de la communication. Les investissements NTIC hors logiciels en France s'élèvent à 0,5 % du PIB en 2018, contre 1,3 % pour le reste de la zone euro. En 2002, l'écart n'était que de 0,4 point de PIB. Le ratio de robots industriels pour 100 emplois manufacturiers est de 1,6 en France quand il dépasse 2 pour le reste de la zone euro.

Un processus de relocalisation en Europe pourrait profiter en priorité à la Pologne, à la République tchèque, à la Slovaquie et à l'Allemagne. Ces pays pourraient néanmoins peiner à attirer de nouvelles activités industrielles en raison de leur démographie déclinante.

Quoi qu'il en soit, la France devra, pour s'industrialiser, réaliser un effort important d'investissement et de formation tout en veillant à se repositionner sur le haut de gamme.

## ÉPARGNE, REVENUS, CONSOMMATION AU TEMPS DE LA CRISE SANITAIRE CE

Depuis l'irruption de la crise sanitaire, près de quatre Français sur cinq souhaitent ralentir leur rythme de vie (enquête Crédoc – mai 2020). Que ce soit à travers les réponses apportées à de multiples enquêtes ou par leurs votes, les Français mettent en avant comme éléments fondateurs du bonheur, la protection de l'environnement, les loisirs, la liberté, la nourriture, l'air pur, la randonnée et le vélo. Les notions de « bien-être », de « calme », de « zénitude » apparaissent désormais comme des priorités. Si l'argent reste un élément déterminant du bonheur, en revanche, la notion de promotion sociale et celle de réussite professionnelle disparaissent du vocabulaire des Français.

Si la promotion sociale n'est pas une valeur porteuse, la question du niveau de vie l'est bien plus. Avec la crise du coronavirus, la question de la revalorisation de certains emplois pénibles ou faiblement rémunérés se pose avec acuité. Les termes « professions invisibles », « l'armée des ombres » « les salariés au front » et « les salariés à l'arrière » ont été avancées pour souligner à tort ou à raison un pays à plusieurs vitesses et segmenté. L'idée sous-jacente est qu'une partie de la population est tout à la fois mal considérée et sous-payée au regard de la dureté de son travail et de l'exposition potentielle au virus. Il a été ainsi avancé que les invisibles avaient tenu la France quand les cadres étaient à l'arrière en télétravail. Ces propos sont l'expression d'un réel malaise qui traverse le pays. Une enquête du Crédoc du mois de juin souligne que ce débat n'est pas sans conséquence sur l'appréciation du niveau des rémunérations. Ainsi, les

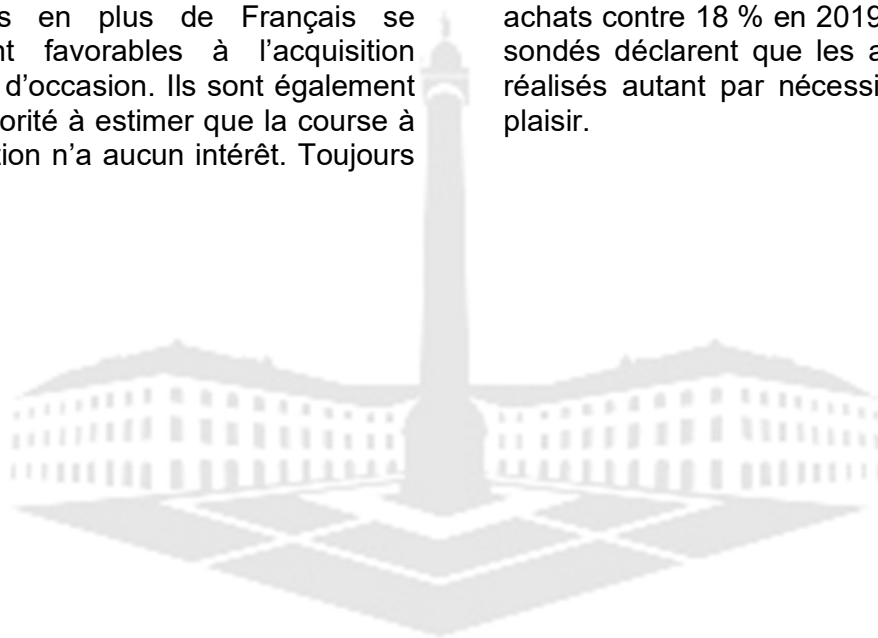
Français estiment qu'il faudrait augmenter les caissiers de 271 euros par mois et baisser les salaires des cadres de 415 euros. Cela reviendrait à relever la rémunération des premiers de 21 % et de baisser celle des seconds de 10 %. Les Français voudraient que le rapport entre le salaire d'un caissier et d'un cadre passe de 3,2 à 2,4. Cette volonté de réduire les écarts de salaire est une constante en France. Sur ce sujet, en 1998, le Crédoc avait réalisé la même enquête qui avait induit le même résultat. Il convient de noter que les Français, en vingt ans, évaluent mieux le niveau des rémunérations. La question d'une meilleure rémunération de certains emplois concerne en premier lieu les femmes. Elles sont surreprésentées dans le personnel soignant (88 % des soignants et des infirmiers et 93 % du personnel des EHPAD). Les caissiers de magasin sont à 88 % des caissières et 94 % des aides à domicile sont des femmes.

Dans cette période de déconfinement, l'épargne demeure une priorité pour les Français. La crise sanitaire a renforcé les tendances à la frugalité déjà présentes depuis de nombreux mois. Selon l'OFCE, les ménages ne veulent pas consommer la totalité de la poche d'épargne de précaution constituée depuis le mois de mars et qui s'élève à 75 milliards d'euros même s'ils veulent en utiliser une partie pour améliorer le quotidien de leurs vacances. Par ailleurs, la crise de la Covid-19, selon une étude récente du Crédoc (Consommer plus sobre, une tendance que la crise de la Covid-19 pourrait amplifier – étude juin 2020) a conforté les Français dans l'idée de lutter contre le gaspillage. Dans le prolongement des habitudes prises

lors du confinement, ils souhaitent réduire les achats de viande au profit des légumes et fruits issus des filières écologiques. Le concept de consommation locale et équitable est celui qui a le plus progressé au niveau des intentions relevées par le Crédoc. En avril, durant le confinement, 75 % de consommateurs indiquaient avoir placé l'origine de la production en tête des priorités. Ce taux n'était que de 54 % en 2008. Le fait que le produit soit issu de circuits courts est un atout pour 76 % de consommateurs.

De plus en plus de Français se déclarent favorables à l'acquisition d'objets d'occasion. Ils sont également une majorité à estimer que la course à l'innovation n'a aucun intérêt. Toujours

selon le Crédoc, la proportion de consommateurs jugeant l'usage d'un bien ou d'un service plus important que sa possession est passée de 65 % en 2010 à 76 % en 2019. Cette allégation doit toutefois être relativisée. À la sortie du confinement, la demande en biens technologiques et notamment téléphoniques a connu une très forte croissance. Il en a été de même pour les chaînes d'habillement qui jouent sur les effets de mode (Zara, H&M, etc.). Pour autant, pour le Crédoc, seulement 16 % des Français prendraient du plaisir en réalisant des achats contre 18 % en 2019. 48 % des sondés déclarent que les achats sont réalisés autant par nécessité que par plaisir.



## HORIZON EXTERIEUR

### LES PAYS D'EUROPE DE L'EST DES PUISSANCES INDUSTRIELLES INCONTOURNABLES

Depuis la chute du Rideau de fer, l'Europe Centrale s'est imposée comme une zone industrielle de premier ordre. Elle joue au sein de l'Union européenne et en particulier pour l'Allemagne, le même rôle que le Vietnam, le Laos ou le Cambodge pour la Chine. En Amérique du Nord, une situation comparable existe avec le Mexique vis-à-vis des États-Unis. La République tchèque, la Slovaquie, la Slovénie, la Roumanie, la Hongrie ont ainsi bénéficié de flux importants d'investissements d'origine étrangère.

Pour des raisons liées au coût du travail, les entreprises d'Europe de l'Ouest ont tendance à externaliser une partie de leur production en Europe de l'Est. Le montant des salaires et des charges est un facteur qui s'est estompé au fil du temps du fait du rattrapage opéré ces dernières années par rapport à la moyenne de l'Union. Les pays d'Europe de l'Est ont réussi à capter une part croissante de la valeur ajoutée grâce à des efforts de formation du personnel, au progrès de la R&D et de la mise en œuvre d'une fiscalité attractive. Ces pays ont également bénéficié de fonds européens permettant de financer l'équipement nécessaire (robotisation, infrastructures) et donc la montée en gamme de l'industrie de la région. Cette industrialisation de l'Est repose, par ailleurs, sur des traditions bien ancrées. La Tchéquie a une longue histoire industrielle tout comme la Hongrie ou la Pologne. Grâce à cet effort industriel, le niveau de vie a fortement augmenté. Dans la région de

Prague, le pouvoir d'achat des ménages figure désormais parmi les plus élevés d'Europe.

Le poids de l'industrie dans les pays d'Europe de l'Est est plus élevé que dans le reste de l'Union européenne. Cette réussite n'est pas sans poser quelques problèmes. Le coût environnemental n'est pas à négliger même si certains États dont la République tchèque essaient de limiter le recours aux énergies fossiles. La dépendance à l'automobile constitue également un danger. À partir de septembre 2018, la transformation liée aux normes environnementales en vigueur dans l'Union européenne a enrayeré la dynamique de croissance de la demande. La crise économique liée à la pandémie de Covid-19 est durement ressentie en Europe Centrale en raison notamment de l'accentuation de la crise du secteur de l'automobile. De nombreux reports d'investissements ont déjà été décidés. Les pays d'Europe de l'Est dépendent de donneurs d'ordre se trouvant essentiellement à l'Ouest. Ils sont aujourd'hui confrontés à la demande de rapatriement des productions. Plusieurs pays d'Europe de l'Est essaient de se positionner sur la voiture électrique et en particulier sur les batteries. Ainsi, la Slovaquie devrait héberger une des plus grandes usines de fabrication de batteries d'Europe.

Si la crise est violente, la situation des États d'Europe Centrale apparaît plus favorable qu'en 2008. Le taux de chômage y était très faible avant la

survenue de l'épidémie ; l'état des finances publiques était également satisfaisant. Ces États disposent d'usines relativement neuves et productives, incontournables pour les producteurs européens. La montée en gamme des productions les a incités à intégrer des techniques élaborées qui ne sont que faiblement maîtrisées dans les pays d'Europe de l'Ouest, rendant la relocalisation difficile et coûteuse. La présence de plusieurs constructeurs automobiles dans des pays relativement petits crée des effets d'agglomération. Il y a donc un avantage à rester en Europe Centrale, car la filière automobile y dispose d'une taille suffisamment importante pour lui permettre de mutualiser une partie des coûts et des investissements.

L'Europe Centrale pourrait, en outre, bénéficier du rapatriement de certaines productions actuellement localisées en Chine ou au sein des pays émergents d'Asie. Cette relocalisation a toutefois certaines limites. Les pays d'Europe de l'Est sont confrontés à une baisse de leur population active même si des marges de manœuvre existent en Pologne et en Roumanie avec un transfert des populations agricoles vers l'industrie. Le marché du travail reste petit, avec en tout neuf millions d'emplois industriels. Le recours à l'immigration est de plus en plus difficile avec des États fermant leurs frontières. La Chine pourrait être incitée à s'implanter dans ces pays afin

d'échapper aux mesures protectionnistes tout en conservant le contrôle de la production. Ces dernières années, elle a accru ses investissements dans l'Est de l'Europe dans le cadre de son projet de « nouvelles routes de la soie ». La Chine fournit déjà une proportion significative des intrants de l'industrie de plusieurs des pays d'Europe Centrale, ce qui témoigne de cette complémentarité.

Depuis vingt ans, le succès de l'Allemagne est lié aux relations qu'entretiennent les entreprises industrielles germaniques avec les pays d'Europe Centrale. Les importations de biens intermédiaires sont extrêmement importantes permettant des économies sur les coûts de production. L'Allemagne importe deux fois plus de biens intermédiaires que la France, preuve étant qu'elle joue la complémentarité avec des pays à coûts plus faibles. L'Europe de l'Est doit faire face à un paradoxe. Son positionnement industriel lui permet de rattraper son retard avec le reste de l'Union européenne mais la baisse de la population avec des taux de natalité extrêmement faibles menace son économie. Les tentations protectionnistes et antieuropéennes, de plus en plus vivaces, constituent un autre risque pour l'essor de cette région charnière à proximité de la Russie et de l'Asie.



## HORIZON FINANCE

### LE TEMPS DES ACTIONS A-T-IL SONNE ?

Même si le poids des actions cotées au sein du PIB en France a doublé de 1998 à 2019, passant de 50 à 98 % du PIB, les entreprises françaises se financent essentiellement en ayant recours à l'emprunt. Les faibles taux d'intérêt en cours depuis une dizaine d'années ont conduit à une forte progression de leur endettement qui est passé de 1 100 à 1 800 milliards d'euros de 2008 à 2019. La Banque de France s'inquiétait avant la crise sanitaire de la forte croissance du crédit aux entreprises. Cet endettement rend les entreprises françaises vulnérables en période de crise. Elles peuvent être mises en liquidation en cas d'impossibilité de faire face à leurs échéances. La multiplication des créances douteuses pourrait, en outre, mettre en difficulté les établissements financiers. La crise sanitaire actuelle avec la multiplication des prêts garantis par l'État ne fait qu'accroître la dépendance des entreprises au crédit. Si dans un premier temps, le recours à l'endettement évite des faillites, il pourrait se révéler coûteux à terme.

À la différence de leurs homologues allemandes ou anglo-saxonnes, les banques françaises acquièrent peu d'actions. Les actions cotées au sein de l'actif des banques représentent moins de 8 % du PIB quand les crédits au passif des entreprises atteignent plus de 125 % du PIB (78 % en 1998). Le faible poids des actions dans les fonds propres des banques est en partie imputable à la réglementation en vigueur. En Allemagne, les caisses d'épargne et les banques locales ont

réussi à s'en affranchir en raison de leur faible taille.

Les actions cotées à l'actif des assureurs représentent moins de 4 % du PIB en 2019 contre plus de 6 % en 2000. La décline est intervenue au moment de la crise financière et avec la mise en œuvre du cadre prudentiel Solvency II. Cette réglementation les dissuade de détenir des actions en raison de la consommation induite de fonds propres. Pour changer la donne, le mode de calcul des stress-tests des assureurs (volatilité longue et non courte) devrait être modifié.

En France, les ménages comme les banques et les assureurs détiennent peu d'actions. Leur comportement est assez proche de celui de leurs homologues allemands ou italiens. Il tranche en revanche avec celui des Américains, des Britanniques ou des Néerlandais. Les actions cotées dans le patrimoine financier des ménages s'élèvent à moins de 20 % du PIB contre 80 % pour les produits de taux. Le nombre de détenteurs de PEA est passé de 7 à 4 millions de 2007 à 2020. Si 150 000 nouveaux actionnaires ont acquis des actions au mois de mars dernier au moment de la chute des cours, leur nombre reste faible.

Depuis des années, les pouvoirs publics invitent au renforcement des fonds propres des entreprises à travers une plus large détention par les agents économiques d'actions. La loi PACTE de 2019 visait justement à favoriser leur diffusion notamment à travers le

nouveau Plan d'Épargne Retraite. Celui-ci avait reçu un bon accueil avant la crise. Avec le retour à la normale, sa souscription devrait reprendre.

Pour réduire le poids de l'endettement des entreprises, les achats d'actions ne doivent pas se limiter au seul marché secondaire. Les épargnants, les investisseurs doivent souscrire à de nouvelles actions. Or, le marché « actions » tend à rétrécir. Des entreprises se retirent de la cote du fait des contraintes que cette dernière

impose. D'autres effectuent des rachats d'actions pour augmenter artificiellement leur valeur. La valorisation du financement par les actions suppose que le cadre réglementaire soit simplifié. Par ailleurs, l'Europe reste trop divisée sur le plan financier. À la différence des États-Unis, la profondeur du marché « actions », constituée de plusieurs marchés nationaux, demeure faible.



## TOUR D'HORIZON

### L'ÉCONOMIE DE MARCHÉ SURVIVRA-T-ELLE AU CORONAVIRUS ?

Le Président de la République travaille à la réanimation du Commissariat général au Plan qui avait connu son heure de gloire après la Seconde Guerre mondiale et jusque dans les années 60. Après la défaite de 1940, les destructions liées à la guerre, la planification s'était imposée comme outil de reconstruction. L'amalgame réalisé entre le virus et la guerre aboutit donc à renouer avec cette vieille idée qui trouve ses origines dans feu l'URSS.

Au-delà de cette remise au goût du jour de la planification à la Française, l'époque est à l'interventionnisme. Les grands principes de l'économie de marché et plus globalement du libéralisme sont remis en cause au nom de la priorité affichée à l'emploi et aux entreprises. Comme dans de nombreux domaines, la crise sanitaire accélère le retour du dirigisme qui était déjà bien présent depuis plusieurs années. Cet abandon des canons du libéralisme prend plusieurs formes en concernant tout à la fois la politique monétaire, les échanges, la fixation des revenus et les finances publiques.

#### **Une politique monétaire de moins en moins indépendante**

L'indépendance des banques centrales vis-à-vis de l'exécutif s'est imposée à partir des années 70. Elle était censée protéger la monnaie des gouvernements et s'inscrivait dans le cadre des politiques de désinflation. Le principe était que les États ne pouvaient pas demander à leur banque centrale de financer les dépenses

publiques à travers des mécanismes de création monétaire.

Si l'indépendance formelle demeure, depuis la crise de 2008, elle est devenue une illusion. Les banques centrales sont amenées à prendre en charge une part croissante des déficits publics. Par leur politique de taux bas, elles améliorent la solvabilité des États et facilitent le financement des dépenses. Elles sont devenues des acteurs clefs de l'économie en sortant de la sphère purement monétaire. Leurs marges de manœuvre se sont réduites. En 2019, la FED a été contrainte de baisser ses taux directeurs sous pression du pouvoir politique. Par ailleurs, dans le contexte actuel, elles ne peuvent plus remonter librement leurs taux au risque de provoquer la banqueroute des États. L'indépendance s'est transformée en dépendance. La création monétaire obéit à des considérations économiques mais aussi et surtout budgétaires. La BCE doit tenir compte de la situation des pays les plus faibles pour déterminer sa politique monétaire et non exclusivement de celle de l'ensemble de la zone euro. Si elle oubliait ce principe, les écarts de taux augmenteraient entre les États du Nord et ceux du Sud au point de provoquer un risque d'éclatement. La crise de la Covid-19 amplifie cette tendance avec une monétisation croissante des dettes publiques.

L'interventionnisme monétaire contribue à fausser la valeur de certains actifs, immobiliers ou actions. Le prix de ces actifs n'obéit plus à des

considérations de rentabilité intrinsèque. Il est lié à des phénomènes de report artificiel au niveau de l'allocation des actifs. Les taux d'intérêts très bas modifient en profondeur les rapports économiques. Ils ralentissent la diffusion du progrès technique en permettant à des entreprises logiquement condamnées de se maintenir. Ils ont certainement des conséquences sur le niveau général des prix et sur les modalités de fixation des salaires.

### **Une socialisation croissante des revenus**

La crise engendrée par la Covid-19 s'est traduite par une augmentation, en Europe, du chômage partiel. En France, du mois de mars au mois de juin, plus de 13 millions de salariés ont été à un moment ou un autre concernés. Ces salariés ont été payés par l'État durant leur période de chômage partiel. L'État est également venu en aide aux entrepreneurs indépendants. Cette socialisation a abouti à une augmentation des dépenses publiques qui ont ainsi dépassé 60 % du PIB. Cet accroissement est également imputable à la contraction du PIB du fait de la récession. La socialisation des revenus est un processus qui s'amplifie depuis une trentaine d'années. La création du RMI, remplacé par le RSA, l'instauration de la couverture maladie universelle, etc. sont autant de facteurs qui jouent en faveur de cette socialisation. Des libéraux comme des socialistes poussent à créer un revenu universel pour tous. Les liens entre revenu, travail et couverture sociale s'estompent progressivement mais sûrement. En France, les dépenses sociales représentent plus du tiers du PIB. Les prestations versées aux

ménages constituent pour ceux qui se situent dans le premier décile (les 10 % les plus modestes) plus de 60 % de leurs revenus. Cette socialisation est également la conséquence de l'augmentation du nombre de retraités. Ces derniers qui étaient moins de 5 millions en 1981 sont aujourd'hui 16 millions en France. En 2060, ce nombre dépassera 25 millions.

### **Le retour de l'État**

Si des années 80 aux années 2000, l'air du temps était libéral – en France, un peu moins qu'ailleurs – depuis la crise de 2008, l'interventionnisme est de retour. Les gouvernements ayant été appelés au secours après la faillite de Lehman Brothers sont de plus en plus présents sur le terrain économique. La répétition des crises, le chômage de masse, la montée des inégalités sociales et géographiques sont autant de facteurs qui incitent les dirigeants publics à intervenir de plus en plus fortement. Avec la mondialisation, le marché est, à tort et à raison, accusé de tous les maux. « L'État nounou » est devenu un leitmotiv. Face aux États-Unis, face à la Chine, face aux multinationales de l'information et de la communication, la demande d'un État protecteur augmente.

La crise sanitaire avec la crainte de multiples faillites conduit à un abandon des grands principes économiques de ces dernières années. Le droit de la concurrence est mis entre parenthèse, en France comme en Europe, dans le cadre des plans de soutien sectoriel.

### **Le temps des oligopoles**

Les États ne sont pas les seuls responsables du déclin du libéralisme. L'avènement d'oligopoles dans le

secteur de l'information et de la communication symbolise la réduction de la concurrence et la création de nombreuses positions dominantes. Les GAFAM sont devenus des acteurs incontournables pour de nombreux secteurs d'activité (médias, automobile, finance, services, etc.). Du fait de leur taille, ils bénéficient d'effets de rentes qui ne sont pas ou peu redistribués, ce qui freine d'autant la croissance économique. À la différence des années 1920 ou 1960/1970, les autorités américaines n'ont pas pu – ou n'ont pas voulu – appliquer les lois antitrust. Il en est de même en Europe.

La concentration ne concerne pas que le monde du digital. Tous les grands secteurs sont concernés, l'automobile, l'aéronautique, la chimie, le médicament. Les indices qui la mesurent sont au plus haut. Il en résulte des bénéfices accrus, symbole non pas d'une bonne santé économique mais d'un dysfonctionnement. Pour les libéraux, le bénéfice, le profit est une récompense temporaire qui a vocation à disparaître avec l'arrivée de nouveaux concurrents. La concentration économique est également encouragée par les pouvoirs publics qui souhaitent la constitution de champions nationaux pour lutter contre des concurrents d'origine étrangère. Les plans d'aide attribués dans le cadre de la crise sanitaire accentuent cette tendance de fond.

### **Le retour du protectionnisme**

Depuis quelques années, le libre-échange était contesté que ce soit en Europe ou aux États-Unis. Les manifestations contre l'accord commercial avec le Canada, la sortie

des États-Unis de l'accord Pacifique, la guerre commerciale de ces derniers avec la Chine, étaient autant de signes du retour du protectionnisme. Le Brexit était également une manifestation de ce nouveau protectionnisme teinté de relents de populistes.

Le nationalisme économique semble s'imposer sur fond de pénuries de masques, de respirateurs artificiels ou de doliprane. La méfiance à l'encontre de la Chine s'est accrue avec une demande de protection des intérêts dits stratégiques. Le souhait de relocaliser certaines activités est avancé par de nombreux gouvernements. Ce processus risque de s'avérer complexe et générer des hausses de prix.

### **La transition énergétique en mode antilibérale**

Pour certains, la transition écologique est synonyme de nécessaire décroissance ; pour d'autres, certaines activités comme l'aviation, doivent être limitées au maximum et l'économie être administrativement réorientée. Dans tous les cas, les tenants d'une transition rapide souhaitent tout à la fois un dirigisme et une remise en cause de l'initiative privée. Pour réduire les émissions de CO<sub>2</sub> de 50 % en 2030 par rapport au niveau de 1990 et de 100 % en 2050, ils estiment qu'un signal-prix et des mécanismes de marché ne suffiront pas. Le passage à une économie décarbonée implique des réglementations strictes (émissions de CO<sub>2</sub> pour les véhicules, les usines, etc.) et des obligations (rénovation de l'habitat, interdiction ou limitation de circulation). L'économie de marché est jugée incapable de réduire les émissions de CO<sub>2</sub> en raison de sa myopie supposée même si des progrès notoires ont été réalisés ces

trente dernières années. Les émissions de CO<sub>2</sub> ont ainsi diminué de 20 % en Europe. Pour des raisons climatiques et sociales, les gouvernements interfèrent de plus en plus souvent sur les modalités de fixation des prix en particulier dans le secteur énergétique.

Les appels à plus d'État et plus de social, tendent à moins de liberté d'initiative, mettent à mal, depuis de nombreuses années, les fondamentaux de l'économie libérale sont mis à mal. Ils le sont d'autant plus qu'un processus de concentration modifie en profondeur le capitalisme. Avec la raréfaction des entreprises cotées et la diminution du nombre d'actionnaires (rachats d'actions facilités par la politique des taux bas), l'économie de marché change de visage. Entrée en concurrence frontale avec le modèle d'économie mixte et dirigiste chinois, les pays occidentaux semblent hésiter sur la voie à suivre. La compétition avec le système soviétique avait donné lieu à des inflexions de la part des pays d'économie de marché qui avaient comme en France mis en œuvre la planification. La réponse à la crainte marxiste avait été surtout donnée par le déploiement du fordisme et du keynésianisme. Depuis une dizaine d'années, l'économie de marché est de plus en plus critiquée en son sein comme en témoigne le dernier ouvrage de l'économiste de Natixis, Patrick Artus consacrée à l'austérité salariale. La mondialisation et la digitalisation sur

fond de ralentissement de l'ascension sociale mettent en tension le système capitaliste actuel. La contrainte écologique accentue cette tendance et oblige les entreprises à se réinventer tout en conservant leur rôle. L'entreprise permet là une mise en commun de de moyens, travail et capital ainsi que de compétences, de savoir-faire, d'innovations, en vue de produire un bien ou un service. Elle peut prendre diverses formes, capitaliste, mutualiste, paritaire, associative, etc. Cette mise en commun s'est longtemps effectuée avec comme au théâtre une unité de temps et de lieu. Le libéralisme avait pour vocation d'assurer une autorégulation du système à travers le mécanisme des prix. Depuis le XXe siècle, la présence croissante de l'administration publique a fortement changé les rapports de force surtout au sein des pays européens et en premier lieu en France. Les pouvoirs publics à travers les budgets de l'État et de la Sécurité sociale influencent la conjoncture économique. Si jusque dans les années 80, le dirigisme était direct à travers le contrôle des prix, les nationalisations, la politique du crédit, il a pris d'autres habits depuis, avec le recours croissant à la norme qu'elle soit sociale, technique, ou sanitaire. Que ce soit au niveau des télécommunications, de la finance ou de l'agriculture, le repli de l'État avait été tout relatif. Les crises en cours le remettent simplement en tête de gondole.

## POINTS DE REPÈRE

### L'IMMOBILIER, TOUCHE MAIS PAS COULE

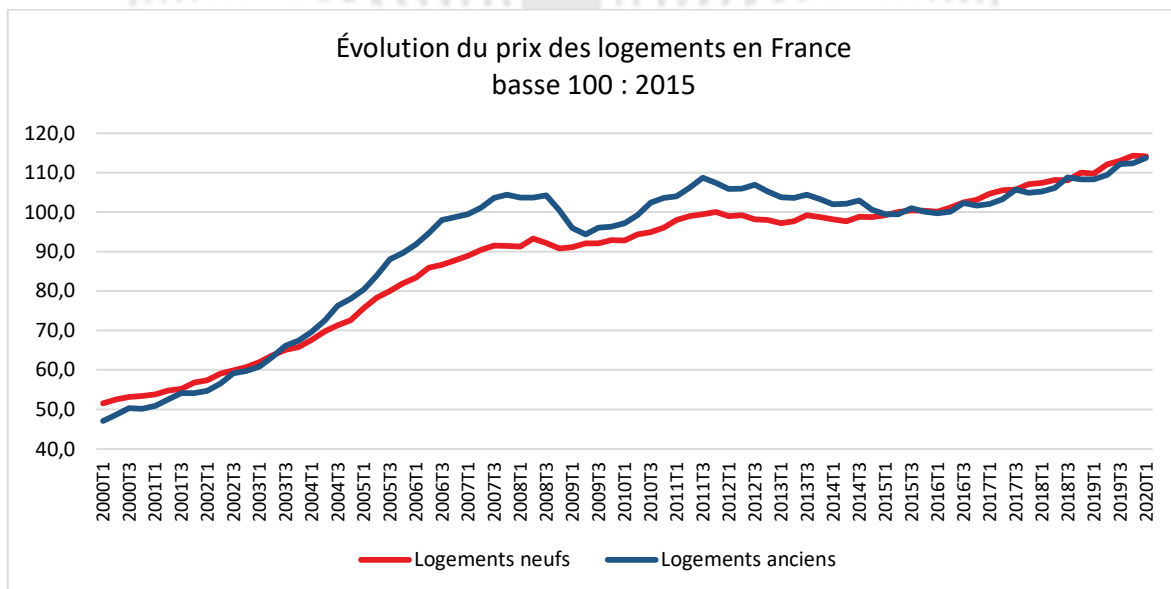
Avec la crise sanitaire, des experts ont estimé que les prix de l'immobilier pourraient perdre entre 5 à 20 % cette année. Pour le moment, cette prévision ne s'est pas encore réalisée. L'immobilier est toujours considéré comme une valeur refuge et les taux bas favorisent toujours la hausse des prix.

Depuis le déconfinement, les notaires ne chôment pas en raison de la multiplication des opérations de vente immobilière. Les vendeurs comme les acheteurs souhaitent conclure rapidement après avoir dû attendre le temps du confinement. Cette multiplication des ventes devrait conduire à une progression des prix, progression qui pourrait se retourner à la rentrée avec le resserrement du crédit qui est attendu.

Au premier trimestre 2020, l'immobilier n'a pas pâti de la crise de la Covid-19. Les prix ont continué à augmenter. Par rapport au trimestre précédent, la hausse est de 1 %. Sur un an, la hausse des prix des logements s'accroît avec une progression de 4,9 %.

Dans le détail, les prix des logements anciens croissent de +1,2 % (après +0,2 % au trimestre précédent). En revanche, ceux des logements neufs diminuent de 0,2 % (après +1,1 % au trimestre précédent).

Sur un an, les prix des logements anciens progressent plus vite (+5,0 % sur un an) que ceux des logements neufs (+3,9 %).



Cercle de l'Épargne - données INSEE

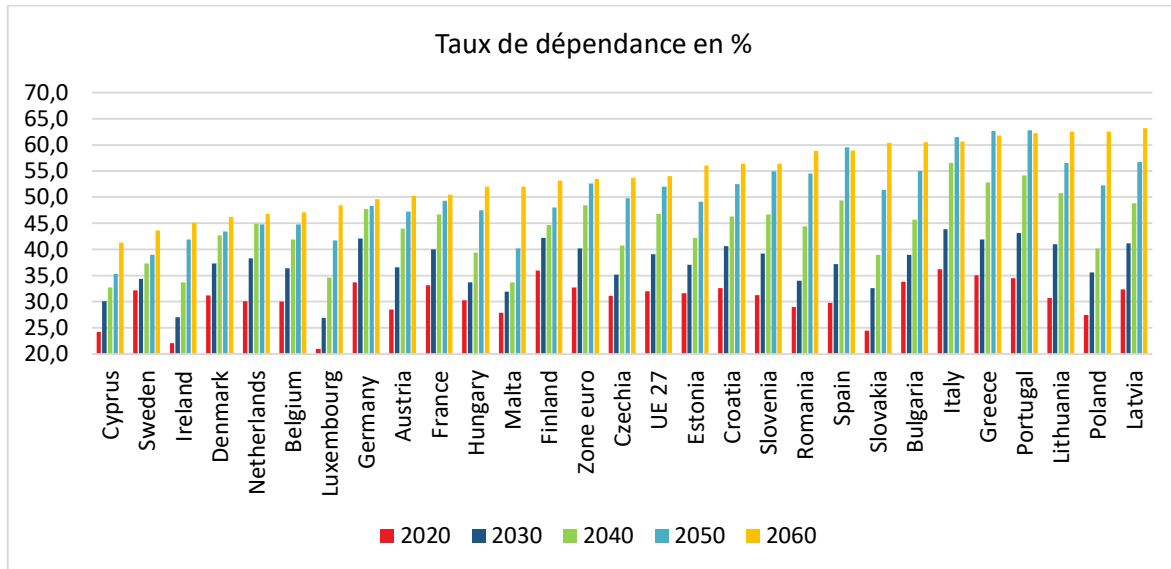
## L'UNION EUROPEENNE ET LA REVOLUTION DEMOGRAPHIQUE

Selon le scénario de référence des dernières projections démographiques publiées par Eurostat, la population de l'Union européenne (UE) continuera de vieillir.

Cela peut être illustré par le taux de dépendance des personnes âgées, défini comme le rapport entre le nombre de personnes âgées (65 ans et plus) et le nombre de personnes en âge de travailler (15-64 ans).

Le taux de dépendance des personnes âgées dans l'UE devrait s'établir à 57 % en 2100, soit près du double de celui de 2019 (31 %). Cela signifie qu'il y aura moins de deux personnes en âge de travailler pour chaque personne âgée de 65 ans et plus.

L'augmentation prévue du taux de dépendance des personnes âgées suit la tendance observée au cours de la dernière décennie (26 % en 2009).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

D'ici 2100, dans les États membres de l'Union, le taux de dépendance des personnes âgées devrait être le plus élevé en Pologne (63 %), suivi de l'Italie, de Malte et de la Finlande (62 % chacun) ainsi qu'en Croatie

(61 %). À l'autre extrémité de l'échelle, les ratios les plus faibles sont projetés à Chypre (52 %), en Suède et en Tchèque (53 % chacun), en Allemagne, au Danemark et en Belgique (54 % chacun).



## 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 % - juin 2020</i>	0,2	0,8	-0,4	-0,3	0,3
<b>Taux de chômage</b> <i>En % - juin 2020</i>	<b>7,7</b>	4,2	8,8	15,6	7,8
<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	-
<b>Dépenses publiques</b> <i>En % du PIB 2018</i>	<b>56,2</b>	43,8	48,1	41,1	46,7
<b>Solde public</b> <i>En % du PIB 2019</i>	<b>-3,0</b>	+1,4	-1,6	-2,8	-0,6
<b>Dettes publiques</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

	RÉSULTATS JUILLET 2020
<b>CAC au 31 décembre 2019</b>	<b>5 978,06</b>
<b>CAC au 31 juillet 2020</b>	<b>4 783,69</b>
Évolution en juillet	-3,27 %
Évolution sur 12 mois	-13,20 %
<b>DAXX au 31 décembre 2019</b>	<b>13 249,01</b>
<b>Daxx au 31 juillet 2020</b>	<b>12 313,36</b>
Évolution en juillet	+0,66 %
Évolution sur 12 mois	+1,37 %
<b>Footsie au 31 décembre 2019</b>	<b>7 542,44</b>
<b>Footsie au 31 juillet 2020</b>	<b>5 897,76</b>
Évolution en juillet	-5,27 %
Évolution sur 12 mois	-22,87 %
<b>Euro Stoxx au 31 décembre 2019</b>	<b>3 745,15</b>
<b>Euros Stoxx au 31 juillet 2020</b>	<b>3 174,32</b>
Évolution en juillet	-1,79 %
Évolution sur 12 mois	-8,33 %
<b>Dow Jones au 31 décembre 2019</b>	<b>28 538,44</b>
<b>Dow Jones au 31 juillet 2020</b>	<b>26 428,32</b>
Évolution en juillet	+3,25 %
Évolution sur 12 mois	-2,83 %
<b>Nasdaq au 31 décembre 2019</b>	<b>8 972,60</b>
<b>Nasdaq au 31 juillet 2020</b>	<b>10 745,27</b>
Évolution en juillet	+8,82 %
Évolution sur 12 mois	+29,87 %
<b>Nikkei au 31 décembre 2019</b>	<b>23 656,62</b>
<b>Nikkei au 31 juillet 2020</b>	<b>21 710,00</b>
Évolution en juillet	-1,30 %
Évolution sur 12 mois	+0,00 %
<b>Shanghai Composite au 31 décembre 2019</b>	<b>3 050,12</b>
<b>Shanghai Composite au 31 juillet 2020</b>	<b>3 310,01</b>
Évolution en juillet	+8,62 %
Évolution sur 12 mois	+12,08 %
<b>Parité euro/dollar au 31 décembre 2019</b>	<b>1,1224</b>
<b>Parité au 31 juillet 2020</b>	<b>1,1787</b>
Évolution en juillet	+4,87 %
Évolution sur 12 mois	+5,67 %
<b>Once d'or en dollars au 31 décembre 2019</b>	<b>1 520,662</b>
<b>Once d'or au 31 juillet 2020</b>	<b>1 971,566</b>
Évolution en juillet	+11,24 %
Évolution sur 12 mois	+37,82 %
<b>Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019</b>	<b>66,300</b>
<b>Pétrole au 31 juillet 2020</b>	<b>43,020</b>
Évolution en juillet	+3,39 %
Évolution sur 12 mois	-33,80 %

**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)