

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

| | |
|--|-----------|
| L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS | 02 |
| <i>Pour une Europe du XXI^e siècle ?</i> | <i>02</i> |
| HORIZON FRANCE | 03 |
| <i>France, championne confirmée de la dépense publique</i> | <i>03</i> |
| HORIZON CONJONCTURE..... | 06 |
| <i>La désindustrialisation et la baisse des prix, un même et unique phénomène ?.....</i> | <i>06</i> |
| HORIZON EXTERIEUR | 08 |
| <i>Le Japon a nouveau en plein marasme.....</i> | <i>08</i> |
| HORIZON FINANCE | 10 |
| <i>Trop ou pas assez d'épargne ; il faut choisir.....</i> | <i>10</i> |
| TOUR D'HORIZON..... | 12 |
| <i>Si les privatisations avaient servi à financer les retraites.....</i> | <i>12</i> |
| POINTS DE REPÈRE..... | 18 |
| <i>2019, une nouvelle année historique pour les crédits</i> | <i>18</i> |
| <i>2019, une année très « pierre »</i> | <i>20</i> |
| LES STATISTIQUES DE TVI..... | 22 |

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

POUR UNE EUROPE DU XXI^E SIECLE ?



Pour un front uni face au coronavirus

Une crise débute toujours par la survenue d'un évènement imprévisible. Bien

évidemment, des experts nous disent ou nous diront qu'ils avaient prévu la crise d'origine sanitaire que nous connaissons depuis le début de l'année 2020. Evidemment, nous savions que la réédition d'une épidémie de grande ampleur pouvait intervenir. Durant des siècles, la planète a vécu au rythme des maladies qui d'un coup anéantissaient de nombreuses années d'augmentation démographique. Ces épidémies ont longtemps empêché la croissance économique de s'installer durablement remettant en cause les échanges, et en sapant la confiance au sein des sociétés. Elles ont nourri la méfiance à l'encontre des étrangers, des migrants, des nomades accusés de faire véhiculer les virus. La peste, le choléra, la grippe ont bien souvent débouché sur des mesures protectionnistes. La mise en quarantaine des étrangers dans des lazarets à l'écart des villes était la réponse des pouvoirs publics pour cantonner les maladies infectieuses avec des résultats très souvent décevants. Avant même la mondialisation, ces maladies se sont

affranchies des frontières, des murailles, des règlements. Elles ont été vaincues avant tout grâce aux progrès de la science, par la mise en œuvre de pratiques sanitaires de précaution. Face au défi mondial que représente le coronavirus, la tentation du repli, le retour à l'obscurantisme serait la pire des solutions. Seule une mobilisation, une coopération, internationale est à même de surmonter cette crise d'un nouveau type. C'est un challenge sans précédent pour les équipes de chercheur de trouver dans des délais les plus courts possibles de juguler ce virus encore inconnu il y a six mois. L'important est de restaurer la confiance, d'avoir la certitude que les autorités mettent en œuvre les moyens suffisants pour soigner et pour trouver des remèdes. Devant l'ampleur de la crise, le risque est un blocage complet de l'économie, des échanges avec l'engagement d'une spirale récessive sans précédent. À la différence d'une guerre, l'ennemi est avec le virus, invisible, rendant son pouvoir anxiogène important. Pour cette raison, une véritable coopération de tous les États est indispensable afin de ne pas rayer d'un trait plusieurs décennies de croissance économique.

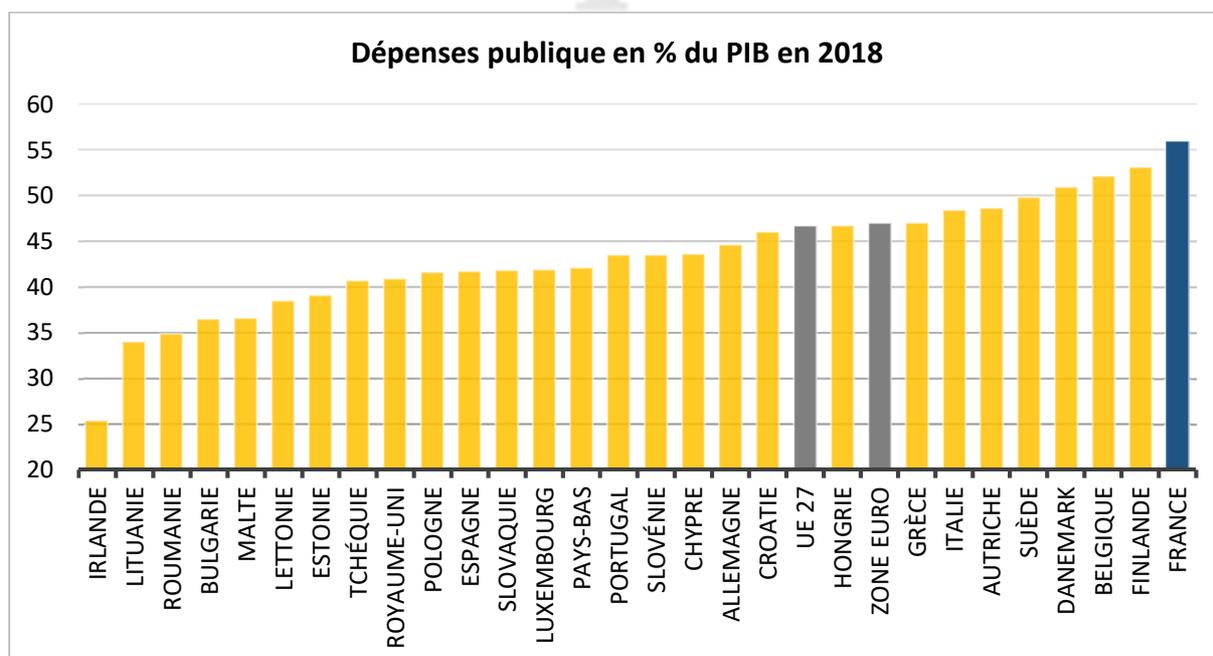
Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

FRANCE, CHAMPIONNE CONFIRMÉE DE LA DÉPENSE PUBLIQUE

Selon Eurostat, en 2018, l'ensemble des dépenses publiques dans l'Union européenne (UE) représentait 46,7 % du produit intérieur brut (PIB). Cette part a régulièrement diminué depuis 2012, lorsqu'elle s'élevait à 49,7 % du PIB. La France reste en tête du classement pour les dépenses publiques avec un taux de 56 %. Elle devance la Finlande (53,1 %) et la Belgique (52 %). À l'opposé, les

dépenses publiques ne s'élevaient qu'à 25 % du PIB en Irlande. En Allemagne, ce taux est de 44 %. Le faible montant en Irlande s'explique par la part limitée de la retraite obligatoire. La France, en revanche, se démarque, par un haut niveau de dépenses dans tous les domaines de l'action publique (protection sociale, emploi, logement, etc.).



Source : Eurostat

Les dépenses de la sphère sociale en nette augmentation

Parmi les dépenses des administrations publiques dans l'Union européenne, la protection sociale (hors santé) est de loin la fonction la plus importante. Elle représente, en moyenne, 19,2 % du PIB en 2018. Viennent ensuite, par ordre d'importance, les fonctions « santé » (7,0 %), « services généraux des administrations publiques » (6,0 %)

tels que les affaires étrangères et les opérations concernant la dette publique, « enseignement » (4,6 %) et « affaires économiques » (4,4 %). Les fonctions « ordre et sécurité publics » (1,7 %), « défense » (1,2 %), « loisirs, culture et culte » (1,1 %), « protection de l'environnement » (0,8 %) ainsi que « logements et équipements collectifs » (0,6 %) ont un poids moins important.

La « protection sociale » et la « santé » sont les deux seules fonctions au sein des dépenses publiques qui sont en hausse en lien avec le vieillissement de la population. Pour l'ensemble de l'Union, les dépenses de protection sociale sont passées de 38,7 % à 41,2 % de l'ensemble des dépenses, alors que les dépenses de santé ont augmenté de 14,3 % à 15,0 %. À l'inverse, les dépenses publiques pour les « services généraux », par exemple, ont reculé de 15,0 % des dépenses totales en 2007 à 12,9 % en 2018. Au cours de cette période, les dépenses publiques pour « l'ordre et la sécurité publics » et la « protection de l'environnement » sont restées inchangées.

La France en deuxième position pour la protection sociale

Le ratio des dépenses des administrations publiques en matière de protection sociale varie d'un État membre de l'Union à l'autre, s'échelonnant de moins de 10 % du PIB en Irlande (9,0 %) à près d'un quart du PIB en Finlande (24,1 %) et en France (23,9 %). Les écarts sont en grande partie liés au rôle des dépenses publiques consacrées à la retraite. Ce pôle représentait 10,4 % du PIB dans l'Union en 2018. Ce taux atteint 13,6 % en Finlande, 13,3 % du PIB en France et en Italie. À l'inverse, les parts les plus faibles ont été enregistrées en Irlande (3,2 %), suivi de Chypre (6,1 %), de la Lituanie (6,2 %) et des Pays-Bas (6,4 %).

La France dans le trio de tête pour les dépenses de santé

Avec des parts d'au moins 8 % du PIB en 2018, le Danemark (8,3 %), l'Autriche (8,2 %) et la France (8,1 %) sont les États membres dans lesquels les dépenses publiques consacrées à la santé sont les plus élevées.

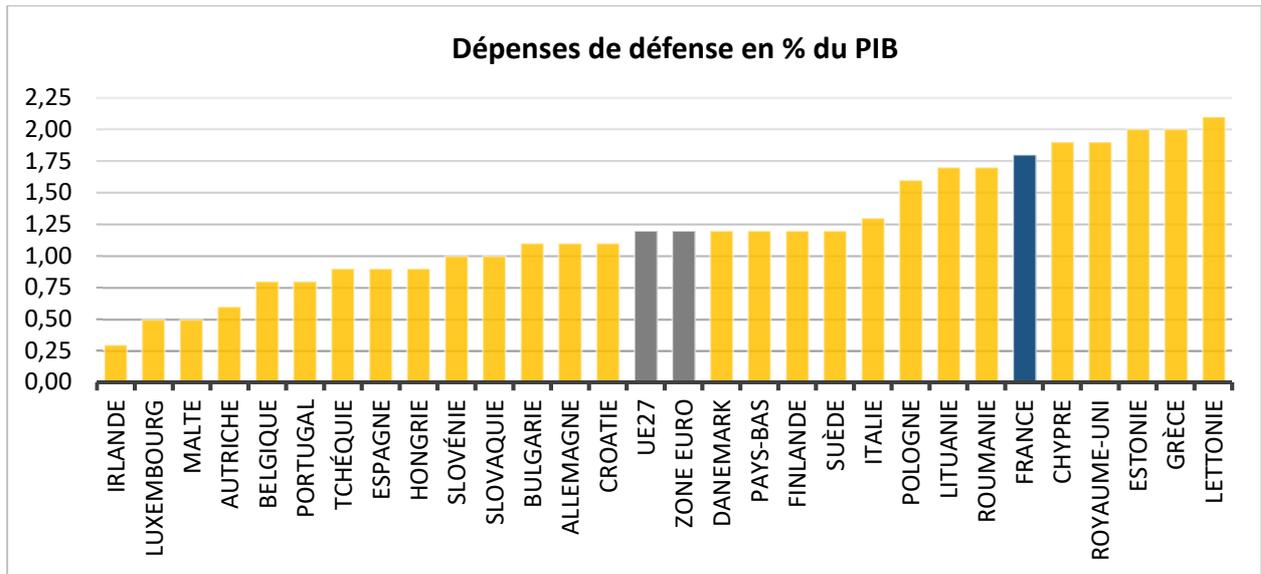
Les dépenses pour l'environnement en pointe aux Pays-Bas

Les Pays-Bas consacrent 1,4 % du PIB à la protection de l'environnement. Ils sont suivis par la Belgique et la Grèce (1,3 %). Avec 1 %, la France se place au 5^e rang.

Défense et ordre intérieur, des dépenses en stagnation en Europe

La Lettonie a consacré 2,1 % de son PIB à la défense, l'Estonie et la Grèce, 2,0 % chacune. La France se place au 5^e rang avec un taux de 1,8 %. La moyenne communautaire s'élève à 1,2 % soit nettement en-deçà de l'objectif des 2 % retenus par les dirigeants européens.

Les dépenses des administrations publiques consacrées à l'ordre public et à la sécurité les plus élevées ont été observées en Bulgarie (2,5 %), en Croatie (2,4 %) et en Hongrie (2,3 %). La France est dans la moyenne avec un taux de 1,7 % du PIB.

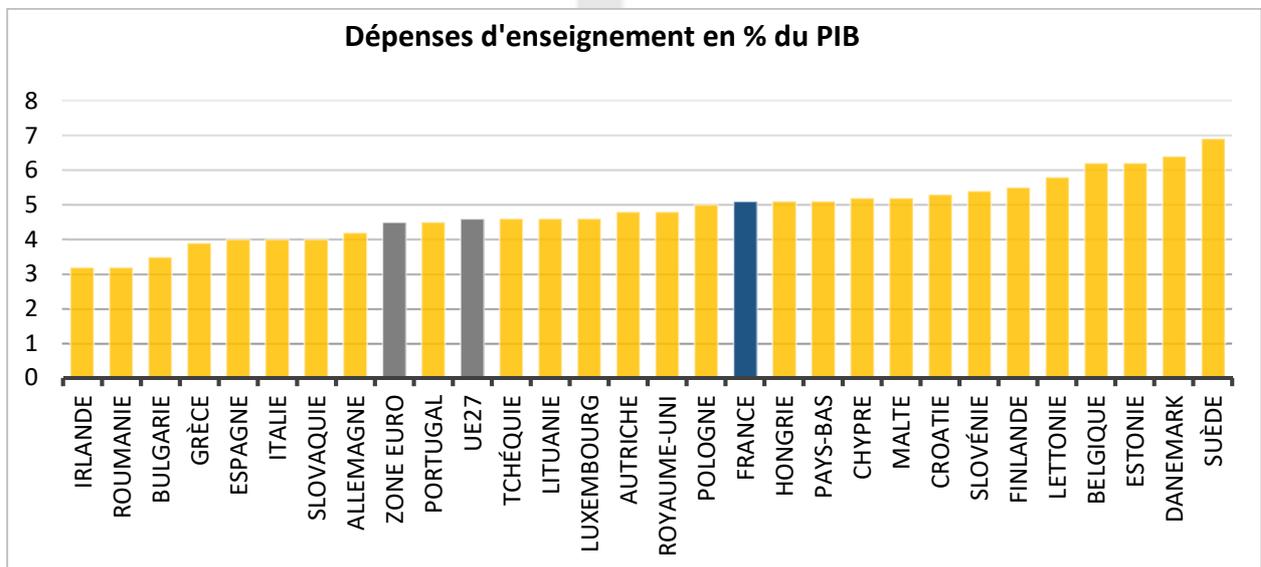


Cercle de l'Épargne – données INSEE

L'éducation, une spécialité de l'Europe du Nord

Les pays qui consacrent le plus à l'enseignement public se situent en

Europe du Nord. La France se place au 13^e rang. Les dépenses consacrées à l'enseignement y représentent 5,1 % du PIB, contre 6,9 % du PIB.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Les comparaisons de dépenses publiques au sein de l'Union européenne sont biaisées par le caractère public ou non de certaines d'entre elles. Ainsi, les retraites complémentaires ne sont pas intégrées dans les dépenses publiques quand elles ne sont pas dites obligatoires.

C'est le cas en Allemagne ou en Irlande à la différence de la France. Dans ce dernier pays, les dépenses scolaires sont en quasi-totalité prises en charge par la sphère publique quand, dans d'autres pays, la part du privé est plus importante.

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 et favorise ainsi la multiplication des tensions sociales.

HORIZON EXTERIEUR

LE JAPON A NOUVEAU EN PLEIN MARASME

Le Japon est en croissance depuis 2012, ce qui constitue sa plus longue période depuis 30 ans. Néanmoins, cette croissance est très faible, entre 0,3 % à 2 % par an. Par ailleurs, entre 1997 et 2019, le Japon a connu 10 années de déflation. Sur la période, l'inflation annuelle a augmenté de 0,05 % quand les salaires moyens ont baissé, malgré la pénurie de main d'œuvre. En ce début d'année 2020, les autorités japonaises craignent une nouvelle récession. Sur la période allant d'octobre à décembre, avant même la détection de l'épidémie en Chine, le PIB nippon avait déjà perdu 1,6 % en glissement trimestriel. Projeté en rythme annualisé, ce recul représente une contraction théorique de 6,3 %, pointe l'exécutif. Il faut remonter au deuxième trimestre de 2014 pour retrouver un refroidissement aussi sévère. Or, depuis le mois de janvier, l'aggravation de la crise du coronavirus se traduit par une diminution importante des touristes chinois. Le ralentissement de la demande en Chine et les difficultés que rencontrent les importateurs en produits chinois pèsent sur la production japonaise. Par ailleurs, les consommateurs japonais commencent à leur tour à hésiter à se rendre dans les grands magasins le week-end.

Le Japon doit, depuis le milieu de l'année dernière, faire face à un contexte économique difficile. En octobre, un typhon brutal avait bloqué certaines régions et découragé la consommation. La guerre commerciale entre Pékin (Beijing) et Washington a touché plusieurs entreprises qui exportent des composants vers des

usines chinoises. Le relèvement de 8 % à 10 % du taux de TVA, le 1^{er} octobre dernier, a pesé lourdement sur la consommation. Les secteurs de l'habillement, de l'automobile et de l'électronique ont été particulièrement affectés. Au total, les statistiques gouvernementales ont enregistré une chute de 3 % des dépenses privées des ménages japonais. Durant le quatrième trimestre, Les entreprises ont réduit leurs dépenses en capital de 3,7 %.

La croissance potentielle du Japon demeure faible

La croissance potentielle japonaise est limitée en raison de la baisse du nombre d'habitants (plus de 200 000 par an) et par les faibles gains de productivité. Le taux de natalité japonais est l'un des plus bas du monde (1,4 enfant par femme en 2017). La baisse de la population, engagée depuis 2008 (300 000 personnes en moins sur l'année 2018), devrait s'amplifier progressivement pour ramener la population totale de 127 millions actuellement à 90 millions en 2060 et 60 millions en 2100. La croissance est entravée par l'absence de marges au niveau de la population active. Le taux de chômage est de 2,2 % au mois de décembre 2019. La pénurie de main d'œuvre est de plus en plus crainte malgré la hausse significative récente du taux de participation des femmes (72 % en 2019 contre 63 % en 2012). Avec une productivité horaire de 42 dollars par heure, le Japon se situe à la dix-neuvième place du classement des pays de l'OCDE. Le paradoxe japonais réside dans la combinaison d'un bon

système éducatif, d'une forte utilisation des robots mais d'une faible productivité. Plusieurs freins sont identifiés, parmi lesquels une faible mobilité des salariés, un système de rémunération fondé sur l'ancienneté, une faible culture du service et un manque de concurrence pour les entreprises qui opèrent sur des marchés protégés.

Une grande puissance corsetée

Le Japon reste malgré tout la troisième puissance économique du monde derrière les États-Unis et la Chine avec un PIB en 2018 de 4 972 milliards de dollars. Le pays enregistre le deuxième excédent courant au monde et dispose d'un patrimoine financier domestique important permettant de financer une dette publique qui l'est tout autant. Les actifs financiers détenus en interne atteignent 28 000 milliards de dollars et cela malgré des taux bas depuis plus de 30 ans. Le patrimoine financier représente presque 600 % du PIB. Ce capital est très majoritairement investi au Japon. Le pays se classe au 6^e rang mondial en termes d'investissements directs à l'étranger.

Le Japon est le premier fournisseur et exportateur au monde de robots industriels. Il continue d'afficher une

position globale de leader dans la recherche et l'innovation. Le Japon reste le premier détenteur au monde de brevets en stock et le deuxième en flux derrière la Chine.

Pour enrayer la récession, les pouvoirs publics disposent de peu de moyens du fait de l'endettement et du niveau des taux d'intérêt. Le Gouvernement a néanmoins promis de nouveaux assouplissements budgétaires. La dette publique brute du Japon a augmenté de 69 % à 240 % du PIB entre 1990 et 2019. Cette hausse s'explique par la hausse des dépenses publiques mais aussi par la diminution des recettes en relation avec les différents plans de soutien mis en œuvre par les pouvoirs publics. L'outil monétaire utilisé depuis plus de trois décennies offre également peu de marges pour favoriser la relance de l'économie.

Le Japon est, après la Chine, avec la Corée du Sud, l'Italie et la France, le pays le plus touché par l'épidémie de coronavirus. Compte tenu du poids de l'industrie électronique, le Japon est touché par le ralentissement de la production chinoise. Cette crise devrait accroître sensiblement l'épisode récessif dans lequel est plongé le pays depuis plusieurs semaines.

HORIZON FINANCE

TROP OU PAS ASSEZ D'ÉPARGNE ; IL FAUT CHOISIR

Pour certains économistes, le monde souffrirait d'un excès d'épargne, épargne qui serait mal employée. Pour autant, la transition énergétique qui impose la transformation des modes de production, de distribution et de consommation des énergies devrait mobiliser des volumes importants de capitaux. De même, les exigences accrues en matière de formation nécessitent en la matière des investissements conséquents tout comme le vieillissement de la population (retraite, équipements dans la santé, la dépendance, adaptation des logements).

L'épargne est une renonciation à la consommation. Elle est aussi la conséquence d'excédents liés aux balances commerciales. Quand l'Allemagne dégage un solde de la balance des paiements courants de plus de 250 milliards d'euros, une grande partie est épargnée. Les exportateurs ne consomment pas les gains liés aux exportations pour réaliser des investissements ou pour accroître les rémunérations de leur personnel. Ils ont tendance à privilégier des placements sûrs considérés comme peu productifs. Les particuliers au sein des pays avancés ont également tendance à accroître leur effort d'épargne pour faire face à des risques avérés ou supposés. L'augmentation de la précarité, le vieillissement de la population sont autant de facteurs conduisant à une augmentation du taux d'épargne. Cette dernière concerne tant des pays disposant d'une faible couverture sociale que des pays à fort système d'État providence. Le taux d'épargne privée à l'échelle mondiale

est passé de 26 à 29,5 % du PIB de 1998 à 2019. La hausse a été rapide dans les années 2007 à 2010.

Les États-Unis, les grands bénéficiaires de l'épargne mondiale

L'augmentation du taux d'épargne concerne l'ensemble des grandes zones économiques mais elle a été plus forte en Chine et dans les autres pays émergents. Cette épargne s'est orientée vers des pays offrant une certaine garantie avec un rendement plus élevé que la moyenne. Depuis une dizaine d'années, les États-Unis apparaissent comme les grands gagnants de cette allocation. Le déficit de la balance des paiements courants a été financé par le surcroît d'épargne au niveau mondial. La Chine et les pays exportateurs de pétrole sont les principaux contributeurs. Cette affectation d'une part non négligeable de l'épargne mondiale aux États-Unis permet aux Américains de maintenir un niveau élevé de consommation en épargnant moins. Depuis vingt ans, la croissance du PIB par habitant américain est, en grande partie, financée par des capitaux extérieurs. Le PIB par habitant est ainsi passé, aux États-Unis, de 40 000 à 65 000 dollars entre 2002 et 2018, soit une augmentation de plus de 62 % qui est nettement supérieure à celle enregistrée au sein des pays émergents hors Chine (40 %). Pour la zone euro et le Japon, le PIB par habitant a connu sur la même période une progression de 60 % quand elle a été de 300 % en Chine. La circulation de l'épargne mondiale s'est effectuée au profit des pays avancés, ce qui a

limité d'autant les dépenses d'équipement au sein des pays émergents et en voie de développement.

L'épargne finance avant tout les dépenses courantes

Le principe en vertu duquel l'épargne d'aujourd'hui est l'investissement de demain et la croissance d'après-demain est de moins en moins respecté. L'épargne sert à financer les dépenses courantes des administrations publiques sans être potentiellement créatrice de richesses à venir. Ces dernières ont capté une grande partie de l'accroissement de l'épargne en maintenant des déficits élevés. Si le solde des administrations publiques, au niveau mondial en 2008 était excédentaire de 0,2 % du PIB, il était déficitaire de près de 2 % en 2018. Sur la même période, le poids des investissements publics a eu tendance à diminuer. Depuis 2007, l'investissement privé mondial a certes augmenté d'un point de PIB passant de 20,8 à 21,8 % du PIB mais il n'a absorbé qu'un tiers de l'augmentation de l'épargne. L'effet d'éviction que jouerait la demande publique en épargne serait, pour certains économistes, faible. La demande privée en capital serait, a priori, aujourd'hui facilement satisfaite et cela à des coûts historiquement bas. La tertiarisation de

l'économie réduirait les besoins en capitaux même si la digitalisation entraîne une augmentation des budgets informatiques. L'investissement reste peu dynamique en raison d'une aversion aux risques élevée des dirigeants qui privilégient, pour les sociétés en actions, la distribution de dividendes ou la valorisation du cours (à travers notamment des rachats d'actions).

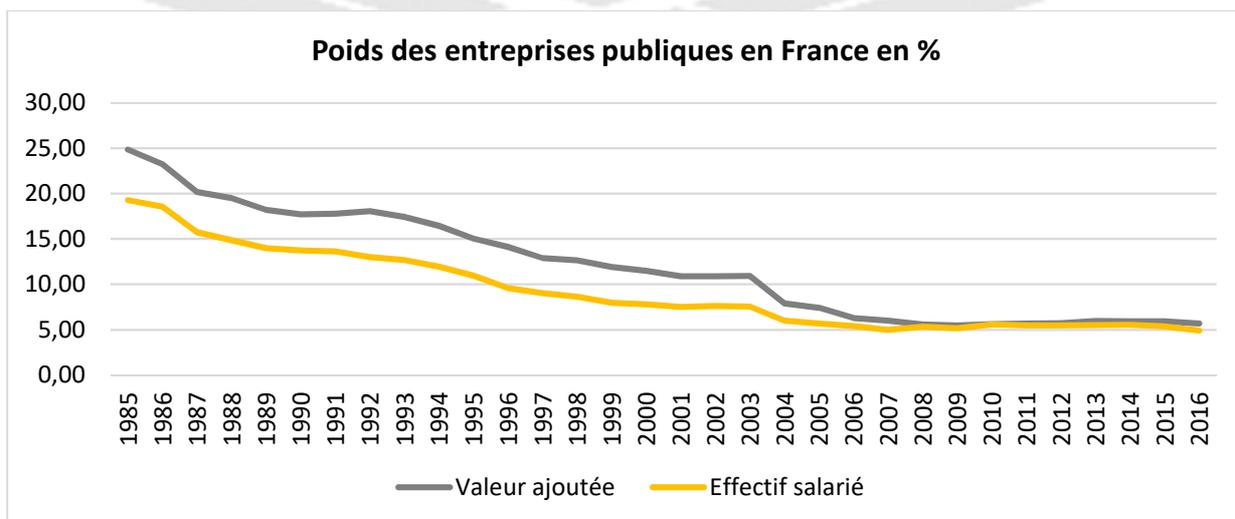
L'excès d'épargne mal employé entraîne une certaine forme de gaspillage et une moindre progression des gains de productivité. Ces derniers qui évoluaient autour de 3 % à l'échelle mondiale avant la crise de 2008 sont descendus autour de 1 % depuis trois ans (source Datastream). Les économistes libéraux du XVIII^e siècle se méfiaient des bénéfices et de l'excès d'épargne qui pouvaient amener à une mauvaise allocation des ressources en faussant le prix de l'argent. La baisse des taux d'intérêt contrairement à ce qui avait été imaginé n'a pas fortement accru l'investissement. Elle a en revanche permis d'améliorer la solvabilité d'un certain nombre d'acteurs. Elle a également faussé la hiérarchie du temps et de son prix. L'avenir qui est une donnée clef dans l'économie capitaliste, n'est plus rémunéré à sa juste valeur.

TOUR D'HORIZON

SI LES PRIVATISATIONS AVAIENT SERVI A FINANCER LES RETRAITES...

Jean-Pierre Thomas, Président de Thomas Vendôme Investments avait, en 1993, rédigé un rapport sur les privatisations afin de s'engager dans le débat sur l'épargne retraite. La France a perdu une génération avant de mettre en place une législation cohérente en matière de supplément de retraite par capitalisation. Beaucoup de temps a été perdu. Le nouveau Plan d'Épargne Retraite s'inspire de la loi Thomas qui avait été adoptée en 1997 avant d'être abrogé par le Gouvernement de Lionel Jospin. La France ne serait pas confrontée au problème de financement des retraites que nous connaissons actuellement si l'argent des privatisations avait été reversé dans des fonds de pension. Cet argent aurait permis de renforcer nos entreprises et améliorerait le quotidien des retraités. L'étude ci-dessous retrace le bilan de 34 ans de privatisation, avec en filigrane, la question du financement

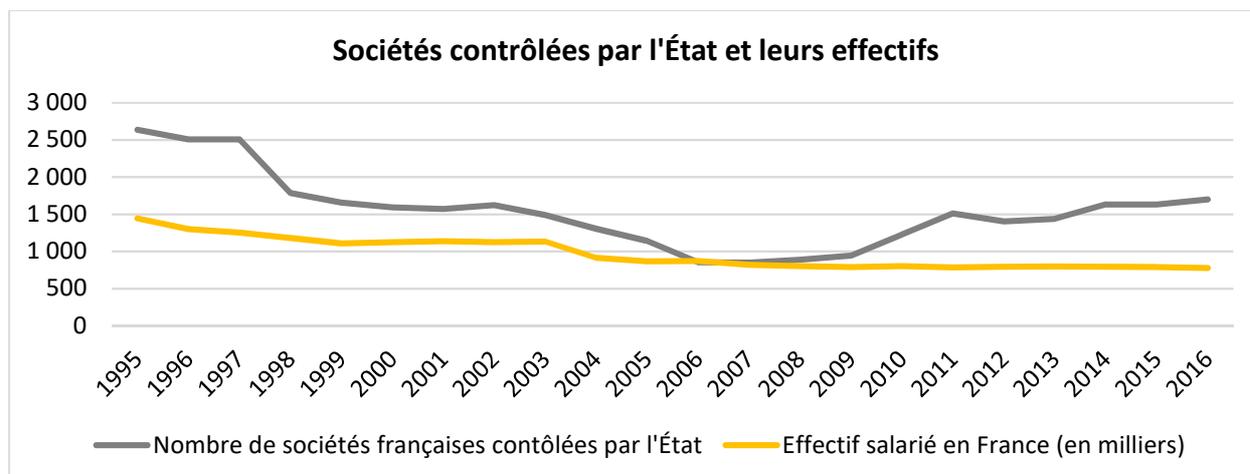
des retraites. Le Gouvernement d'Édouard Philippe a mené sa première privatisation d'entreprise publique avec la mise sur le marché de 52 % du capital de la Française des Jeux. Plus de 500 000 actionnaires ont répondu positivement à l'offre de l'État qui a récupéré plus de 1,9 milliard d'euros de recettes. Émis à 19,5 euros, l'action « Française des Jeux » évolue depuis autour de 23,5 euros. Une autre opération de privatisation devrait être menée au cours de l'année 2020, au terme de la procédure inédite de référendum populaire, avec le groupe Aéroports de Paris. Depuis 34 ans, plus de cinquante entreprises ont été privatisées. Le poids de l'État dans l'économie qui était élevé en 1985, a fortement diminué tout en restant supérieur à celui constaté chez nos principaux partenaires.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Fin 2016, l'État contrôle en France directement 85 sociétés françaises. Par le biais de ces dernières et de leurs

filiales, il contrôle au total 1 702 sociétés françaises (sociétés dites publiques), qui emploient 778 100 salariés.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Des nationalisations aux privatisations, le rôle du politique déterminant

La France a connu deux grandes vagues de nationalisation : après la Seconde Guerre mondiale et en 1981. Le Général Charles de Gaulle énonce très tôt son objectif de nationaliser des entreprises au sein de secteurs jugés clefs pour l'économie française. Il l'a exprimé dès 1942 lors d'un discours à Londres. Il justifiait alors cette politique par son ambition de restaurer le rôle central de l'État français. Par ailleurs, sa culture le poussait à une certaine méfiance à l'encontre du capitalisme. Le modèle de la planification reposant sur un large secteur public a le vent en poupe avec les succès supposés des ex-républiques soviétiques qui apparaissent alors comme une autre voie par rapport à l'*American way of life*. En 1944, les nationalisations sont justifiées par la nécessité pour l'État de disposer de la capacité de réaliser la reconstruction dans les meilleures conditions. Plusieurs nationalisations sont opérées afin de sanctionner des dirigeants d'entreprises accusés d'avoir collaboré avec l'ennemi. Ces nationalisations permettaient également d'acheter une paix sociale

vis-à-vis des syndicats. Le constructeur automobile Renault est nationalisé le 16 janvier 1945. Le Crédit lyonnais, le Comptoir national d'escompte de Paris, la Banque nationale pour le commerce et l'industrie et la Société générale sont nationalisés le 2 décembre 1945. Pour leur part, les compagnies charbonnières, de gaz et d'électricité passent sous le contrôle de l'État le 8 avril 1946. Plus tard en avril, 34 sociétés d'assurances sont nationalisées. Une troisième vague de nationalisations aura lieu en 1948 dans les secteurs du transport terrestre, aérien et maritime. Le préambule de la Constitution de la IV^e République (27 octobre 1946), légitime ses nationalisations en mettant l'accent sur le caractère essentiel de la nationalisation. Comme l'indique cet extrait du préambule, « *tout bien, toute entreprise, dont l'exploitation a ou acquiert les caractères d'un service public national ou d'un monopole de fait, doit devenir la propriété de la collectivité* ». Les nationalisations obéissent à des considérations essentiellement politiques même si des considérations de nature économique et sociale ne sont pas absentes. Les nationalisations figuraient au programme commun de gouvernement, signé le 27 juin 1972,

entre le Parti socialiste (PS), le Parti communiste et les Radicaux de gauche. En 1977, les Radicaux de gauche se retirent du programme commun en raison de leur hostilité aux nationalisations que le Parti communiste souhaite accroître. François Mitterrand reprend l'essentiel du programme de privatisation de 1972 dans ses « 110 propositions » pour l'élection présidentielle de 1981 (21^e proposition). Après l'élection, un débat s'ouvre à gauche sur la nécessité de nationaliser à 100 % ou de se contenter d'une nationalisation à 50 %. François Mitterrand arbitrera alors pour la nationalisation totale sauf pour le Groupe Dassault.

Les cinq premiers groupes industriels privés français, trente-neuf banques et deux compagnies financières sont alors nationalisés. Le secteur public emploie le tiers des salariés français. Ces nationalisations sont un gage donné au Parti communiste. Elles visent à donner les moyens à la gauche qui arrive pour la première fois au pouvoir depuis 23 ans de mettre en œuvre sa politique. Elles permettent également d'empêcher la faillite de certaines entreprises en manque de fonds propres. Ces nationalisations interviennent au moment où les partenaires de la France s'engagent dans un processus de libéralisation de leur économie. Margaret Thatcher a lancé un processus de revente des entreprises publiques qui avaient été nationalisées sous les gouvernements travaillistes.

En 1986, pour les élections législatives, le RPR et l'UDF ont placé au cœur de leur projet le lancement d'un vaste plan de privatisation. François Mitterrand s'oppose à signer les ordonnances relatives aux privatisations obligeant la majorité de l'époque à passer par la loi.

Celle-ci, en date du 7 juillet 1986, prévoit la privatisation d'une soixantaine de sociétés, la liste comprenant tout à la fois des entreprises nationalisées en 1945 que des entreprises qui l'ont été en 1981. L'État apparaît alors dans l'incapacité de jouer de manière rationnelle son rôle d'actionnaire. Il est soumis à des considérations d'ordre économique mais aussi politique et social. En raison de ses difficultés budgétaires, il ne peut plus apporter les fonds propres aux entreprises qui en ont besoin pour leur développement, apports qui sont, en outre, très réglementés par la Commission de Bruxelles. L'État a besoin de trouver des ressources pour limiter autant que possible son endettement.

Entre 1986 et 1988, 11 entreprises publiques sont cédées au privé. Les recettes, en valeur actualisée en 2019, s'étaient élevées à 20 milliards d'euros. Les entreprises privatisées étaient les suivantes :

- Saint-Gobain (1986) ;
- Paribas (23 janvier 1987) ;
- TF1 (16 avril 1987) ;
- Crédit commercial de France (7 mai 1987) ;
- Compagnie générale d'électricité (23 mai 1987) ;
- Société générale (27 juin 1987) ;
- Havas (1987) ;
- Mutuelle générale française (1987) ;
- Banque du bâtiment et des travaux publics (1987) ;
- Matra (1988) ;
- Suez (groupe) 1988.

Lors de la campagne présidentielle de 1988, François Mitterrand popularise le concept du « ni-ni », ni nationalisation, ni privatisation. Malgré tout, de 1988 à 1993, plusieurs opérations seront

menées sous forme d'ouverture du capital à des actionnaires privées (Renault, Crédit Local de France et Elf Aquitaine). Les cessions porteront sur un peu plus de 5 milliards d'euros.

La large victoire du RPR et de l'UDF en 1993 relance le processus de privatisation. Sept grandes entreprises sont privatisées de 1993 à 1997 pour une vingtaine de milliards d'euros : Rhône-Poulenc, BNP, Elf-Aquitaine, UAP, SEITA, TOTAL et COFACE.

Le Gouvernement d'Alain Juppé poursuit les privatisations d'entreprise. En dix-huit mois, huit grandes entreprises sont concernées avec, à la clef, près de 7 milliards d'euros de recettes : AGF, Compagnie générale maritime, Péchiney, Usinor-Sacilor, Renault (nouvelle ouverture du capital), Compagnie française de navigation rhénane (CFNR), ATIC (association technique de l'importation charbonnière), BFCE et Bull. Au fur et à mesure des privatisations, les opérations de gré à gré deviennent plus nombreuses (BFCE, ATIC, Renault).

Le Gouvernement de Lionel Jospin issu des élections de 1997 et soutenu par une majorité dite plurielle (PS, PC, écologistes) procéda à son tour, à partir de 1999, à de nombreuses opérations de privatisation. La durée du Gouvernement et le contexte économique porteur expliquent sans nul doute cette situation. Les opérations de privatisations rapportèrent plus de 31 milliards d'euros en cinq ans. Elles concernèrent :

- Air France (ouverture du capital) ;
- Autoroutes du sud de la France (privatisation partielle) ;
- Crédit lyonnais ;
- France Télécom (ouverture du capital) ;

- Eramet ;
- GAN ;
- Thomson Multimédia ;
- CNP (ouverture partielle du capital) ;
- Aérospatiale (EADS) (ouverture du capital).

Durant le second mandat de Jacques Chirac, les deux Premiers Ministres successifs ont également engagé de nombreuses cessions de capital. Jean-Pierre Raffarin mena six opérations de cessions de capital pour un montant total de 13 milliards d'euros et Dominique de Villepin compte à son actif, 8 opérations pour 25 milliards d'euros. Plusieurs opérations menées durant cette période poursuivent des processus d'ouverture du capital engagés précédemment.

De 2002 à 2005, les cessions concernèrent :

- Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (privatisation partielle) ;
- France Télécom ;
- SNECMA ;
- Société des autoroutes du Nord et de l'Est de la France (privatisation partielle) ;
- Le Crédit Lyonnais ;
- Thomson.

De 2005 à 2007, les opérations d'ouverture de capital ont intéressé les sociétés suivantes :

- Société des autoroutes du Nord et de l'Est de la France (privatisation totale par cession de gré à gré du solde du capital) ;
- Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (privatisation totale par cession de gré à gré du solde du capital) ;
- Autoroutes du sud de la France (privatisation totale par cession de gré à gré du solde du capital) ;

- Gaz de France mise en bourse de 20 % du capital, dont une partie en augmentation de capital ;
- SNCF (privatisation partielle) ;
- Électricité de France (privatisation partielle) ;
- Aéroports de Paris, (privatisation partielle) ;
- DCNS, ancienne Direction des constructions navales (privatisation partielle).

La présidence de Nicolas Sarkozy marque une rupture dans le processus de privatisation engagé trente ans auparavant. Les entreprises publiques à privatiser se raréfient et, à partir de 2008, la crise financière rend difficile les cessions de capital. Les opérations menées ont néanmoins rapporté 8 milliards d'euros. Elles ont pris la forme de cessions d'actifs d'entreprises déjà mises partiellement sur le marché et par la vente partielle de GRTgaz en 2011.

Sous la présidence de François Hollande, les gouvernements procèdent essentiellement à des cessions de capital d'entreprise dans lesquelles l'État détient encore des participations importantes. Le Gouvernement de Jean-Marc Ayrault de 2012 à 2014 récupère 4 milliards d'euros de recettes avec la cession de 3,12 % du capital de Safran, de 8,4 % du capital d'EADS, de 9,5 % du capital d'Aéroports de Paris et de 1 % du capital d'Airbus Group.

Le gouvernement de Manuel Valls opère des cessions plus importantes portant sur 8 milliards d'euros : cession de 49,9 % du capital de l'Aéroport de Toulouse-Blagnac, cession de 8 % du capital de Safran, privatisation de Nexter, fusionné avec l'entreprise allemande KMW, cession de 60 % du

capital de l'Aéroport de Lyon-Saint-Exupéry, cession de 60 % du capital de l'Aéroport de Nice-Côte d'Azur.

Outre la cession de la Française des Jeux opérée par le Gouvernement d'Édouard Philippe, sont prévues à terme les privatisations d'Engie, Aéroports de Paris et EDF avec la scission de l'entreprise en deux parties, une 100 % publique et une autre privatisée.

Depuis 1986, les gouvernements ont récupéré en valeur actualisée 2019 plus de 140 milliards d'euros de recettes de privatisation. La capitalisation des entreprises privatisées dépasse 580 milliards d'euros au 11 février 2020. Ce résultat ne retient que les entreprises du CAC 40. Il ne prend pas en compte le fait que certaines entreprises ont été rachetées par des groupes étrangers comme les AGF par Allianz. Par ailleurs, certaines entreprises privatisées ont été reprises par des groupes privés comme le Crédit Lyonnais qui a été absorbé par le Crédit agricole. La capitalisation des entreprises privatisées est certainement proche des 700 milliards d'euros. Avec un rendement moyen de 4 %, les dividendes de ces entreprises peuvent être évalués autour de 25/30 milliards d'euros par an. Les actionnaires étrangers détiennent en moyenne 42 % des entreprises du CAC 40. Leur poids s'explique en partie par l'absence de fonds de pension en France. Si, en 1986, de tels fonds avaient été institués en France dans le cadre du processus de privatisation, les retraités français auraient pu assez aisément bénéficier d'un complément de revenus représentant 10 % de leurs pensions actuelles servies par les régimes par répartition. La question du comblement des pertes des régimes d'ici à 2027 ne se poserait pas avec la

même acuité. En 1999, le Premier Ministre Lionel Jospin avait pris l'engagement que les recettes des privatisations soient affectées au Fonds de Réserve des Retraites (FRR), mais cela n'a pas été appliqué dans les faits. L'encours du FRR, censé atteindre

100 milliards d'euros, était, en 2018, de 32 milliards d'euros. Par ailleurs, initialement destiné à lisser les effets du papy-boom à compter de 2020, ses ressources ont été, en partie, affectées au remboursement de la dette sociale.

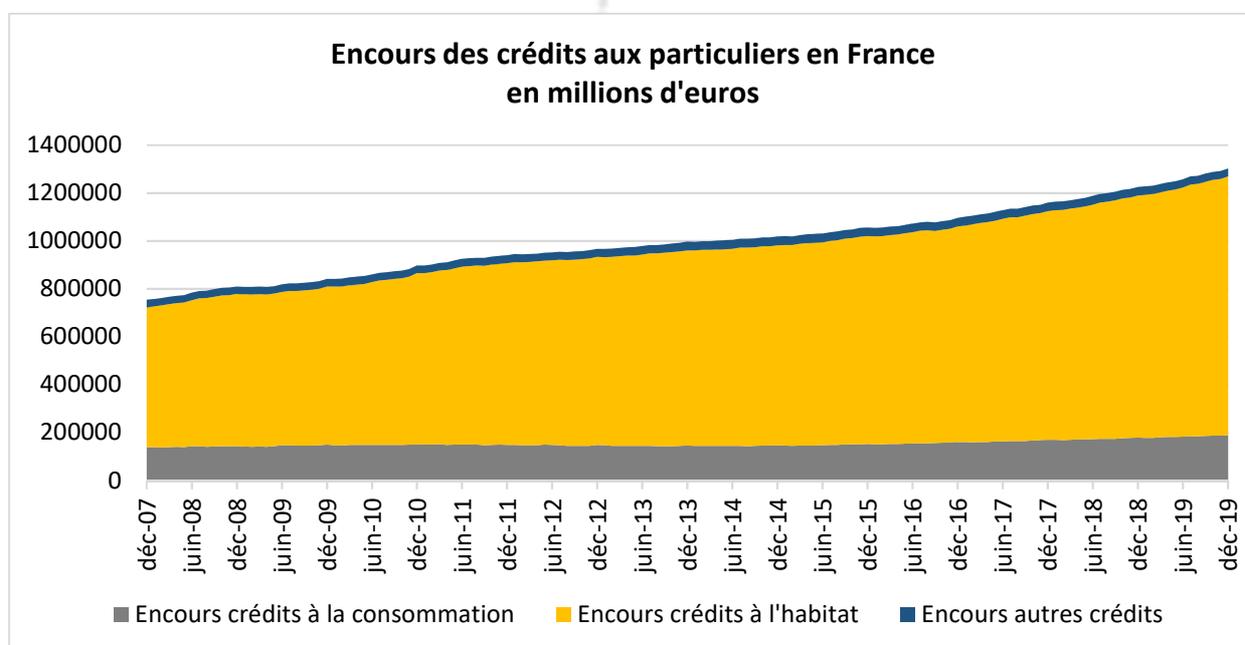


POINTS DE REPÈRE

2019, UNE NOUVELLE ANNEE HISTORIQUE POUR LES CREDITS

Les ménages ont continué à s'endetter durant l'année 2019, profitant de la nouvelle baisse des taux d'intérêt. La croissance des crédits aux particuliers a été de 6,6 %. Celle des seuls crédits à l'habitat a été de 6,8 %. La production de nouveaux crédits à l'habitat s'établit à 258 milliards d'euros, après 214 milliards d'euros en 2018. Cette hausse s'explique en partie par une

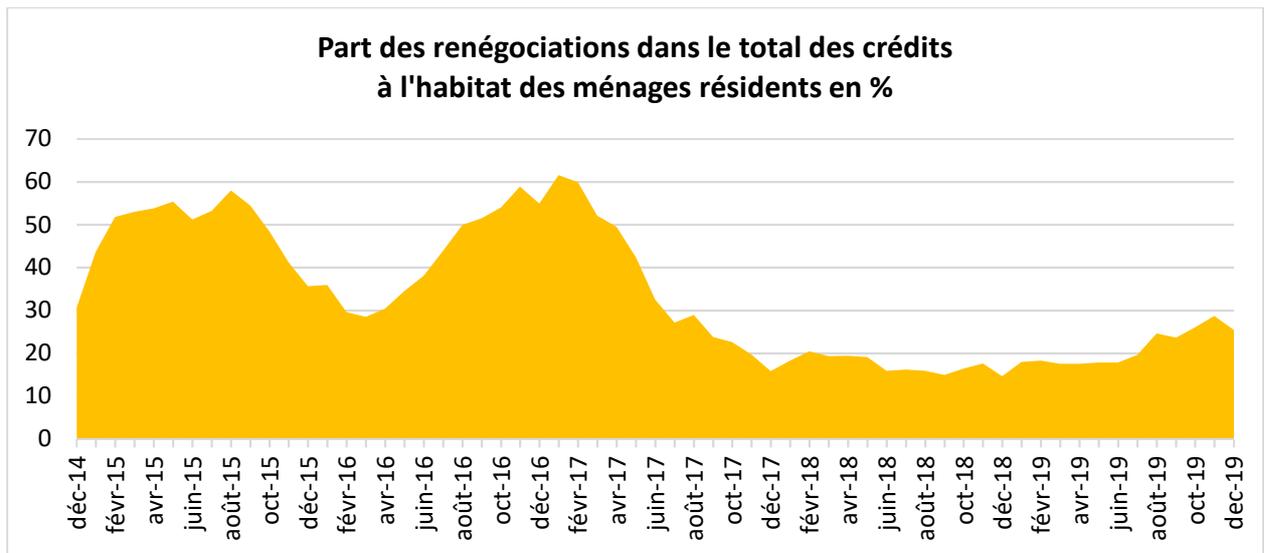
reprise des flux de rachats et renégociations (53 milliards d'euros en 2019, après 35 milliards d'euros en 2018). À la fin de l'année 2019, l'endettement des ménages a atteint 1 302 milliards d'euros dont 1 078 milliards d'euros au titre de l'immobilier. Dix ans auparavant, l'endettement global des ménages était de 841 milliards d'euros.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

En 2019, les particuliers ont bénéficié de la nouvelle baisse des taux des crédits à l'habitat qui a dépassé 30 points de base. Pour les emprunts à 10 ans, le taux moyen était de 0,8 % à fin décembre. Le taux d'intérêt moyen de tous les crédits nouveaux à l'habitat s'élevait en décembre à 1,17 %, en recul de 32 points de base sur une année.

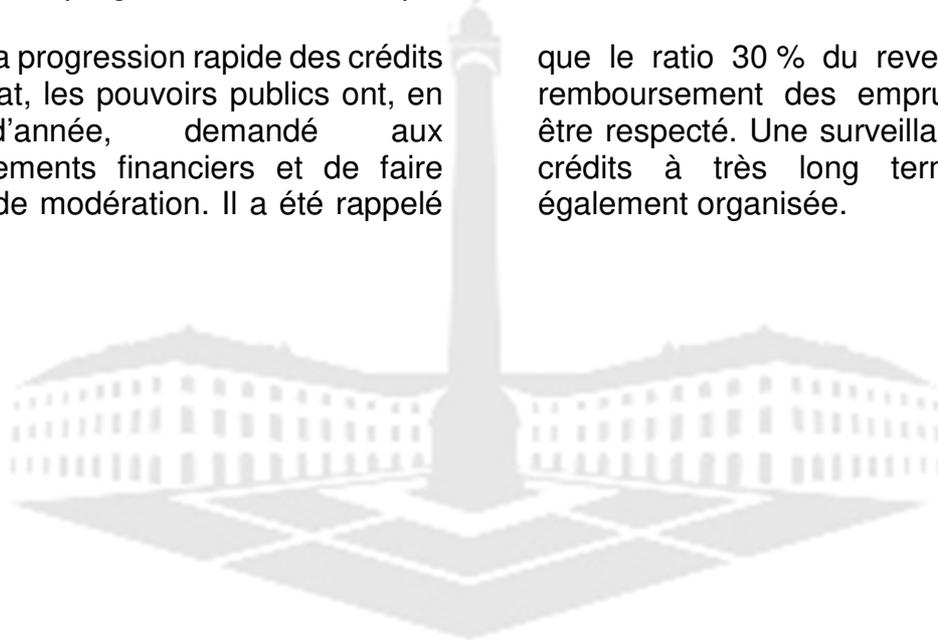
En raison de cette nouvelle contraction des taux, les renégociations de prêts sont reparties à la hausse. Fin décembre, ces renégociations représentaient le quart de la production des crédits à l'habitat (après 28,7 % en novembre). En janvier 2017, ce taux avait atteint plus de 60 %.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Face à la progression rapide des crédits à l'habitat, les pouvoirs publics ont, en fin d'année, demandé aux établissements financiers et de faire preuve de modération. Il a été rappelé

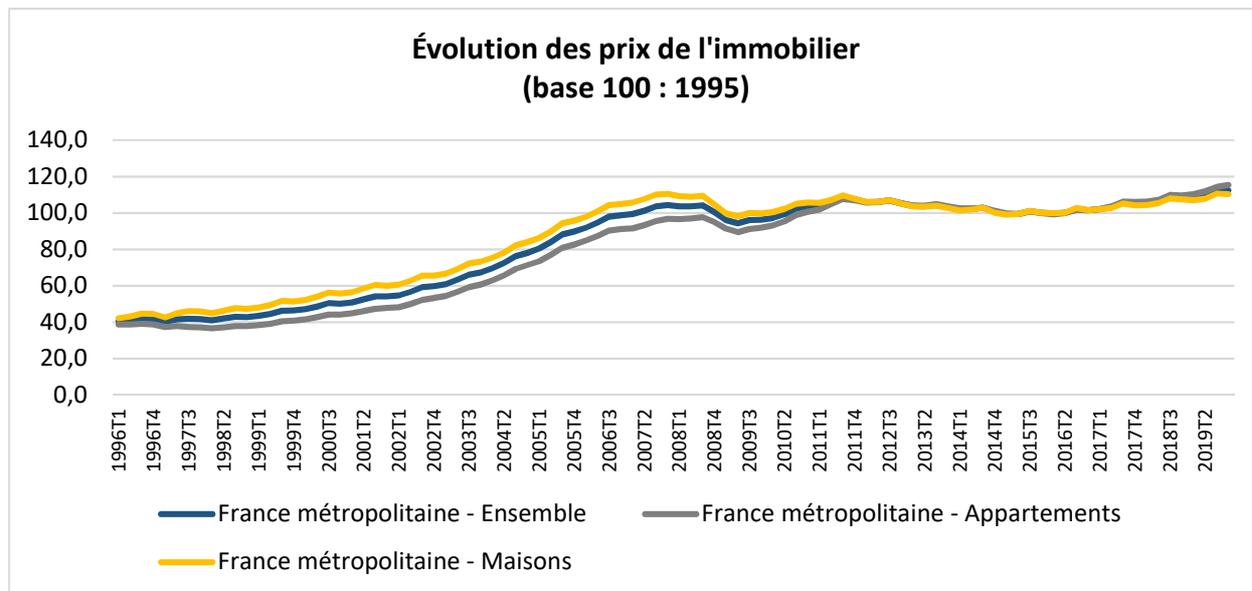
que le ratio 30 % du revenu pour le remboursement des emprunts devait être respecté. Une surveillance sur les crédits à très long terme a été également organisée.



2019, UNE ANNEE TRES « PIERRE »

Sur un an, la hausse des prix de l'immobilier a été de 3,7 %, contre +3,2 % en 2018 et +3,1 % en 2017. Comme observé depuis fin 2016, la

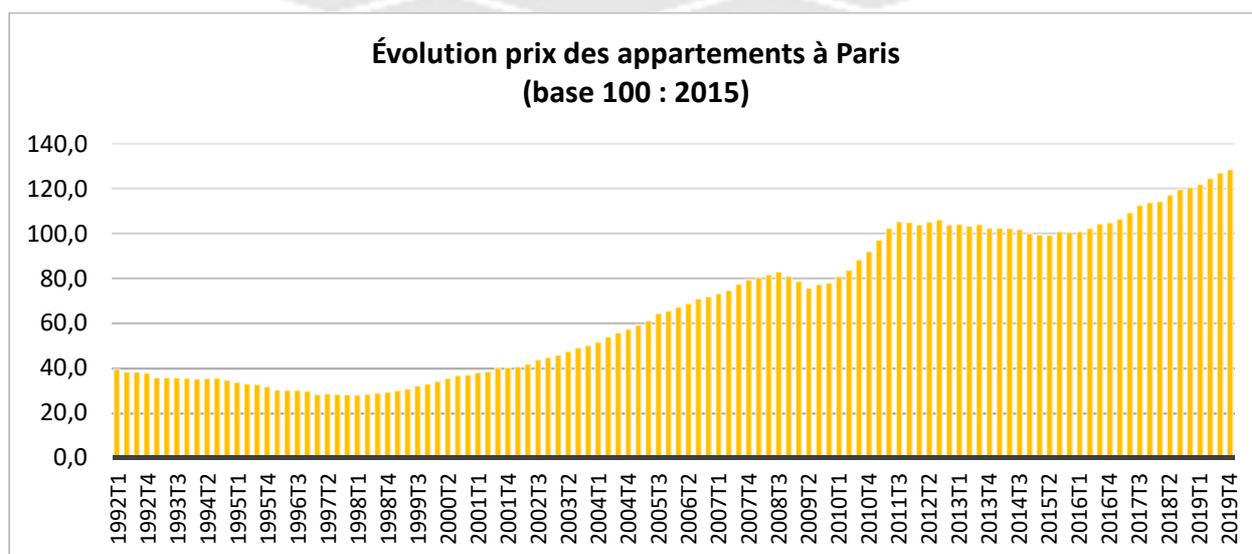
hausse est plus marquée pour les appartements (+5,2 % en un an) que pour les maisons (+2,6 %).



Sources : Insee, ADSN-BIEN-Notaires du Grand Paris, Notaires de France – Perval

En Île-de-France, sur un an, les prix ont augmenté de 3,9 %. Cette hausse reste principalement portée par les prix des appartements, qui augmentent de +5,6 % sur l'année, contre +0,4 % pour

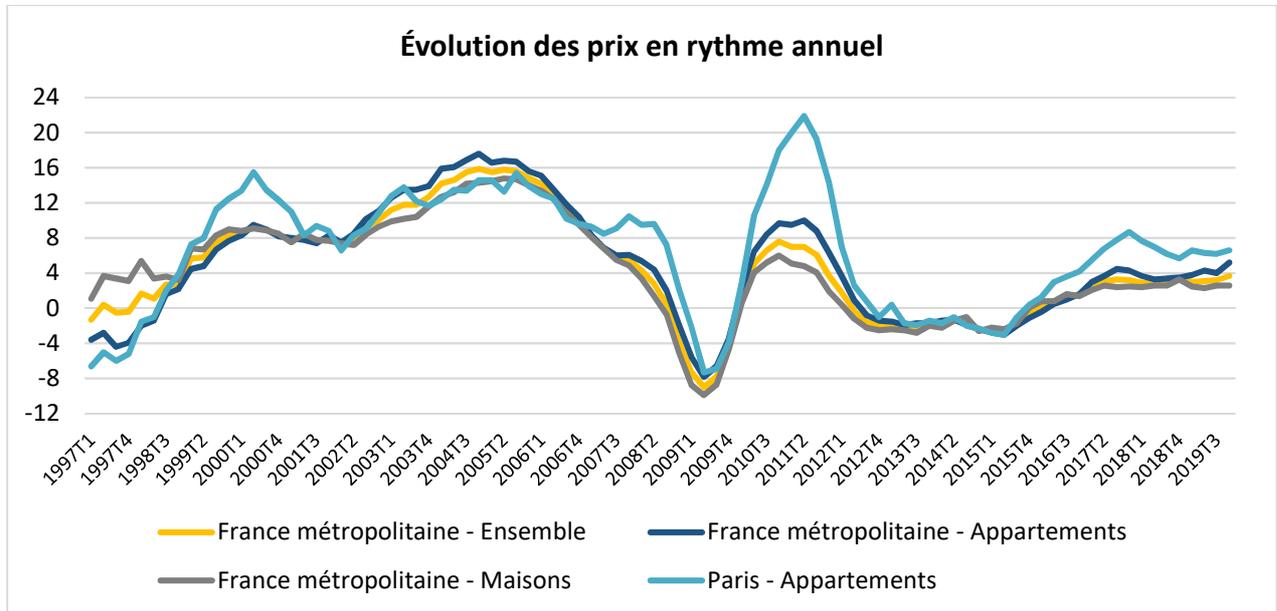
les maisons. À Paris, les prix des appartements ont augmenté de +6,6 % sur un an au quatrième trimestre. Hors Paris, les prix des logements anciens ont augmenté de +2,6 % sur un an.



Sources : Insee, ADSN-BIEN-Notaires du Grand Paris, Notaires de France – Perval

Hors région parisienne, sur un an, la hausse des prix a été de 3,6 % en 2019. Comme pour l'Île-de-France, ce sont les prix des appartements qui sont les

plus dynamiques (+4,9 % sur l'année), même si ceux des maisons augmentent également de façon soutenue (+3,1 %).



Sources : Insee, ADSN-BIEN-Notaires du Grand Paris, Notaires de France – Perval

Le nombre de transactions réalisées au cours de l'année 2019 a été de 1 068 000, contre 965 000. Si l'on rapporte ce nombre de transactions au stock de logements disponibles, qui augmente d'environ 1 % par an, la proportion de ventes dépasse depuis

début 2019 le niveau haut observé au début des années 2000.

LES STATISTIQUES DE TVI

| | 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 % -janv. 2020</i> | 1,7 | 1,6 | 0,4 | 1,1 | 1,4 | 1,8 |
| 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 28 février 2020 | 5 299,26 |
| Évolution en février | -9,62 % |
| Évolution sur 12 mois | +1,41% |
| DAXX au 31 décembre 2019 | 13 249,01 |
| Daxx au 28 février 2020 | 11 890,35 |
| Évolution en février | -9,95 % |
| Évolution sur 12 mois | +3,51% |
| Footsie au 31 décembre 2019 | 7 542,44 |
| Footsie au 28 février 2020 | 6 565,80 |
| Évolution en février | -11,42 % |
| Évolution sur 12 mois | -7,62 % |
| Euro Stoxx au 31 décembre 2019 | 3 745,15 |
| Euros Stoxx au 28 février 2020 | 3 329,49 |
| Évolution en février | -9,47 % |
| Évolution sur 12 mois | +1,42 % |
| Dow Jones au 31 décembre 2019 | 28 538,44 |
| Dow Jones au 28 février 2020 | 28 256,03 |
| Évolution en février | -0,72 % |
| Évolution sur 12 mois | +12,96 % |
| Nasdaq au 31 décembre 2019 | 8 972,60 |
| Nasdaq au 28 février 2020 | 9 150,94 |
| Évolution en février | +2,29 % |
| Évolution sur 12 mois | +27,40 % |
| Nikkei au 31 décembre 2019 | 23 656,62 |
| Nikkei au 28 février 2020 | 21 142,96 |
| Évolution en février | -9,43 % |
| Évolution sur 12 mois | -1,92 % |
| Shanghai Composite au 31 décembre 2019 | 3 050,12 |
| Shanghai Composite au 28 février 2020 | 2 880,30 |
| Évolution en février | -3,23 % |
| Évolution sur 12 mois | -2,06 % |
| Parité euro/dollar au 31 décembre 2019 | 1,1224 |
| Parité au 28 février 2020 | 1,1005 |
| Évolution en février | -0,13 % |
| Évolution sur 12 mois | -3,21 % |
| Once d'or en dollars au 31 décembre 2019 | 1 520,662 |
| Once d'or au 28 février 2020 | 1 588,521 |
| Évolution en février | +0,42% |
| Évolution sur 12 mois | +20,36 % |

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