

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>Pour une Europe du XXI^e siècle ?</i>	2
HORIZON FRANCE	3
<i>France, Allemagne, des intérêts pas toujours convergents</i>	3
HORIZON CONJONCTURE	7
<i>La désindustrialisation et la baisse des prix, un même et unique phénomène ?</i>	7
HORIZON EXTERIEUR	9
<i>La Russie, de la résilience au rebond économique</i>	9
HORIZON FINANCE	12
<i>Les taux bas, une conséquence du vieillissement des populations ?</i>	12
TOUR D'HORIZON	14
<i>Le digital ou le retour des oligopoles</i>	14
POINTS DE REPÈRE	17
<i>L'emploi des seniors, la clef de voute du financement des retraites</i>	17
LES STATISTIQUES	19

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

POUR UNE EUROPE DU XXI^E SIECLE ?



Le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne, le 31 janvier dernier. Ce départ, conséquence du référendum de 2016, est une rupture. Elle s'inscrit dans le processus de crise que connaît depuis plusieurs années le multilatéralisme. Ce dernier ne peut pas être ignoré. Après la Seconde Guerre mondiale, la coopération entre les États s'est imposée comme une évidence afin d'éviter la réédition des erreurs de l'après Première Guerre mondiale, et afin de lutter contre la montée du communisme. Le FMI, le GATT, la Banque Mondiale ainsi que la Construction européenne sont nés de cet esprit. 75 ans plus tard, le monde a changé. Le mur de Berlin est tombé, le communisme n'est plus une idéologie conquérante depuis une trentaine d'années. La Chine est devenue la première puissance commerciale et industrielle du monde. Depuis 1945, au moins quatre générations n'ont pas connu de conflit majeur en Europe. Ces dernières décennies ont vu l'avènement de sociétés mondiales ayant des moyens financiers, des capacités d'influence sans commune mesure avec celles des grandes entreprises des révolutions industrielles précédentes. Les GAFAs changent notre vie au quotidien et également notre perception du monde. L'Union européenne ne peut pas nier que la donne a changé. Jusqu'à la création de la monnaie unique, sa

feuille de route était claire. Elle avait vocation à favoriser les échanges commerciaux, éducatifs, culturels des Européens en éliminant les barrières tarifaires ou réglementaires. Mais, depuis vingt ans, l'Europe se cherche une mission, un but. Les institutions européennes, faute de véritable défi consensuel, sont en mode défensif. Elles apparaissent en difficulté pour résoudre la question des migrations. Les dissensions internes en raison notamment d'un élargissement mal préparé, élargissement qui a répondu à des intérêts géopolitiques et non économique, empêche la mise en place d'un projet porteur. Le risque est une Europe réduite aux acquis qui se recroqueville sur ses acquis et son lustre passé. L'Union européenne doit se réinventer. Si l'échec du Traité constitutionnel, en 2005, a marqué un coup d'arrêt dans la refonte institutionnelle, cette dernière n'en demeure pas moins indispensable. Le système en trépied qui repose sur la Commission, le Conseil, et le Parlement, n'est pas inscrit dans le marbre. Il a permis des avancées certaines mais aujourd'hui, apparaît usé. Les difficultés rencontrées pour la nomination de l'actuelle Commission en sont la meilleure preuve. Plus d'État, plus de politique, moins d'administratif apparaissent aujourd'hui nécessaires pour renouer le lien entre l'Europe et les peuples qui la composent.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

FRANCE, ALLEMAGNE, DES INTERETS PAS TOUJOURS CONVERGENTS

De longue date, les Français et les Allemands ont des approches différentes en matière de politique économique. Les premiers privilégient la relance de la consommation quand les seconds préfèrent conforter leurs exportations. Les premiers ont des réflexes d'emprunteurs quand les seconds ont des comportements de prêteurs. Si depuis 1983, la France s'est convertie à la politique de la désinflation compétitive, ce choix est ressenti comme subi et ne semble pas avoir donné tous les résultats espérés. Depuis une vingtaine d'années, les deux pays semblent diverger tant en matière des finances publiques, qu'au niveau des échanges extérieurs et de l'emploi.

Avec le départ du Royaume-Uni de l'Union européenne, la France et l'Allemagne en deviennent les deux piliers. Cette situation n'est pas sans risque. Le premier serait la restauration de l'ancien duopole qui exclurait du processus de décision les autres États dont l'Italie, le Benelux, l'Espagne ou la Pologne. Dans une Europe à 9, 12 ou 15, le poids de la France et de l'Allemagne était prédominant. En outre, dans les années 70 ou 80, la proximité historique de la Seconde Guerre mondiale était telle qu'elle imposait un accord entre les deux ennemis héréditaires. Avec l'élargissement de l'Union européenne, avec l'unification de l'Allemagne, cette situation n'est plus de mise. Les États d'Europe de l'Est entendent avoir également voix au chapitre. Le deuxième risque est lié à la divergence croissante des intérêts entre les deux pays rendant de plus en plus difficile

l'élaboration de projets communs susceptibles d'être proposés aux autres États membres. La divergence peut être politique et économique.

Sur le plan politique, l'Allemagne n'est plus celle de 1970 ou de 1990. Longtemps, elle a considéré que sa responsabilité lors de la Seconde Guerre mondiale l'empêchait de jouer les premiers rôles au niveau international. Ses dirigeants laissaient les Français occuper les premiers rangs. Son objectif était le développement économique et la stabilité de son régime politique. La réunification a été une divine surprise mais pour l'imposer comme une évidence aux autres nations, l'Allemagne a opté pour la modestie. Helmut Kohl a souhaité que son pays conserve ses liens privilégiés avec les États-Unis et son attachement à l'Union européenne. Il a obtenu l'accord de toutes les puissances au prix de quelques concessions, notamment sur la reconnaissance de la ligne Oder-Neisse concernant la frontière avec la Pologne, Russie comprise, et sur l'absorption de l'Allemagne de l'Est par l'Allemagne de l'Ouest. L'Allemagne réunifiée s'est imposée, en toute discrétion, comme la première puissance économique du Continent. Pendant plusieurs années, ce changement de dimension a été masqué par le coût de la réunification (transferts de plus de 150 milliards d'euros par an). Selon le politologue américain, Graham T. Allison, jamais, en Europe, un État n'avait réussi à dominer aussi fortement de manière pacifique. Les réticences françaises ou britanniques ont été assez faibles au

regard de l'enjeu. La Russie trop affaiblie n'avait pas les moyens de s'opposer à la réorganisation du continent.

Les Français ont arraché la monnaie unique en 1990 aux Allemands qui ne souhaitent pas sacrifier leur monnaie et leur politique monétaire car ils avaient besoin de faire passer leur projet de réunification. Même si le projet de création de la monnaie européenne avait été engagé depuis les années 70 et surtout depuis 1985, en Allemagne, les oppositions étaient nombreuses, en particulier au sein de la Bundesbank. Helmut Kohl a joué durant plusieurs années l'ambiguïté. Si aujourd'hui, certains estiment que l'euro fait la part belle aux intérêts allemands, ce n'était pas vécu ainsi il y a trente ans. La monnaie commune, par nature, repose sur une mutualisation et sur une coordination des États membres. Pour la première puissance monétaire de l'Europe, cela aboutissait à un réel transfert de souveraineté que certains jugeaient inutiles et dangereux. Dans les années 90, l'Allemagne dictait sa loi monétaire aux autres pays, la France comprise. Notre pays avait été contraint de s'aligner sur la politique de la Bundesbank entre 1991 et 1994 et d'augmenter ses taux afin d'éviter une série de dévaluations.

Au début des années 2000, l'Allemagne était présentée comme l'enfant malade de l'Europe sur le plan économique avec une croissance en berne, une inflation en hausse et des résultats extérieurs en baisse. À partir de 2004, après la mise en œuvre d'une politique de maîtrise des coûts salariaux, elle a renoué avec les excédents commerciaux et a enregistré une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro. Elle a progressivement reconstruit son Hinterland avec les pays

d'Europe de l'Est qui ont intégré l'Union européenne. De son côté, la France a commencé à rencontrer des problèmes à partir de 2003 avec la réapparition d'un déficit commercial important accompagnant un fort mouvement de désindustrialisation. L'Allemagne a profité à plein du cycle industriel qui s'est amorcé au début du siècle. Les entreprises des pays émergents ont commandé des biens d'équipement en Allemagne quand les classes moyennes et supérieures de ces pays ont acquis des voitures des constructeurs allemands. Lors de ces vingt dernières années, le poids de l'industrie allemande est passé de 18 à 20 % du PIB en Allemagne quand il a diminué de 12 à 10 % du PIB en France. La France dont l'économie est avant tout tertiaire était moins bien positionnée pour prendre des parts de marché. En outre, ses industries plutôt positionnées sur la gamme moyenne ont été concurrencées par celles des pays émergents. Pour résister à cette nouvelle concurrence, les entreprises françaises ont été conduites à délocaliser plus vite et plus fortement que leurs homologues, allemandes.

Depuis le début du siècle, les choix allemands se sont révélés gagnants au niveau économique. En 2018, l'Allemagne occupait de loin la première place économique de la zone euro et de l'Union européenne. Son PIB est supérieur à celui de la France de 30 %. Pour le PIB par habitant, l'écart était de 12 % quand ils étaient identiques il y a trente ans. Le taux de chômage est en Allemagne de 3,1 % contre 8,5 % en France (novembre 2019). Le budget est excédentaire Outre-Rhin quand le déficit reste proche de 3 % du PIB. De même, l'Allemagne respecte à nouveau tous les critères de Maastricht quand la dette publique française a franchi le seuil des 100 % du PIB en 2019. Entre

2003 et 2018, l'Allemagne a considérablement augmenté ses actifs extérieurs nets qui sont passés de 5 à 70 % du PIB quand la dette extérieure française nulle en 2004 atteint désormais 20 % du PIB. L'Allemagne a un niveau d'épargne supérieur à celui de la France, ce qui l'incite à réclamer une meilleure rémunération de l'argent.

Avec l'arrivée à maturité de l'industrie des pays émergents et la montée en gamme de leur production, l'Allemagne subit depuis deux ans un choc économique important se traduisant par une baisse de ses exportations. Les industries traditionnelles en Allemagne (auto, chimie, biens d'équipement) rencontrent une baisse d'activité qui est accentuée par le durcissement des normes environnementales. Ce changement de donne pourrait rapprocher les deux pays qui auraient tout intérêt de coordonner leurs actions dans divers domaines, tel que l'énergie et les nouvelles technologies.

L'Allemagne a toujours considéré que pour maintenir sa compétitivité, un taux de change élevé de l'euro lui était profitable. Sa stratégie repose sur une importation à bas coûts des biens intermédiaires fabriqués dans les pays émergents. L'Allemagne importe deux fois plus de ces biens que la France. Par ailleurs, un euro fort sert d'argument pour maintenir la rigueur salariale. La France pourrait tirer avantage d'un euro fort réduisant le coût des importations ; mais les gouvernements ont toujours défendu l'idée d'un euro faible afin de favoriser les exportations, sans pour autant que cela soit couronné de succès.

Même si officiellement, les autorités allemandes n'en font pas état, leur pays a bénéficié de la sous-appréciation de l'euro en permettant dans les années

2000 et 2010 une forte croissance des excédents commerciaux.

Le vieillissement de l'Allemagne est plus avancé et plus important que celui de la France. La proportion de personnes de plus de 60 ans au sein de la population totale est passée de 23 à 29 % de 1999 à 2019. Elle atteindra 34 % en 2029. Pour la France, cette proportion est passée de 21 à 26 % et devrait atteindre 30 % en 2029. Le regard sur l'endettement est très différent entre les deux pays.

En Allemagne, en vertu de « l'ordolibéralisme », les gouvernements veillent à mettre en place un environnement favorable aux affaires, mais n'interviennent pas dans les décisions des entreprises. En France, l'interventionnisme étatique est de mise, avec la multiplication des partenariats avec les grandes entreprises. Les choix technologiques sont fortement influencés par l'État. Ces deux conceptions très différentes rendent délicate l'élaboration de politiques communes, que ce soit sur le plan industriel ou sur ceux concernant les changes ou les finances publiques. Certains estiment que l'Allemagne pourrait évoluer compte tenu des problèmes auxquels sont confrontées ses industries traditionnelles (automobile, chimie, biens d'équipement) avec la fin du cycle économique et des nouvelles contraintes environnementales. Le changement de paradigme ne doit pas faire oublier les spécificités et les traditions allemandes. L'Allemagne est un pays fédéral dont la population se méfie de toute tentation centralisatrice. La force du pays est de disposer d'un grand nombre de bassins d'emploi diversifiés. La mise en place de politique nationale voire européenne n'est pas souhaitée car elle aboutirait à

remettre en cause un des fondements de la construction allemande telle qu'elle s'est façonnée depuis 1949. Si les relations avec la France sont depuis longtemps normalisées, il n'en demeure pas moins qu'une méfiance subsiste.

La France est suspectée de vouloir imposer ses vues aux autres États membres, voire de tirer profit de l'économie de ses voisins. La rancœur face aux épisodes napoléoniens s'est transmise de génération en génération.



HORIZON CONJONCTURE

LA DESINDUSTRIALISATION ET LA BAISSSE DES PRIX, UN MEME ET UNIQUE PHENOMENE ?

Depuis le début du siècle, les prix des produits industriels sont orientés à la baisse. Depuis 2014, la production industrielle croît moins vite que celle des services. Par ailleurs, l'industrie supporte des taux d'intérêt supérieurs à ceux des services. De fait, les investisseurs estiment que l'industrie constitue un secteur à risques. Le taux d'intérêt réel, calculé avec les prix des produits industriels, est nettement supérieur (150 à 200 points de base pour l'OCDE, 100 à 150 points de base pour la zone euro) au taux d'intérêt réel calculé avec les prix des services. Dans l'industrie, le taux d'intérêt réel à long terme est supérieur au taux de croissance alors que, dans les services, le taux d'intérêt réel à long terme est inférieur au taux de croissance. Toutes ses caractéristiques démontrent l'existence d'une déflation industrielle.

Ce processus inédit depuis le début de la révolution économique provoque une désindustrialisation à l'échelle mondiale qui touche fortement les pays de l'OCDE mais désormais également les pays émergents.

Depuis 1998, le PIB des pays de l'OCDE a augmenté de 50 % quand la croissance de la production manufacturière n'a été que de 18 %, en baisse depuis 2018. Au niveau mondial, l'écart entre le PIB et la production manufacturière se creuse depuis la survenue de la crise de 2008. La production industrielle a augmenté de 70 % en vingt ans mais elle est stable depuis 2016 quand le PIB mondial a progressé de 120 % et de manière

constante à l'exception de la période 2008/2010.

La montée en puissance des pays émergents s'est accompagnée d'une progression sans précédent des capacités de production avec des gains de productivité importants amenant à des baisses des prix. Ce processus ayant abouti à un formidable éclatement des chaînes de production, a été rendu possible dans les années 1990/2000 avec l'essor du transport maritime lié la multiplication du nombre de porte-conteneurs. La crise de 2008 a été un point de rupture. Un effet de saturation est constaté. Les besoins d'équipement au sein des pays émergents ont été en grande partie satisfaits, le marché est de plus en plus porté par le simple renouvellement. Par ailleurs, plus une population s'enrichit, plus elle vieillit, et plus la demande en services augmente au détriment de celle en biens industriels. Après avoir accédé aux biens de consommation, les Chinois souhaitent à présent bénéficier de services de santé, voyager, se cultiver, etc. Au sein des pays avancés, cette évolution constatée depuis plusieurs décennies s'est amplifiée avec le vieillissement. D'autres facteurs ont contribué plus récemment à peser sur la demande en produits industriels. Le durcissement des normes environnementales pèse sur certains produits dont, en premier lieu, l'automobile. Les campagnes contre l'obsolescence programmée, pour le recyclage ou l'économie circulaire, freinent la demande. La moindre consommation de produits

industriels a des effets multiplicateurs : elle ralentit le besoin d'investissement et donc la demande de biens d'équipement. Depuis 2018, la production de biens d'équipement est en recul de 5 %.

Cette désindustrialisation s'accompagne d'une réduction des emplois dans ce secteur d'activité. Au sein de l'OCDE, depuis 1998, l'emploi industriel s'est contracté de 20 %. Cette contraction contribue à la polarisation de l'emploi avec à la clef une montée des inégalités salariales. L'industrie a été un facteur important de l'avènement des classes moyennes et de la convergence des niveaux ainsi que des conditions de vie. L'industrie offre des salaires plus élevés que les services (hors informatique et finance). Les entreprises de ce secteur d'activité sont celles dont les comités d'entreprise étaient les plus dynamiques et où les avantages non salariaux étaient également les plus importants. Depuis vingt ans, les emplois augmentent dans les services

domestiques (+20 %) et dans une moindre proportion dans les secteurs de la communication et de la finance (+15 %). Ces dernières années, les emplois se sont multipliés dans les secteurs des transports, de la logistique et des loisirs. Au sein de l'OCDE, les salaires pratiqués dans le secteur des services domestiques sont deux fois plus faibles que ceux du secteur de la finance. L'écart avec l'industrie est de 40 %. Toujours, au sein de l'OCDE, l'indice de Gini qui permet de mesurer les inégalités sociales est en augmentation depuis 1998.

La multiplication des formes atypiques d'emploi (mini jobs, micro-entrepreneurs, etc.) renforce les effets de la désindustrialisation et pose la question de la couverture sociale des personnes concernées. La tertiarisation génère une précarisation d'une part croissante de la population favorisant ainsi la multiplication des tensions sociales.

HORIZON EXTERIEUR

LA RUSSIE, DE LA RESILIENCE AU REBOND ECONOMIQUE

Vladimir Poutine a fêté les vingt ans de son arrivée au pouvoir. Il a succédé à Boris Eltsine en 2000. À l'époque, la Russie restait profondément marquée par la fin de l'URSS en 1991 qui a été suivie par un emballement de la dette extérieure sur fond de restructuration de l'économie. Après plus de 70 ans de communisme, en quelques années, la Russie a dû mettre en place une économie de marché. Sous la présidence de Boris Eltsine, ce processus a été amorcé dans un climat anarchique avec la montée en puissance d'oligarques, bien souvent des anciens dirigeants communistes qui ont acquis des entreprises publiques. Dès son accession, Vladimir Poutine a tenté tout à la fois de restaurer le crédit économique et financier de la Russie et son rang géopolitique. Sa politique a visé à mettre un terme à la phase révolutionnaire de sortie du communisme. Il s'est appuyé sur l'histoire de la Russie et la religion. Cet esprit de synthèse s'exprime par la restauration de l'hymne de l'Union soviétique comme hymne national (avec de nouvelles paroles) et du maintien du drapeau traditionnel russe à trois couleurs.

L'économie russe a connu une période d'assainissement marquée jusqu'à la grande récession de 2008. Elle a subi un second choc avec les événements ukrainiens en 2014 qui ont débouché sur une récession en 2015 et 2016. La chute du prix du pétrole et les sanctions commerciales après le rattachement de la Crimée ont provoqué une contraction du PIB sur fond de crise monétaire. Depuis plus de trois ans, la Russie a

renoué avec la croissance mais celle-ci n'a pas retrouvé son niveau d'avant 2008.

En 2019, malgré une faible croissance, la Russie peut se vanter de générer d'importants surplus courants et budgétaires. Les autorités ont réussi à diminuer les taux d'intérêt en raison du processus de désinflation. En novembre 2019, la hausse des prix est revenue à 3,5 % en rythme annuel, soit en-deçà de la cible de 4 % fixée par les autorités monétaires. Au mois de décembre 2019, la banque centrale a abaissé pour la cinquième fois consécutive ses taux directeurs les ramenant à 6,25 %, un plus bas depuis 2014. Les taux des obligations d'État à dix ans s'élevaient à seulement 6,5 % mi-décembre (contre 8,8 % un an plus tôt), un niveau inférieur à ce qui prévalait avant la crise de 2014.

Pour l'année 2019, la croissance devrait s'élever à 1,1 % contre 2,3 % en 2018. La croissance économique au troisième trimestre a sensiblement accéléré à 1,7 % en glissement annuel après une croissance de seulement 0,7 % au premier semestre. La demande intérieure a légèrement rebondi, sous l'impulsion notamment d'une hausse de la consommation des ménages. En revanche, comme pour les États membres de l'Union européenne, la Russie a été confrontée au ralentissement du commerce international. En 2020, la croissance devrait bénéficier de la baisse de l'inflation et la poursuite de la détente monétaire. L'investissement privé et, dans une moindre mesure, la consommation des ménages devraient

porter la croissance russe. La consommation pourra compter sur le dynamisme du marché de l'emploi. Les investissements publics sont attendus en hausse avec la mise en place des projets de développement. En revanche, la contribution des exportations nettes à la croissance continuerait à rester négative. Dans le cadre des derniers accords signés avec l'OPEP en décembre 2019, la production pétrolière russe est censée diminuer de 95 000 baril/jour au cours du 1^{er} trimestre 2020 par rapport à la production de novembre (-8,4 %). Dans ces conditions, la croissance devrait être de 1,6 % en 2020 et de 1,8 % en 2021. La croissance pourrait être moindre en cas de chute du prix du pétrole et de renforcement des sanctions commerciales. Avec un taux de croissance compris entre 1,5 et 2 %, le niveau de vie ne retrouvera pas son niveau d'avant 2014. La Russie doit faire face à une baisse de sa population active, ce qui freine la croissance. Ce mouvement devrait se poursuivre jusqu'en 2027 en dépit du relèvement de l'âge de départ à la retraite. La Russie est également freinée dans son expansion par la croissance insuffisante des investissements (+2 % par an en moyenne sur la période 2009-18 contre +12,5 % sur la période 2000-08). Si le taux d'investissement est resté relativement stable à 23 % du PIB, la part des investissements productifs a baissé au profit des investissements dans la construction. Le stock de capital privé a diminué à 159 % du PIB en 2017 contre 282 % du PIB en 2000.

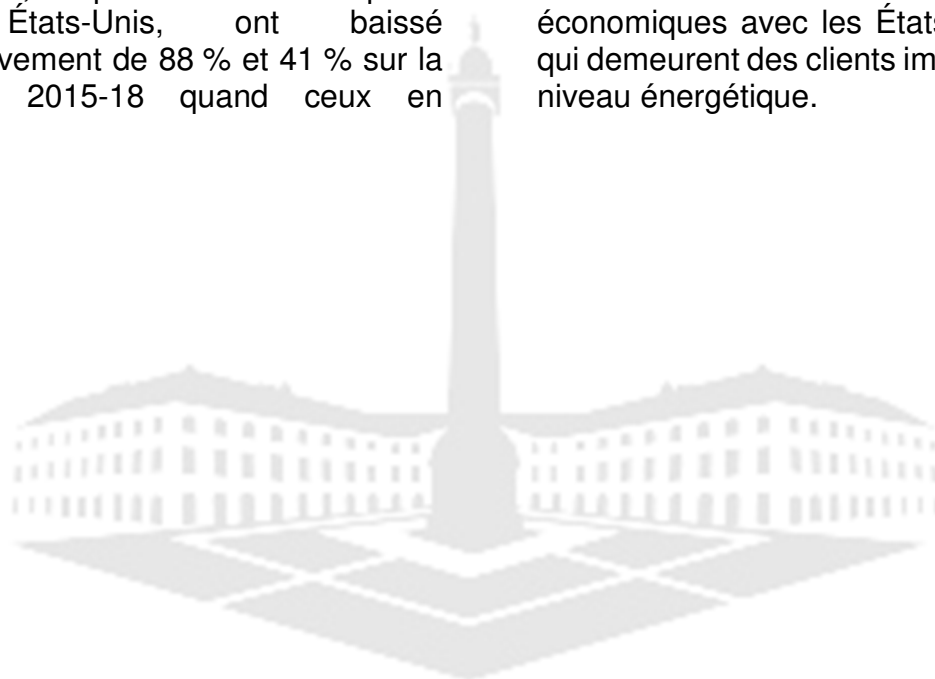
La Russie bénéficie d'une situation favorable en ce qui concerne les finances publiques. Sur les dix premiers mois de l'année 2019, l'excédent budgétaire a atteint 3,5 % du PIB en dépit de la baisse de plus d'1

point de pourcentage des recettes issues des activités liées au pétrole et au gaz. Cette bonne tenue des finances publiques a été facilitée par la hausse des recettes de TVA (+16,7 %). Les dépenses ont augmenté de 6 % avec la hausse des investissements publics. Sur l'ensemble de l'année 2019, les comptes publics devraient rester excédentaires et enregistrer un excédent de 1,6 % du PIB qui devrait baisser jusqu'à 0,6 % du PIB d'ici 2021. Au deuxième trimestre 2019, la dette publique a atteint 14,9 % du PIB. Elle est en repli depuis 2015. Elle est attendue en hausse dans les cinq prochaines années car une partie des dépenses d'investissement 2019-24 (estimées à 1,1 % du PIB par an) sera financée par l'émission de dette. La dette extérieure du Gouvernement s'élevait à seulement 64,5 milliards de dollars au troisième trimestre 2019 ; elle était libellée à 63 % en roubles et 36 % en dollars. Le fonds souverain (le National Wealth Fund) a été en partie reconstitué et dispose désormais de plus de 124 milliards de dollars d'actifs, soit l'équivalent de 7,3 % du PIB contre 4,4 % du PIB en décembre 2018. La dette extérieure de l'ensemble du pays est de 471 milliards de dollars. Elle est libellée à 49 % en dollars contre 61 % en 2013. Les réserves de change ont atteint 436 milliards de dollars en novembre 2019, soit 57 milliards de plus qu'en 2018. Elles couvrent 4,5 fois le service de la dette extérieure. Sur les neuf premiers mois de l'année 2019, la balance des paiements courants a dégagé un solde positif représentant 4,7 % du PIB contre 6,2 % à la même époque en 2018. Cette légère baisse reflète la contraction du surplus commercial provoqué par la diminution des exportations de pétrole et de gaz (effet prix et volume). Hors pétrole et gaz, le solde du compte courant a affiché un déficit de 9,8 % du PIB sur les

trois premiers trimestres 2019. En 2018, les matières premières représentaient deux tiers des exportations russes. Avec les sanctions imposées par les États-Unis et l'Union européenne, les investissements étrangers sont en forte baisse. Sur la période 2014-2019, les nouveaux investissements (hors réinvestissements des profits) n'ont atteint en moyenne que 4,9 milliards de dollars quand ils s'élevaient à plus de 32,5 milliards de dollars sur la période 2008-13. Les investissements d'origine étrangère, en provenance d'Europe et des États-Unis, ont baissé respectivement de 88 % et 41 % sur la période 2015-18 quand ceux en

provenance d'Asie ont été multipliés par 5,2. Cette contraction des investissements étrangers pèse sur la diversification de l'économie russe. Les investissements asiatiques sont fortement concentrés dans le secteur de l'énergie tandis que ceux d'origine américaine ou européenne sont répartis dans de nombreux secteurs.

La résolution du conflit commercial avec l'Union européenne est sans nul doute une priorité pour les deux parties dans les deux prochaines années. La Russie a besoin de retisser des liens économiques avec les États membres qui demeurent des clients importants au niveau énergétique.



HORIZON FINANCE

LES TAUX BAS, UNE CONSEQUENCE DU VIEILLISSEMENT DES POPULATIONS ?

La démographie, comme le soulignait Alfred Sauvy, joue un rôle clef dans les équilibres économiques et sociaux. Ces dernières années, l'évolution des taux d'intérêt est liée, en partie, aux politiques monétaires des banques centrales. Mais elle peut également s'expliquer par la baisse des taux de natalité et de mortalité ainsi que par l'allongement de l'espérance de vie.

Selon des travaux menés par le service économique de la Banque de France et les critères retenus, 45 à 75 % de la baisse des taux seraient liés à la mutation démographique en cours.

Le principal mécanisme déclenché par la transition démographique repose, selon la Banque de France, sur l'accroissement de l'effort d'épargne. Les ménages anticipent un allongement de leur durée de vie et prévoient qu'ils passeront plus de temps à la retraite. Ils opèrent donc un transfert d'une plus grande partie de leurs revenus obtenus pendant leur vie active vers le futur, afin de lisser leur consommation.

L'augmentation de l'épargne amène une baisse des taux qui, de son côté, favorise, l'achat de logements. Considéré comme un bien pouvant tout à la fois servir de garantie pour la retraite et pouvant être transmis, la demande de logement est très forte entraînant une augmentation des prix, obligeant par ricochet à accroître l'effort d'épargne.

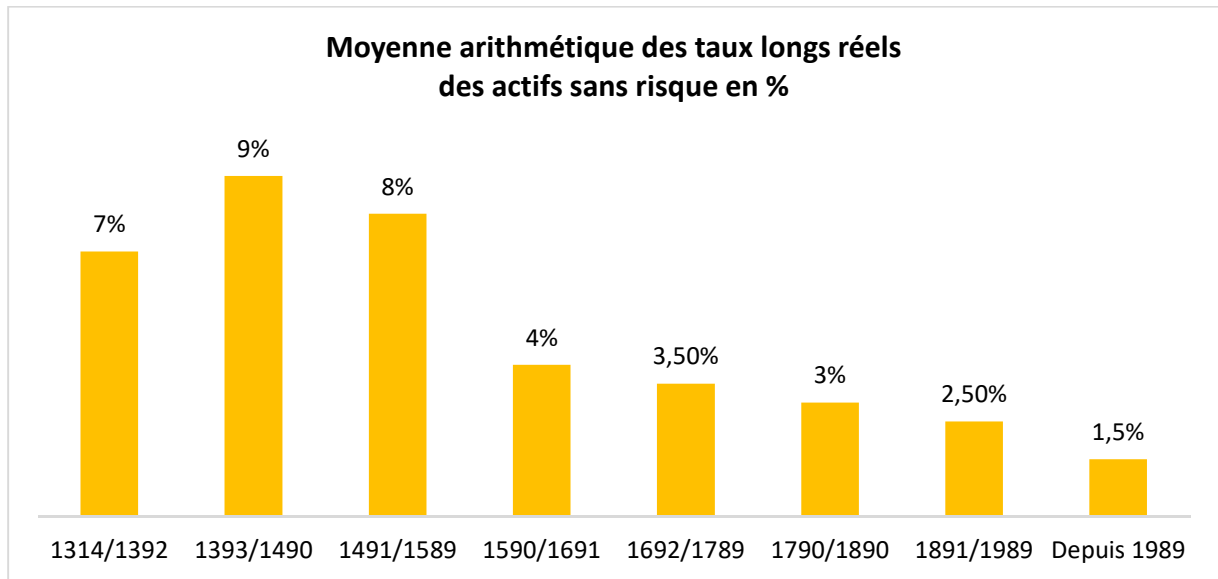
Afin de pouvoir acquérir des actifs immobiliers plus onéreux, les jeunes ménages doivent emprunter plus, de sorte que la hausse du prix des

logements contribue à l'accroissement du ratio d'endettement des ménages/PIB. Au préalable, ils doivent se constituer des apports personnels les obligeant à renforcer leur poche d'épargne.

La Banque de France a, par ailleurs, établi une corrélation entre le niveau de vieillissement d'un pays et sa situation au niveau de la balance des paiements courants. Plus un pays a une population âgée, plus il a de chance de dégager des excédents au niveau de sa balance des paiements courants. C'est évidemment le cas pour l'Allemagne et le Japon.

Les travaux de la Banque de France recourent par ailleurs ceux d'économistes américains. Ainsi, Paul Schmelzing qui a porté son analyse sur l'évolution des taux de rendement réels des titres publics depuis 1311 conclut à la baisse tendancielle des taux en raison de la réduction de la prime de risque qui n'est pas sans lien avec des phénomènes démographiques. L'allongement de l'espérance de vie, l'aversion aux risques et l'érosion des gains de productivité générés notamment par le vieillissement conduiraient à une baisse des taux. Selon ses travaux, les taux réels ont été, en moyenne, depuis 1311, de 4,78 % et, sur les deux cents dernières années, de 2,55 %. Si la tendance de très long terme est baissière, des cycles de hausse et de recul sont constatés à travers les siècles. La phase actuelle de dépression des taux a commencé en 1989 et s'est amplifiée après la crise de 2008. Cette phase de très faibles taux n'est pas unique. Cependant, sa longue

durée la différence des six précédentes.



Source : Cercle de l'Épargne – données P. Schmelzing (2017)

Le cycle baissier en cours date de plus de trente ans. Pour retrouver une aussi longue période de diminution, il faut remonter aux années 1325/1353. En moyenne, les phases de baisse des taux sont de 26 ans. Ce cycle fait suite à une période également atypique de forte progression des taux. La période

1955/1989 a été marquée par une vive remontée des taux réels. La sortie de la Seconde Guerre mondiale, avec la nécessité d'opérer d'importantes reconstructions et d'accompagner la forte croissance de la population, peuvent expliquer ce mouvement haussier.

TOUR D'HORIZON

LE DIGITAL OU LE RETOUR DES OLIGOPOLES

En 2018, Apple et Google contrôlaient 97 % des logiciels de téléphonie mobile. 65 % des recherches sur Internet sont effectuées en ayant recours au moteur de recherche de Google qui contrôle 60 % du streaming vidéo grâce à YouTube. Apple et Google ont capté la moitié du marché publicitaire sur Internet, marché qui représente plus de 50 % du marché total de la publicité sur le plan mondial. L'Apple Store propose plus de quatre millions d'applications ; trois millions de téléchargement sont réalisés par heure. Ces téléchargements procurent un milliard de dollars de chiffres d'affaire par mois dont le tiers revient directement à Apple. Le coût du travail au sein des GAFA est quatre fois plus faible que celui constaté au sein des grandes enseignes de la distribution. Les entreprises du digital ont une capacité à mettre à contribution leurs usagers. Ainsi, le site TripAdvisor qui agrège les hôtels et les restaurants reçoit plus de 170 millions d'avis par an rédigés par 60 millions de personnes. Six nouveaux articles sont écrits gratuitement sur Wikipédia toutes les minutes. Proposées gratuitement, 95 % des applications téléchargées sur Apple Store, représentent plus de trois millions d'années de travail. Rares sont, dans le passé, des secteurs où une telle concentration a été constatée avec à la clef des marges très importantes. Elles peuvent atteindre près de 100 % à partir du moment où l'amortissement du logiciel a été réalisé. La capitalisation de Google et Apple est supérieure à celle des 40 entreprises françaises du CAC 40. Grâce à leurs bénéfices ou à leur capacité à lever de l'argent, les GAFA rachètent de nombreuses

entreprises pour consolider leurs positions. Facebook a été capable d'acheter la messagerie WhatsApp 19 milliards de dollars sachant que cette dernière avait un chiffre d'affaires de 16 millions de dollars et des pertes de 235 millions de dollars. Le véritable capital de WhatsApp reposait en 2014, sur les 470 millions d'utilisateurs. En 2016, Microsoft a imité Facebook en acquérant LinkedIn pour 26 milliards de dollars. Ce réseau avait alors 467 millions de membres. Chaque client représente entre 40 et 60 dollars, ce qui représente peu dans les faits, d'autant que le client est un travailleur déguisé. Ainsi, les 1,5 milliard d'abonnés à YouTube participent à la valorisation du site à travers les vidéos qu'ils mettent. L'augmentation des clients, des abonnés permet de capter une part croissante des budgets publicités et rend difficile l'arrivée de nouveaux concurrents. En vingt ans, le taux de croissance de près de 20 % des grandes entreprises du digitale a modifié le paysage du capitalisme au sein des pays avancés. Les États, les collectivités locales se livrent une bataille féroce pour accueillir des entrepôts d'Amazon même si cela se traduit par la disparition de milliers d'emplois dans la distribution. En 2018, 45 % de la population américaine vit à moins de 30 kilomètres d'un entrepôt Amazon contre 15 % en 2014. Sur cette période, 100 000 emplois dans la grande distribution ont été supprimés.

Les entreprises de tête dans le secteur du digital captent une grande partie de la croissance. La baisse des gains de productivité concerne essentiellement les activités traditionnelles quand dans

les entreprises en phase avec le digital, ces gains dépassent 3 % par an. À la différence des autres cycles de croissance, le ruissellement des gains réalisés par les entreprises de pointe vers les autres ne s'effectue pas. Une segmentation est apparue avec la coexistence de deux types d'activités, celles où les entreprises du digital sont dominantes et les autres. Le marché de la technologie de l'information est dorénavant tenu par des oligopoles. Depuis sept ans, les nouveaux entrants se font de plus en plus rares. Deux tiers des leaders de 2020 étaient déjà présents en 2013, Google, Apple, Amazon, Microsoft, etc.

La divergence des gains de productivité entraîne celle des profits. À l'échelle mondiale, 10 % des entreprises les plus performantes dont beaucoup sont issues du secteur des TIC réalisent 80 % des bénéfices. Les 20 % des entreprises du secteur des TIC le plus en pointe réalisent 85 % des bénéfices de ce secteur. La rentabilité des 100 premières entreprises était supérieure de 16 % de la médiane en 1995. Ce taux est désormais supérieur à 40 %. L'écart entre les entreprises américaines les plus rentables et la moyenne était de 1 à 3 en 1985, écart identique à celui constaté en 1965. En 2017, il était de 1 à 6.

Les techniques et process issus du monde digital ont du mal à se diffuser au sein des secteurs classiques. Les nouvelles technologies provoquent des blocages, des embolies. Elles peuvent aboutir à automatiser la complexité et non à simplifier les modes de production et de commercialisation. En démultipliant le nombre de données, elles créent de la paralysie dans l'action par surabondance. Le tiers du retard de productivité en Europe par rapport aux États-Unis serait imputable à des

problèmes organisationnels et d'intégration des nouvelles techniques dans les chaînes managériales. Un symbole de l'incapacité à répondre au défi du monde digital est selon une étude du Boston Consulting Group, la capacité des entreprises à maîtriser les flux de mails. En dix ans, le nombre de mails envoyés au sein des entreprises à plus de dix personnes a été multiplié par plus de dix aboutissant à des phénomènes de saturation et de déresponsabilisation. En 1970, les services courriers auraient croulé sous la tâche si de telles pratiques avaient eu cours. Selon une étude de Mc Kinsey, les techniques digitales ne seraient exploitées qu'à 20 % de leur potentiel. Les actifs seraient insuffisamment formés et utiliseraient de ce fait qu'une petite partie des solutions auxquelles ils ont accès.

Les gains de productivité de la sphère digitale, au regard des précédentes révolutions industrielles apparaissent décevants. Ce constat vaut également pour les États-Unis même si leur situation, en la matière est plus favorable que l'Union européenne. Le caractère pseudo gratuit de certains services en ligne a été mis en avant pour expliquer la faiblesse des gains de productivité. Une étude du FMI de mars 2017 semble prouver que l'impact des services gratuits sur la productivité est faible. Pour certains économistes, les effets du digital ne sont pas encore réellement matérialisés. Ils rappellent qu'une période de 30 ans est nécessaire pour le déploiement d'une technologie. Pour autant, cela fait 40 ans que les techniques numériques se diffusent. D'autres économistes estiment que le digital offre du confort sans pour autant modifier en profondeur l'activité. Il déplace des richesses mais n'en crée pas. Commander un livre sur Amazon ou se

rendre dans une librairie de quartier ne change pas réellement la donne économique. L'apport de l'électroménager au cours du XX^e siècle a libéré du temps pour les familles qui ont pu se consacrer à de nouvelles activités, sports, loisirs. La taylorisation des chaînes, leur automatisation a

permis à l'industrie d'améliorer sa productivité et de distribuer des salaires plus importants (fordisme). La population consacre de plus en plus de temps à Internet sans qu'il y ait une création de richesses. Le temps est pris sur d'autres activités qui auraient pu être marchandes.

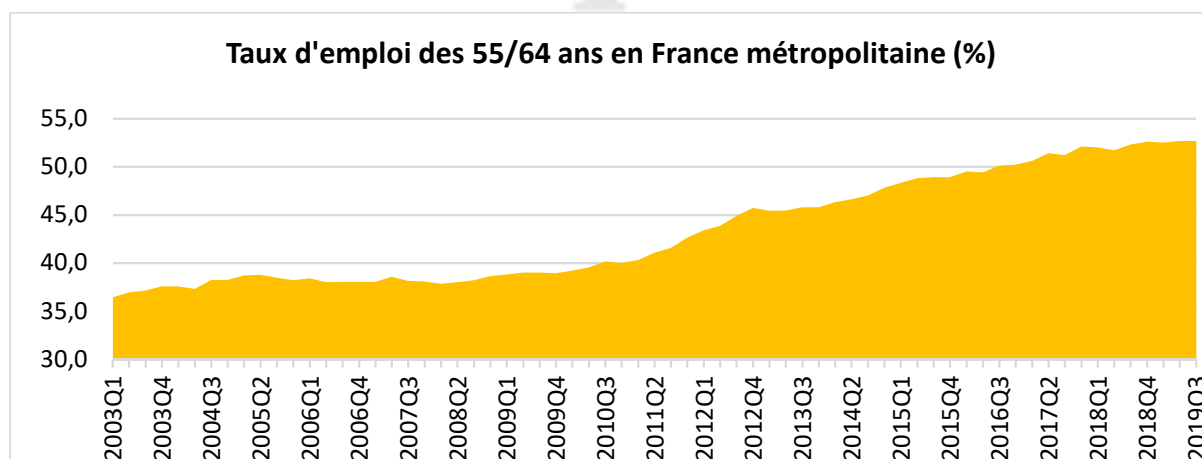


POINTS DE REPÈRE

L'EMPLOI DES SENIORS, LA CLEF DE VOUTE DU FINANCEMENT DES RETRAITES

La France s'est longtemps caractérisée par un très faible taux d'emploi des plus de 55 ans. En 2003, seulement 36 % des plus de 55 ans occupaient en emploi. Ce taux a atteint plus de 52 % en 2019. La montée en puissance de l'emploi des seniors est la conséquence de l'augmentation de la durée de cotisation et du report de l'âge légal de départ à la retraite de 60 à 62 ans. La France se situe encore en-dessous de

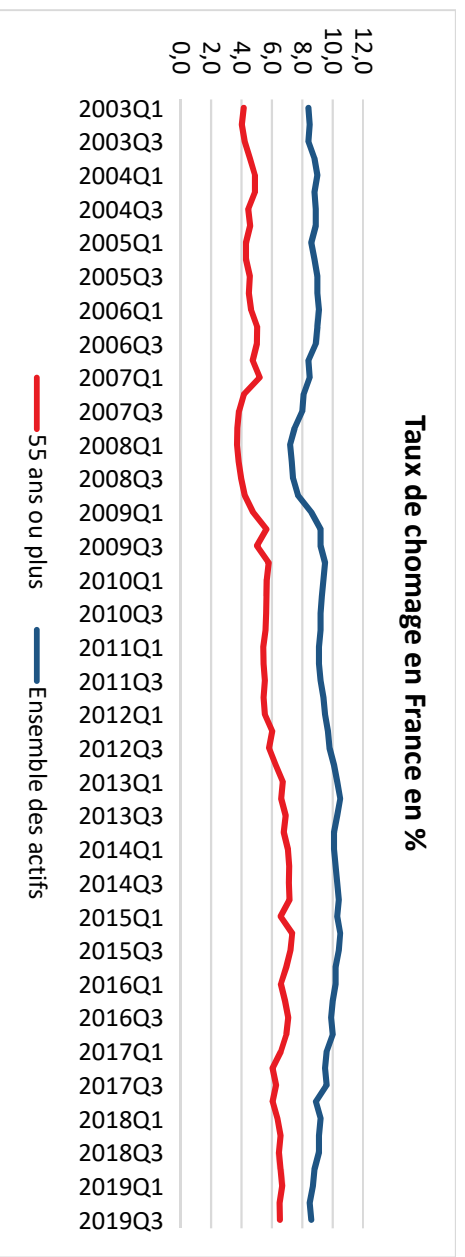
la moyenne des pays de l'Union européenne (59 %). Le taux d'emploi demeure très faible, en France, pour les actifs âgés de plus de 60 ans. Il tombe à 31 % entre 61 et 64 ans. Le projet de loi visant à réformer le système de retraite est construit sur un âge effectif de départ à 65 ans en 2037 sachant qu'aujourd'hui, pour le secteur privé, il avoisine les 63 ans.



Cercle de l'Épargne - source : INSEE

Le taux de chômage des plus de 55 ans demeure nettement inférieur à celui de l'ensemble de la population active. Il était de 6,5 % pour les premiers à la fin du troisième trimestre 2019 contre 8,6 % pour les seconds. Si pour ces derniers, le taux de chômage s'inscrit

en baisse depuis deux ans, ce n'est pas le cas pour les seniors qui connaissent des durées de recherche d'emploi très longues. Plus la moitié des demandeurs d'emploi de plus de 55 ans sont demandeurs d'emploi depuis plus de deux ans.



Cercle de l'Épargne — source : INSEE



LES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Royaume Uni
PIB <i>Mds d'euros 2018</i>	2 350	3 390	1 757	1 208	11 578	2 394
PIB par tête <i>En euros</i>	35 083	40 852	29 071	25 584	33 911	36 014
Croissance du PIB <i>En % - 2018</i>	1,7	1,5	0,1	2,5	1,8	1,6
Inflation <i>En % -déc. 2019</i>	1,6	1,5	0,5	0,8	1,3	1,3
Taux de chômage <i>En % - déc. 2019</i>	8,4	3,2	9,8	13,7	7,4	3,8
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2018</i>	56,2	43,8	48,1	41,1	46,7	40,5
Solde public <i>En % du PIB 2018</i>	-2,5	+1,7	-2,1	-2,5	-0,5	-1,5
Dette publique <i>En % du PIB 2018</i>	98,4	60,9	132,2	97,1	87,2	85,8
Balance des paiements courants <i>En % du PIB - Déc. 2018</i>	-0,7	7,6	2,7	0,9	3,1	-3,8
Échanges de biens <i>En % du PIB - déc. 2018</i>	-2,6	6,9	2,3	-2,7	1,7	-6,5
Parts de marché à l'exportation <i>En % 2018</i>	3,0	8,2	2,8	1,8	26,0	2,5
Variation depuis 1999 en %	-48,9	-19,3	-37,4	-13,3	-24,6	-50,1

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS
CAC au 31 décembre 2019	5 978,06
CAC au 31 janvier 2020	5 806,34
Évolution en janvier	-2,94 %
Évolution sur 12 mois	+16,72 %
DAXX au 31 décembre 2019	13 249,01
Daxx au 31 janvier 2020	12 981,97
Évolution en janvier	-2,02 %
Évolution sur 12 mois	+16,10 %
Footsie au 31 décembre 2019	7 542,44
Footsie au 31 janvier 2020	7 286,01
Évolution en janvier	-3,97 %
Évolution sur 12 mois	+4,96 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2019	3 745,15
Euro Stoxx au 31 janvier 2020	3 640,91
Évolution en janvier	+2,87 %
Évolution sur 12 mois	+15,16 %
Dow Jones au 31 décembre 2019	28 538,44
Dow Jones au 31 janvier 2020	28 256,03
Évolution en janvier	-0,72 %
Évolution sur 12 mois	+12,96 %
Nasdaq au 31 décembre 2019	8 972,60
Nasdaq au 31 janvier 2020	9 150,94
Évolution en janvier	+2,29 %
Évolution sur 12 mois janvier	+27,40 %
Nikkei au 31 décembre 2019	23 656,62
Nikkei au 31 janvier 2020	23 205,18
Évolution en janvier	-1,91 %
Évolution sur 12 mois	+12,88 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2019	3 050,12
Shanghai Composite au 31 janvier 2020	2 976,53
Évolution en janvier	-2,41 %
Évolution sur 12 mois	+15,17 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2019	1,1224
Parité i au 31 janvier 2020	1,1079
Évolution en janvier	-1,10 %
Évolution sur 12 mois	-3,49 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2019	1 520,662
Once d'or au 31 janvier 2020	1 585,740
Évolution en janvier	+4,67 %
Évolution sur 12 mois	+20,17 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019	66,300
Pétrole au 31 janvier 2020	56,080
Évolution en janvier	-15,91 %
Évolution sur un an	-9,22 %

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