



N°136
MAI 2020

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
Plus fort que le virus.....	2
HORIZON FRANCE	3
Qui est responsable ?.....	3
Pas tous égaux devant le Covid-19.....	6
HORIZON EXTERIEUR	8
La Chine redémarre-t-elle ?	8
HORIZON FINANCE	11
L'endettement sans fin.....	11
TOUR D'HORIZON.....	14
le Commerce international, un coupable un peu trop facile.....	14
POINTS DE REPÈRE.....	18
Cinquante années de baisse du temps de travail.....	18
LES STATISTIQUES DE TVI.....	22

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



PLUS FORT QUE LE VIRUS

Nous entrons dans le deuxième mois de cette crise sanitaire qui se double d'une crise économique mondiale sans précédent. Par la multitude d'informations contradictoires, nous sommes menacés de tétanie. Nos peurs, nos incompréhensions, nos ignorances nous amènent à opter pour les scénarii les plus sombres au risque de les auto-réaliser. Dans le passé, les épidémies ont pu réduire de 10 à 50 % la population de certains pays ou villes. La peste a longtemps créé des ravages incommensurables. Si la croissance a été longtemps infinitésimale, cela était dû aux conséquences des épidémies qui prenaient de nombreuses vies et qui obligeaient les humains à se replier, à se protéger. Le covid-19, par son caractère planétaire, est à l'origine de la première pandémie des temps du digital. Convaincus que l'intelligence artificielle pouvait tout résoudre, que notre recherche, nos systèmes de santé étaient capables de vaincre la mort, nous avons certainement baissé la garde. Depuis quelques temps, l'hygiène avait cessé d'être une priorité tout comme la prévention. Nous nous

étions habitués à notre confort sanitaire en niant le maintien de nombreuses menaces. Nul ne sait encore quel sera le destin de ce virus. Il peut disparaître avec l'été pour toujours ou pour mieux revenir à l'automne. Il pourrait s'installer durablement le temps que l'immunité collective, si elle existe, puisse jouer son rôle. En fonction du sort de ce virus, notre destin économique pourra changer. Certains croient à la fin du libre-échange, à un renouveau du protectionnisme, à la fermeture des frontières. D'autres pensent que le temps de la société de consommation est fini, que les avions deviendront des vestiges de feu l'économie libérale. Les antiennes du grand soir tout comme les mythes complotistes resurgissent toujours dans les périodes de troubles. Les investisseurs apparaissent, aujourd'hui, bien plus sages que les politiques et les commentateurs en chambre ou en salon. Les valeurs boursières sont bien plus résilientes que prévu. Elles ont reculé au début de la pandémie avant de se stabiliser. Les actionnaires veulent croire à l'après. Ils veulent croire que l'économie rebondira, retrouvera des couleurs et que l'initiative privée sera plus forte que le virus.

*Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments*

HORIZON FRANCE

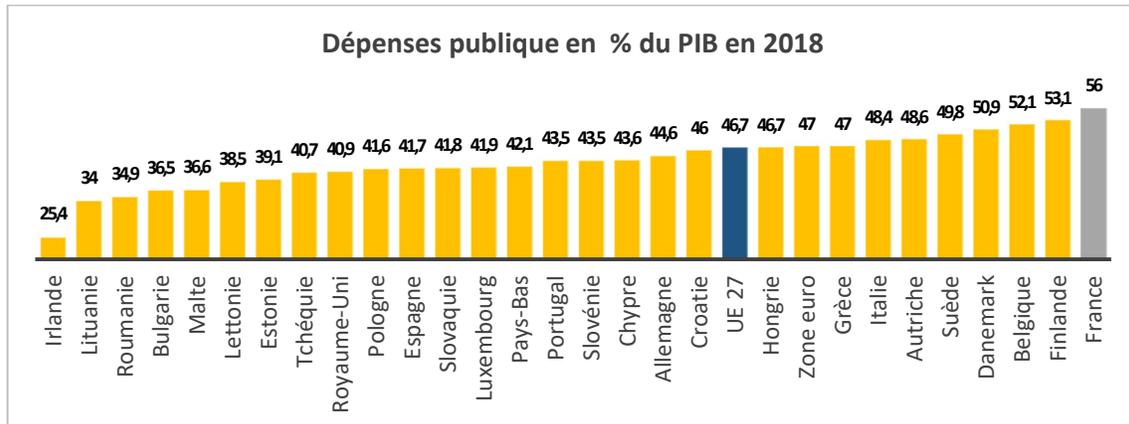
QUI EST RESPONSABLE ?

Nous sommes confrontés à une crise sanitaire, que nous n'avons plus connu depuis un siècle. Nous sommes confrontés à une crise économique que nous avons nous-même organisée au nom de la santé publique, crise dont l'ampleur semble nous échapper. La montée aux extrêmes en matière d'information fait que le catastrophisme est une mode partagée par les confinés que nous sommes devenus. Face à ces crises protéiformes, les gouvernements sont désarmés et dans de nombreux pays remis en cause. La défiance devient un sentiment partagé par une grande partie de l'opinion, une défiance qui pourrait emporter les démocraties. Au-delà de l'émotion, des passions ou des colères, la situation diffère d'un pays à un autre. L'Allemagne, les Pays-Bas, les pays d'Europe du Nord apparaissent plus résilients, moins touchés par la crise. Les statistiques de l'épidémie sont très délicates à utiliser car la comptabilisation des décès s'effectue de manière différente selon les États. Au-delà des chiffres, il est admis que l'épidémie a été plus violente en Italie, en Espagne, en Belgique, aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'en Allemagne ainsi que dans les pays d'Europe du Nord. Certains pays à forte

mortalité ont opté pour des confinements très sévères quand des pays moins touchés ont choisi des restrictions d'activité plus légères. Il est admis que les décisions de distanciation sociale prises très rapidement ont conduit à limiter la mortalité. Au-delà de ces quelques considérations, les analyses sur le niveau des dépenses de publiques et sur les modes d'organisation ne permettent guère d'apporter des conclusions définitives.

La dépense publique ne fait pas tout

Ce ne sont pas les États qui ont les plus forts taux de dépenses publiques et notamment de santé qui obtiennent les meilleurs résultats. À 56% du PIB, le taux de dépenses publiques en France était le plus élevé d'Europe. Avec la crise, ce taux devrait dépasser 60 % du PIB. En moyenne, ce taux était de 46,7 % du produit intérieur brut (PIB) au sein de l'Union européenne en 2018, de 48 % en Italie, et de 44 % en Allemagne. *A contrario*, l'Espagne avec un taux de 41 % est en-dessous de la moyenne européenne.

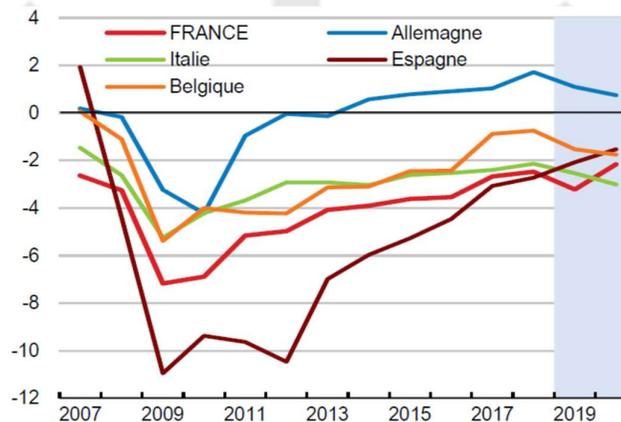


Source : Eurostat

Les déficits publics n'ont pas un lien direct avec la situation sanitaire ; ils traduisent néanmoins une capacité à bien gérer les ressources publiques. Les pays les plus vertueux, parfois accusés de l'être même trop, comme l'Allemagne ou les Pays Bas, ont un meilleur bilan. Les États comme la

France, l'Espagne ou l'Italie en indécatesse avec leur gestion publique ont été ceux qui ont connu des taux de mortalité élevé. Au-delà du montant des déficits, c'est peut-être l'organisation des systèmes de santé et de prévention qui est en cause.

Déficits publics en % du PIB



Source : OCDE

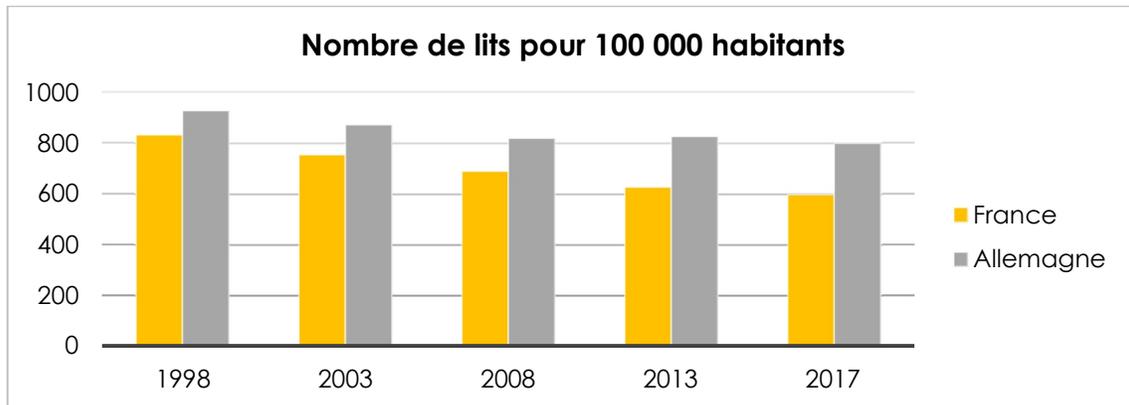
La proportion des dépenses de santé n'a pas d'incidence directe sur la mortalité constatée pour le covid-19. Ainsi, les États-Unis dont le taux de mortalité au covid-19 est élevé, est également le pays de l'OCDE qui dépense le plus en matière de santé. Pour expliquer ce piètre résultat, l'importance des inégalités aux États-

Unis est mise en avant. Cette explication ne tient pas, en revanche, pour la France qui consacre 12 % du PIB aux dépenses de santé avec l'un des plus faibles restes à charge pour les ménages au sein de l'OCDE.

Le nombre de décès en France serait la conséquence de l'insuffisance du

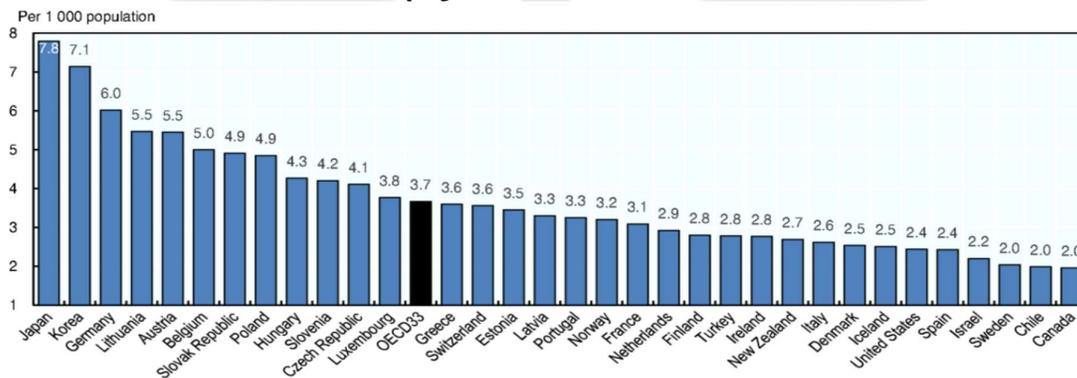
nombre de lits d'hôpitaux en particulier en soins intensifs. Depuis une dizaine d'années, notre pays a privilégié les soins ambulatoires et réduit assez drastiquement le nombre de lits. Au sein des pays européens qui enregistrent jusqu'à maintenant de faibles taux de mortalité au covid-19, les établissements de santé n'ont pas

été saturés non pas à cause du grand nombre de lits disponibles mais en raison d'un nombre plus faible d'admissions. En Allemagne, les autorités ont même décidé de réduire, fin avril, de 25 % le nombre de lits destinés au covid-19 en raison de leur inutilisation.



Source : Eurostat

**Nombre de lits de soins intensifs
au sein des pays membres de l'OCDE en 2017**



Source : OCDE

États centralisés / États décentralisés

Le nombre élevé des décès en Italie a été mis sur le compte du caractère décentralisé du système de santé. En Allemagne, la santé est de la compétence des Länder sans que cela ait nui à l'efficacité dans la lutte contre le covid-19. En France, le système est

centralisé. La question ne serait pas la nature fédérale ou centralisée du système de santé mais celle de sa capacité d'adaptation. L'organisation du système de santé est complexe avec la présence d'un grand nombre d'acteurs communiquant et coopérant avec difficulté sous l'autorité hégémonique de l'État.

PAS TOUS EGAUX DEVANT LE COVID-19

Selon l'INSEE, sur la base des informations fournies par les enquêtes Sumer 2017 et Conditions de travail 2013, la population salariée peut être, répartie en quatre catégories Face au risque d'exposition au Covid19 : les télétravailleurs, les faiblement exposés, les exposés et les surexposés.

Près d'un tiers potentiel de télétravailleurs

30 % de la population salariée (soit 7 millions) peut potentiellement exercer en télétravail. Cette catégorie comprend un grand nombre de cadres, d'employés du secteur tertiaire dont le travail s'effectue en grande partie avec un ordinateur relié à Internet. Cette catégorie comprend le personnel des sièges sociaux, des banques, des assurances, du conseil aux entreprises, etc. Les salariés concernés travaillent majoritairement dans les grands centres urbains avec une surreprésentation de la région Île-de-France. Durant le début du confinement, près du quart de la population active télétravaille, contre 3 à 4 % avant.

Les faiblement exposés

12 % de la population salariée (2,8 millions) peuvent travailler en présentiel avec un faible risque d'exposition du fait de l'absence de contact avec le public et un nombre limité de relations dans le cadre professionnel. Dans cette catégorie, figurent les ouvriers agricoles, les ouvriers qualifiés travaillant par enlèvement de métal, les ouvriers non qualifiés de l'électricité-électronique ou du textile travaillant sur des postes isolés.

Les exposés

Le risque d'exposition en présentiel est ponctuel pour une population estimée entre 26 % et 35 % des salariés (de 6 à 8 millions). Il s'agit de salariés qui, à un moment ou un autre, de leur travail auront des contacts avec leurs clients ou avec des collègues de travail. Sont sur-représentés dans cette catégorie les marins-pêcheurs, les ouvriers qualifiés et non qualifiés sur chaîne avec des postes espacés, les ouvriers non qualifiés du bâtiment (gros œuvre, second-œuvre) et des travaux publics, les conducteurs de véhicules sans passager, le personnel civil de l'État et des collectivités locales ne travaillant pas en contact avec le public.

Les surexposés

Près d'un tiers des salariés (7,6 millions) sont fortement exposés et un quart (4,7 millions) sont en contact permanent avec des personnes. Cette catégorie comprend le personnel soignant et les salariés travaillant au sein de services recevant en permanence du public. Elle comprend les aides-soignants, les infirmiers, les médecins, les policiers, les militaires, les employés de libre-service, les employés et agents de maîtrise de la restauration et de l'hôtellerie, les aides à domicile, les aides ménagères, les professions paramédicales, les professionnels de l'action sociale, les agents d'entretien, assistantes maternelles, les coiffeurs, les ouvriers qualifiés du BTP ayant de fréquents contacts avec leurs clients ou avec des collègues de travail. Avant la crise, moins de 19 % de ces personnes avaient la possibilité d'être dotées d'un masque (une partie du personnel soignant).

Les mesures de protection des salariés seront ajustées en fonction des degrés d'exposition. Les populations les plus concernées par le contact avec un grand nombre de personnes devront être dotées des masques les plus efficaces et leur poste de travail devra sans nul doute être équipé pour limiter le risque de contagion. Les catégories

ne sont pas complètement étanches, un salarié en télétravail pouvant être amené à avoir des contacts à un moment ou à un autre, un chauffeur routier pouvant être exposé au moment du déchargement par exemple, ce qui suppose des mesures spécifiques au cas par cas.



HORIZON EXTERIEUR

LA CHINE REDEMARRE-T-ELLE ?

La Chine, foyer d'origine du coronavirus, commence à sortir de la crise sanitaire et son économie, après avoir subi un choc important, est en voie de redémarrage. Le processus en cours est évidemment scruté par l'ensemble des autres pays.

Le choc subi par l'Empire du Milieu est important. Il apparaît aujourd'hui au grand jour. Le marasme pourrait se poursuivre avec l'arrêt des exportations provoqué par la mise à la cape des Etats occidentaux. Le PIB chinois s'est contracté au 1^{er} trimestre. Le recul de 6,8 % en rythme annuel, est une première en Chine depuis 1992, année de l'introduction d'outils statistiques sur la croissance trimestrielle dans le pays. Par rapport au dernier trimestre 2019, la chute est sévère, le PIB augmentait alors au rythme de 6 points toujours en base annuelle. Le PIB a décliné de 9,8 % sur la période janvier-mars, contre une croissance de 1,5 % au trimestre précédent, selon les données communiquées par le Bureau national de la statistique (BNS). Des analystes s'attendent à ce que la crise sanitaire provoque cette année une perte de plus de 30 millions d'emplois en Chine. Face au risque de tensions sociales, les autorités chinoises ont promis l'augmentation des dépenses budgétaires.

La chute de l'activité est intervenue dès le début de la période de confinement, imposée à la population à partir du Nouvel An chinois. Ce n'est qu'à compter de la fin avril qu'un début d'amélioration est constatée. Les effets des confinements en Chine ont été de même nature que ceux constatés

actuellement dans les pays occidentaux : choc d'offre, choc sur la demande interne et externe avec une contraction des exportations, choc de revenus et choc de confiance.

Selon une étude de Quantcube (du 11 mars 2020), le trafic maritime chinois a baissé, durant la période des confinements de 30 % à 35 % et le trafic aérien a été divisé par 5, voire totalement interrompu à Wuhan. La consommation de charbon des principaux producteurs d'électricité a diminué de 20 à 40 % par rapport au niveau constaté un an auparavant, et ce pendant un mois. Les volumes de ventes au détail ont reculé de 23 % en glissement annuel sur les deux premiers mois de l'année, avec notamment des ventes automobiles qui ont baissé de près de 80 % en février. Le commerce par Internet a mieux résisté mais s'est néanmoins contracté (-3 % en janvier-février) du fait de la baisse des ventes de services et de biens non essentiels. ce phénomène est également constaté en Europe. De même, en Chine, les réseaux de transports ont été paralysés (-84 % pour le trafic passager en février). Les ventes de biens immobiliers ont connu une baisse de 40 % entre janvier et février. Les fermetures de commerces ont eu de fortes conséquences, les services représentant 54 % du PIB. Les transports pèsent 10 %, l'immobilier, 7 %. Le secteur industriel assure de son côté 39 % du PIB.

La production industrielle a chuté de 13,5 % en termes réels sur les deux premiers mois de 2020 (après +5,8 % en 2019). Les interruptions dans les

chaînes de production et les blocages dans les transports ont contribué au recul des exportations de marchandises (-17 % en janvier-février). En raison de la montée des difficultés financières, de l'importance des incertitudes et des craintes d'une récession mondiale, l'investissement a baissé de 25 % en rythme annuel sur les deux premiers mois de l'année.

Avec la levée des restrictions sur les transports intérieurs (partiellement dans la province du Hubei), l'activité à l'export est repartie. À fin mars, le taux de reprise officiel de l'activité atteignait 98 % pour les grandes entreprises industrielles sur l'ensemble du pays (et 85 % dans le Hubei, qui représente près de 5 % du PIB) et plus de 70 % pour les PME. Le taux d'utilisation des capacités de production demeure, en revanche, bien inférieur à son niveau d'avant crise. Les autorités espèrent un retour à la normale du système productif d'ici fin avril dans l'industrie et la fin du mois de juin dans les services (hors tourisme). La Chine commence à être touchée par la mise à la cape du reste de l'économie mondiale. L'arrêt des exportations devrait freiner le redémarrage du secteur manufacturier. Par ailleurs, le choc sur les revenus qu'entreprises et ménages ont subi touchera la demande interne à court terme. Le climat de confiance au sein du pays et en particulier dans les régions les plus exposées au virus a été atteint et pourrait le rester durant de nombreux mois. La situation financière des entreprises s'est fragilisée et leur capacité à investir et à rembourser leurs crédits s'est dégradée. La baisse des profits atteindrait 38 % sur les deux premiers mois de 2020, et huit PME sur dix rapportaient des problèmes de trésorerie début mars. La dette intérieure totale des entreprises s'élève désormais à plus de 150 % du PIB fin

2019 (plus des deux tiers sont des prêts bancaires). La dette extérieure en devises des entreprises est en revanche très modérée, estimée à 7 % du PIB, et n'est pas une source d'instabilité des comptes externes en dépit de la hausse des risques de difficultés de paiements et de refinancement.

Les ménages devraient se remettre à consommer de manière modérée. De nombreux Chinois ont dû puiser dans leur épargne pour vivre ; d'autres préfèrent épargner de peur qu'un nouveau confinement ne survienne. Le taux chômage a atteint 6,2 % en février, contre 3,6 % en décembre 2019. Même s'il est nettement inférieur à celui enregistré en moyenne au sein de l'OCDE, l'endettement des ménages est en forte progression. Il dépasse désormais 55 % du PIB.

Face à ces chocs, les autorités chinoises ont multiplié les mesures de soutien à compter du début du mois de février. Ils ont décidé de venir en aide aux entreprises affectées par les conséquences du coronavirus afin d'éviter la multiplication des défauts de paiement. Des garanties de prêts ont été accordées afin de soutenir les sociétés affectées par l'épidémie. Elles ont pu refinancer les prêts et rééchelonner les remboursements des clients en difficulté. Des exonérations de charges sociales ont été également mises en œuvre.

Des dispositions ont été prises pour limiter les risques d'instabilité dans le secteur financier. Des mesures d'aides aux ménages ont été également adoptées. Les États européens ont pris quelques semaines après mesures très proches de celles de la Chine.

Les conditions monétaires ont été assouplies progressivement depuis le début de l'épidémie. La banque centrale a injecté dans le secteur financier les liquidités nécessaires et a diminué les taux directeurs. Avec la chute de la demande mondiale, elle a décidé d'opérer de nouvelles réductions de taux.

Au niveau budgétaire, l'État central a surtout accru les dépenses en faveur de la santé. Les collectivités locales participent activement aux efforts de relance, à travers une hausse des investissements dans les projets d'infrastructure et des aides directes aux entreprises et aux ménages. Le

déficit budgétaire devrait atteindre, plus de 3,5 % du PIB, en Chine mais il ne devrait avoir que peu de conséquences sur la dette publique qui ne représentait que 16 % du PIB à la fin de l'année 2019, dette émise en monnaie locale et détenue à 90 % par des résidents chinois.

Dans ces conditions et sous réserve d'un redémarrage de l'économie occidentale fin mai/début juin, la croissance chinoise pourrait se situer autour de 0 % en 2020 contre 6,1 % en 2019 qui était alors le plus faible taux enregistré lors de ces 29 dernières années.



HORIZON FINANCE

L'ENDETTEMENT SANS FIN

Chaque crise amène une nouvelle progression de la dette publique. Ces vagues successives peines à rentrer dans leur lit après avoir envahi des territoires de plus en plus vastes. La crise sanitaire s'accompagne ainsi d'une nouvelle progression des dettes publiques, conséquences du soutien apporté par les États aux ménages comme aux entreprises. L'endettement de la France pourrait à terme dépasser les 120 % du PIB (le Ministre de l'Économie a retenu pour le moment une dette de 112 % du PIB à fin 2020), contre 100 % actuellement. Celui de l'Italie serait de 170 % contre 135 % et celui des États-Unis, 130 % contre 107 % en 2019.

Les banques centrales devraient maintenir des taux très bas et acheter des obligations d'États afin d'assurer la solvabilité de ces derniers. Cette assurance offerte à la sphère publique est amenée à durer plusieurs années pour éviter que la crise sanitaire n'aboutisse à une réédition de la crise des dettes souveraines de 2010. Cette situation n'est pas sans précédent. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, en moyenne, le taux d'endettement des pays occidentaux était de 130 % du PIB. Aux États-Unis, il s'élevait à 119 %. À l'époque, en une vingtaine d'années grâce à la croissance et à l'inflation, les États ont réussi à se désendetter sans passer par la case « banqueroute ».

À défaut d'un retour de l'inflation et dans l'attente d'une reprise franche et massive de l'économie, la solution passe par une monétisation plus ou moins déguisée de la dette. Les États émettent des obligations achetées par

des établissements financiers qui ont la garantie de les revendre, en grande partie, à leur banque centrale. Dans les livres comptables de ces dernières, la monnaie ainsi émise est gagée par les obligations acquises. Les banques centrales peuvent logiquement réduire la masse monétaire en circulation au fur et à mesure des remboursements. Depuis la crise financière, la réduction de la base monétaire a été très difficile à mener malgré le retour de la croissance. La banque centrale américaine a été contrainte d'interrompre le processus de diminution de son bilan en 2019. Elle a même été contrainte d'effectuer en toute urgence des injections de liquidité. L'économie semble s'être habituée à vivre avec une masse monétaire plus importante que par le passé. En une dizaine d'années, cette dernière a été multipliée par trois tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Des économistes préconisent d'aller bien au-delà et de s'affranchir des règles monétaires des dernières décennies. Depuis l'abandon de l'or comme valeur de référence du système monétaire mondial en 1971 et l'instauration du système de change flottants, les banques centrales retiennent une série de données pour l'élaboration de leur politique monétaire (inflation, croissance, emploi, etc.). Ce recours à des critères objectifs n'empêche pas des interférences d'ordre plus politique qui concernent notamment le taux de change. Cinquante ans de politique de changes flottants n'ont pas permis d'éviter le développement de déséquilibres

commerciaux importants parmi les grandes puissances.

Après les années 70 qui avaient marqué l'échec des Keynésiens avec la stagflation, les monétaristes avaient imposé leur vision monétaire à la fin des années 80. Les banques centrales, devenues indépendantes du pouvoir politique, ont retenu des normes de progression de la masse monétaire. Le ralentissement de l'inflation et le cycle de croissance des années 90 ont été mis au crédit de ces politiques. Avec la crise financière de 2008, les banques centrales sont devenues les sauveurs en dernier ressort. La crise actuelle ne peut que renforcer cette tendance.

Les théoriciens de la « Modern Monetary Theory » (MMT) appellent à opter pour une politique de soutien de l'offre et la demande, une politique qui serait à la fois monétaire et budgétaire. Pour l'économiste Abba P. Lerner, aucun frein n'existe pour le financement d'un État qui dispose d'une monnaie fiduciaire et qui n'est pas endetté dans d'autres devises. La seule limite provient d'un risque de surchauffe. Paul Krugman indique qu'aujourd'hui comme dans les années 30, ce risque n'existe pas. Les capacités de production sont importantes et la demande est largement insatisfaite. Le taux d'épargne élevé ne serait, selon lui, que l'expression d'une crainte en l'avenir mais non d'une saturation de la demande.

Avec la crise sanitaire, les États sont amenés à venir en aide à l'offre à travers des prêts aidés et à soutenir la demande en garantissant un pouvoir d'achat minimum aux actifs. Cette politique pluridimensionnelle ne peut que générer du déficit. Sans création monétaire, elle débouchera inmanquablement sur une

augmentation des impôts qui joueront un rôle dépressif comme la France l'a expérimenté entre 2010 et 2015.

Avec la nouvelle théorie monétaire telle qu'elle est exposée par Kelton, une politique budgétaire expansionniste favorise la baisse des taux d'intérêt contrairement aux principes retenus par les Keynésiens. Les dépenses publiques aboutissent à des dépôts dans les banques, ce qui augmente leurs réserves auprès de la banque centrale. Les banques sont alors détentrices d'une quantité excessive de réserves non rémunérées et souhaitent s'en débarrasser. Il en résulte une baisse des taux d'intérêt.

Le risque majeur de l'application de cette théorie est l'augmentation du déficit de la balance des paiements courants conduisant à une dépréciation de la monnaie. Ce processus pourrait aboutir à une défiance à l'encontre de la monnaie concernée, à une inflation importée et à une augmentation des taux d'intérêts. Ce risque serait en partie réduit si toutes les grandes puissances pratiquaient de même en même temps.

Au sein de la zone euro, jusqu'à la survenue de la crise, la BCE ne pouvait pas acheter plus de 33 % de la dette d'un pays. Le 26 mars dernier, elle a indiqué s'affranchir de cette règle en raison de la crise sanitaire. Elle a porté en deux temps son volume d'achats à 1 000 milliards d'euros. En raison du processus continu de rachats d'obligation, ces derniers aboutissent de fait à l'annulation des obligations acquises et à leur transformation en création monétaire. Seule la diminution du bilan de la Banque centrale pourrait inverser ce processus. Depuis 2011, l'encours d'obligations publiques détenu par la BCE est passé de moins

de 100 milliards d'euros à 2 200 milliards d'euros. Ce montant avait été tout juste stabilisé entre 2018 et 2020. Cet encours pourrait donc dépasser 3 000 milliards d'euros d'ici 2021. Les annonces de la BCE ont eu comme conséquence immédiate une réduction des écarts de taux au sein de la zone euro. Par son action, la BCE fournit une assurance contre le risque de crise des dettes souveraines. Elle a tiré les enseignements de la crise grecque de 2010. Cette assurance sera durable puisqu'à court et moyen terme nul n'imagine une résorption de la dette publique des différents États. Cette garantie ainsi offerte peut conduire à l'apparition d'un aléa de moralité. Les gouvernements de la zone euro pourraient être tentés de dépenser sans limite sans se préoccuper du coût réel des mesures prises. En l'absence d'un fédéralisme budgétaire européen, des mécanismes de contrôle devraient être mis en place pour éviter une telle dérive. Les autorités européennes devront veiller à court terme à ce que le déficit cyclique mis en place par les pays soit lié à la contraction de l'activité (baisse des impôts des entreprises, perte de recettes fiscales, financement du chômage partiel, soutien aux

entreprises) et qu'à moyen terme, le déficit structurel soit la conséquence des mesures de relance ou des politiques structurelles liées à la crise (aides à l'investissement des entreprises, hausse des dépenses publiques de santé, aide à la relocalisation d'industries stratégiques). Sans cette surveillance, plusieurs pays de la zone euro pourraient refuser que la BCE fournisse durablement cette assurance contre les risques de perte de solvabilité des États.

Au niveau européen comme au niveau mondial, à partir du moment où une part importante de la dette des États est logée dans le bilan des banques centrales et n'aurait pas vocation à être remboursée, son effacement sera sans nul doute demandé par certains gouvernements. Au-delà de cet éventuel effacement, les États pourront-ils à l'avenir se passer du soutien des banques centrales ? L'expansion de la base monétaire peut-elle se poursuivre durablement sans générer d'importants dysfonctionnements surtout si la croissance reste faible ?

TOUR D'HORIZON

LE COMMERCE INTERNATIONAL, UN COUPABLE UN PEU TROP FACILE

Depuis l'Antiquité, les échanges entre les pays, les peuples connaissent des cycles de croissance et de décroissance comme l'a souligné l'historien Fernand Braudel. Depuis la première révolution industrielle au XVIIIe siècle, deux grandes phases de mondialisation se sont déroulées. La première a pris forme après le Congrès de Vienne en 1814/1815 et a atteint son apogée au milieu du XIXe siècle. La seconde a commencé dans les années 1980. Certains souhaitent son achèvement ; d'autres appellent même de leurs vœux à une démondialisation. La crise du coronavirus avec la pénurie de masques, de respirateurs, de tests de dépistage provoque un débat sur le souverainisme économique. Pour ses avocats, les problèmes auxquels est confrontée la France en matière d'approvisionnement serait la conséquence des délocalisations, de l'acceptation d'un libre-échange débridé. La tentation protectionniste qui préexistait avant la crise pourrait en ressortir renforcée avec des conséquences bien plus importantes sur le niveau de vie des populations. En 1929, la crise boursière n'a dans les faits eu que peu d'effets économiques. Ce sont les mesures prises à l'époque par les dirigeants qui ont provoqué une des crises les plus dures de notre histoire contemporaine. La bataille monétaire entre les grandes puissances économiques et le protectionnisme ont alors détruit bien plus d'emplois que la chute des cours.

Le libre-échange n'est pas, surtout en France, quelque chose de naturel.

Les processus de mondialisation ont toujours entraîné des résistances au sein des populations. Au terme du premier cycle d'internationalisation des échanges au XIXe siècle, une contestation politique de nature populiste a frappé de nombreux pays. En France, le « boulangisme » en fut l'une des expressions. Depuis la crise de 2008, la contestation de la mondialisation se développe avec en parallèle la montée de régimes politiques hybrides associant valeurs autoritaires et valeurs démocratiques. La crise du coronavirus risque d'accentuer cette tendance avec un risque que le confinement temporaire des populations ne se transforme en confinement des États.

Le Gouvernement est accusé de ne pas avoir maintenu des usines de production de masques. Même si les usines étaient restées en France, il est peu probable qu'elles eussent pu répondre à la demande exceptionnelle que nous connaissons actuellement, sauf à maintenir des capacités de production très excédentaires, ce qui aurait généré des coûts insupportables. À ce sujet, il convient de rappeler les critiques subies par la ministre Roselyne Bachelot lors de l'épidémie de H1N1 en 2009 et 2010, avant que l'opinion lui donne raison aujourd'hui.

La notion d'industries stratégiques est très difficile à définir. Au nom du principe de précaution, tout ou presque est stratégique. Si la France doit être souveraine dans toutes les activités industrielles, cela signifie qu'elle opte pour un mode de développement autarcique. Une telle conception nous

rapprocherait de la Corée du Nord ou de Cuba de la grande époque de Fidel Castro. En exigeant la relocalisation de toutes les productions au nom de la défense des intérêts vitaux des pays, le commerce international serait réduit au strict minimum. L'achat des matières premières, de l'énergie pour les États qui en sont dépourvues pourrait devenir problématique faute de pouvoir dégager des recettes d'exportation suffisantes. Ce scénario a été pratiqué durant les années 30 amenant tout droit à la Seconde Guerre mondiale.

La Chine a, dans sa longue histoire, expérimenté à ses dépens l'autarcie. Au XVI^{ème} siècle, sous la dynastie Qing (1644-1912), l'empereur Mandchoue Kangxi puis Qianlong décident de limiter au maximum les échanges de Chine avec le reste du monde. À cet effet, la taille des navires de commerce a été limitée. Ces décisions étaient motivées par le fait que la Chine, alors la première puissance économique mondiale, avait plus à perdre à échanger avec des barbares qu'à y gagner. La conséquence a été un long déclin amenant à une série de révoltes au moment même où l'Europe connaissait une profonde mutation économique. Le processus d'isolement chinois a pris fin en 1978 avec la décision de Deng Xiaoping d'ouvrir à nouveau son pays au monde.

Le protectionnisme est la réponse souvent proposée durant les périodes troublées. Après le ralentissement de l'économie à partir de 1890, le national-protectionnisme s'impose en Europe. En France, Maurice Barres fut l'un des ardents défenseurs de ce courant de pensée. La loi Méline adoptée en 1892 s'inscrit dans ce contexte de durcissement des politiques commerciales. Pour les produits

agricoles, les droits de douane sont multipliés par sept sans que cela aboutisse à un rebond de la croissance. Le protectionnisme se construit toujours sur la peur ou la haine de l'étranger. Il est un marqueur assez fin de la montée du populisme et des courants autoritaires à travers l'histoire.

L'expérience la plus douloureuse du protectionnisme demeure celle des années 30. Les États-Unis ont décidé avec la loi Smoot-Hawley du 17 juin 1930 de relever fortement leurs droits de douane entraînant dans leur sillage 25 pays. En plus des majorations de droits, des systèmes de quotas d'importation ont été institués afin de préserver les productions nationales. En trois ans, le commerce international s'effondre de 60 % provoquant une augmentation du chômage et une baisse sensible du niveau de vie.

Le Japon qui dépendait autant de ses importations que de ses exportations pour son alimentation, incite les autorités à s'engager dans une politique d'expansion territoriale afin de disposer des ressources alimentaires et énergétiques suffisantes. Si entre 1933 et 1939, la croissance se redresse en Allemagne et au Japon, cela n'est dû qu'à l'augmentation des dépenses militaires.

Compte tenu des enchaînements liés au repli sur soi des grandes puissances économiques, les alliés décidèrent après la Seconde Guerre mondiale de promouvoir le libre-échange avec la création du FMI et la signature des accords du GATT. La Russie et les pays qu'elle contrôlait ont rejeté ce modèle en préférant un système planifié de gestion économique qui s'avéra contreproductif au point d'entraîner son implosion entre 1989 et 1991. La reconstruction de l'Europe de l'Ouest

fut grandement facilitée par l'ouverture des échanges qui constituait un des piliers du plan Marshall. Les Trente Glorieuses qui suivirent ont été rythmées par l'adoption de plusieurs accords de libéralisation des échanges mondiaux. Le commerce international devint un des vecteurs importants de la croissance. La France décide alors malgré l'opposition tenace d'une grande partie de la population de s'engager dans cette voie. L'instauration du marché commun européen, en 1957 avec le Traité de Rome, aboutit à la levée des droits de douanes entre les États membres. Les années 60/80 mirent en lumière l'échec du mode de développement autarcique pour les pays en voie de développement. À l'opposé, les pays ateliers de l'Asie du Sud Est, Taïwan, Singapour, la Corée du Sud et Hong Kong prouvèrent, dans le sillage du miracle japonais, que l'intégration au sein des échanges mondiaux permettait un essor rapide.

Avec l'ouverture de la Chine au monde à partir de 1978 et son essor industriel, le commerce international, vecteur de la croissance depuis 1945, aurait perdu ses vertus en provoquant la désindustrialisation de l'Occident et l'appauvrissement des classes moyennes. Durant des années, le souhait du développement des pays du tiers monde occupait pourtant une large place dans les débats. Quand ce processus s'est engagé, il a été perçu non pas comme une chance mais comme une crainte. Au-delà de cette schizophrénie, il convient de souligner que les effets de la mondialisation sur l'emploi dans les pays dits avancés sont plus contrastés qu'il n'y paraît. L'électroménager, le secteur des biens intermédiaires ont pu souffrir de l'avènement de la Chine comme première puissance industrielle

mondiale. D'autres secteurs comme le textile avaient, avant même la mondialisation, été confrontés, dès les années 70, à la concurrence de pays à bas coûts. La faillite de l'Empire Bussac en fut un symbole. La perte d'emplois dans l'industrie automobile française n'est pas imputable à la Chine mais à des délocalisations pratiquées au sein de l'Union européenne, en Espagne ou en Slovénie par exemple. Par ailleurs, le développement des échanges avec les pays émergents a permis l'obtention de nombreux gains de productivité et de pouvoir d'achat pour les ménages. Le prix des textiles, de l'électroménager et des médicaments a baissé grâce à cette internationalisation de la production. À la différence de l'Allemagne, du Japon ou de la Corée du Sud, la France n'a pas su conserver les chaînes d'assemblage finales. Les entreprises allemandes importent bien plus que leurs homologues françaises de biens intermédiaires en provenance d'Asie du Sud Est ou d'Europe de l'Est afin de réduire leurs coûts de production. Les entreprises françaises ont préféré délocaliser l'ensemble de leur processus de production afin de disposer de bases logistiques au sein des pays émergents.

De Colbert à Macron en passant par Napoléon et de Gaulle, le discours souverainiste en matière économique est un fil rouge de l'histoire française. Le protectionnisme a toujours été une idée populaire au sein de l'opinion. La protection de l'agriculture et la défense de l'exception culturelle sont des valeurs amplement partagées. La crise actuelle ne fera que renforcer cette tendance. Sans un effort de compétitivité, sans augmentation du volume de travail, la volonté de relocaliser certaines productions pourrait conduire à des baisses de

niveau de vie pour la population. Comme cela a été constaté en 2019 avec la guerre commerciale sino-américaine, la croissance économique est très sensible aux mesures protectionnistes. Pour éviter une série d'enchaînements contreproductifs, la stratégie d'indépendance dans des

secteurs dits stratégiques ne peut se faire qu'au niveau européen et de manière très ciblée, faute de quoi ce serait une remise en cause du mode de croissance telle que nous le connaissons depuis plus de soixante-dix ans.



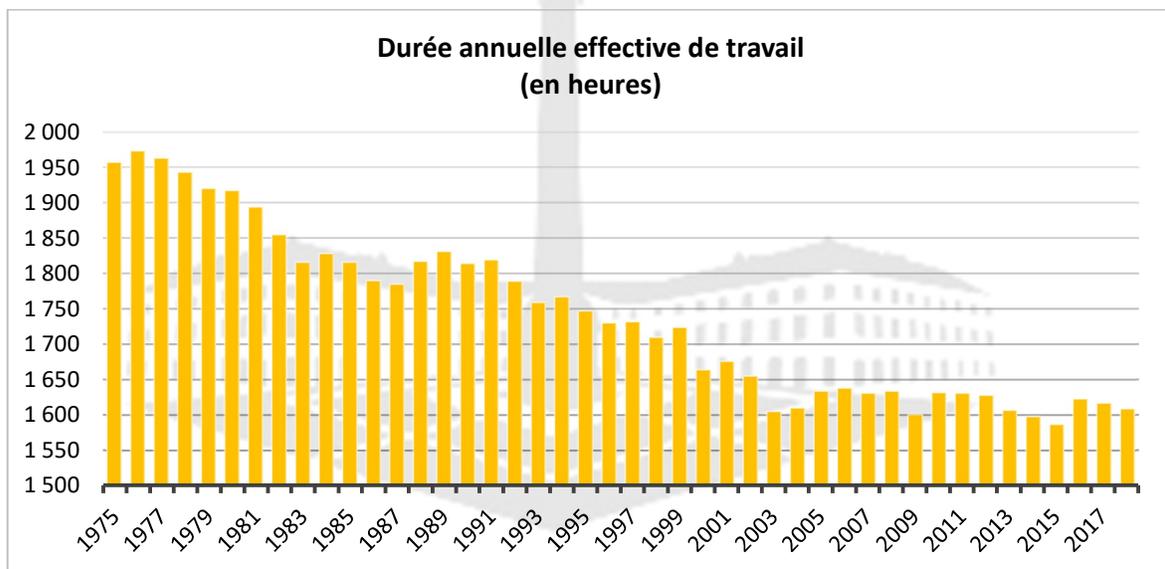
POINTS DE REPÈRE

CINQUANTE ANNEES DE BAISSÉ DU TEMPS DE TRAVAIL

Depuis le milieu des années 1970 jusqu'à aujourd'hui, la durée annuelle effective du travail a diminué en France de l'ordre de 17 % en moyenne, soit 350 heures, pour atteindre 1 609 heures en 2018. Sur longue période, plusieurs mécanismes contribuent à cette diminution : d'une part, les transformations de la nature des emplois (généralisation du salariat, montée du travail à temps partiel) ;

d'autre part, l'évolution de la législation du travail.

La durée annuelle effectivement travaillée par les salariés à temps complet a diminué de près de 150 heures entre 1991 et 2003. Depuis le début des années 2000, dans un contexte d'assouplissements de la loi sur les 35 heures, cette durée est repartie à la hausse (+ 43 heures) pour atteindre près de 1 700 heures en 2018.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Pour les cadres, un temps de travail plus élevé

Sur l'année, les cadres travaillent en moyenne plus longtemps que les autres catégories socioprofessionnelles de salariés à temps complet (en moyenne 1 850 heures par an contre 1 650 heures pour les autres groupes de salariés depuis 2016), et leur temps de travail a moins baissé depuis le milieu des années 1970 (-75 heures

contre -250 heures pour l'ensemble des salariés à temps complet). Ainsi, en 2018, 24 % des cadres disent avoir travaillé plus de 45 heures sur une semaine de mars, contre 11 % pour l'ensemble des salariés. 40 % des cadres sont soumis au forfait-jour, contre 5 % des non-cadres. De fait, ce régime conduit les salariés concernés à travailler plus que les autres : en 2018, les cadres au forfait en jours effectuent en moyenne 1 950 heures par an,

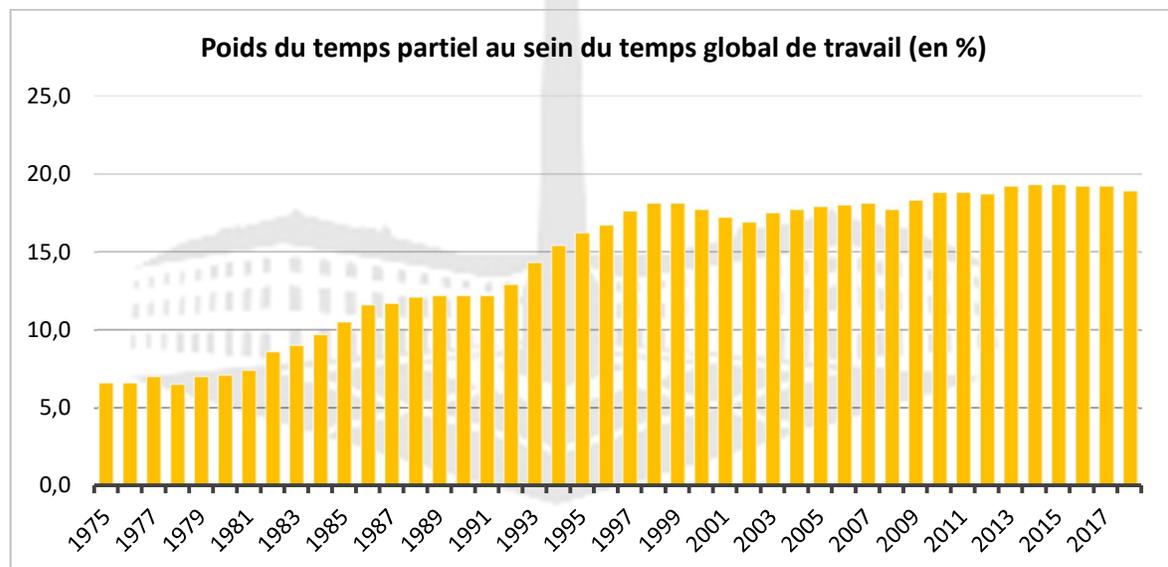
contre 1 760 heures pour les cadres à temps complet.

L'essor du travail à temps partiel

En 1975, 6,6 % des salariés en France métropolitaine (hors apprentis) occupaient un emploi à temps partiel. Depuis, cette proportion a été multipliée par trois pour atteindre 18,9 % : 4,4 millions de salariés travaillaient à temps partiel en 2018. Le développement de ces contrats a conduit de fait à une diminution de la durée individuelle moyenne du travail.

À partir du milieu des années 1970 et jusqu'à la fin des années 1990, la

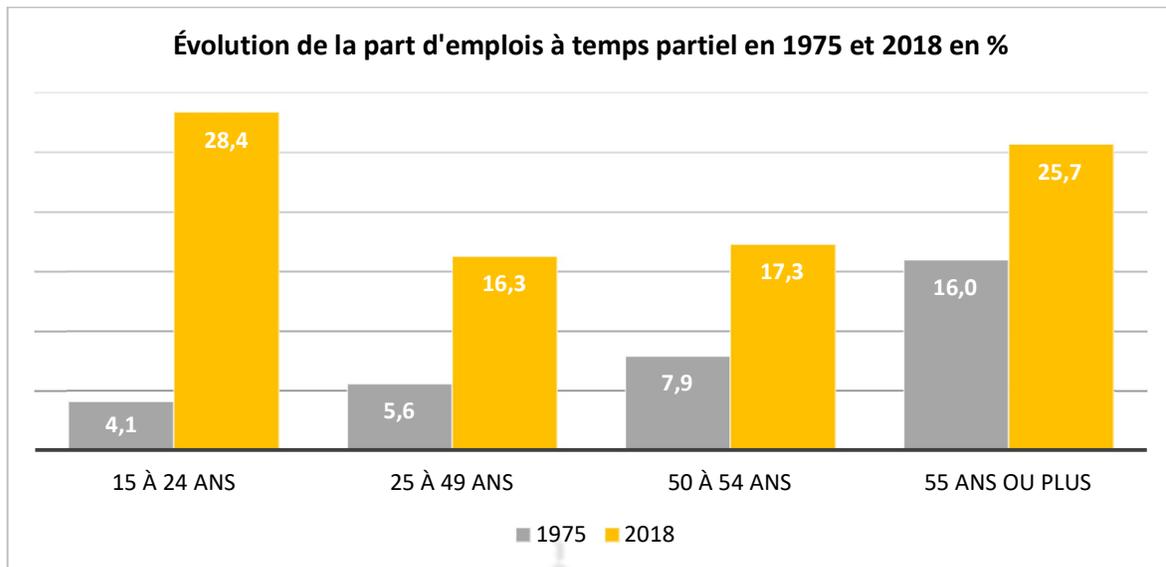
proportion de salariés à temps partiel a fortement progressé (+11 points entre 1975 et 1999). Depuis, cette progression s'est ralentie (+1 point entre 1999 et 2018), avec une baisse au début des années 2000 et un léger repli lors de la crise de 2008-2009. La diffusion des emplois à temps partiel entre les années 1970 et 1990 est concomitante de l'accélération de l'entrée des femmes sur le marché du travail et de la tertiarisation des emplois. Le nombre croissant d'emplois dans le secteur tertiaire (logistique, plateforme en ligne, sécurité, etc.) s'est accompagné du développement du travail à temps partiel.



Cercle de l'Épargne - INSEE

Les jeunes actifs sont les plus concernés par le travail à temps partiel tout comme les seniors. Pour les premiers, le temps partiel est en grande partie subi. Ils accumulent des emplois dans des services de proximité (commerce, livraison). Pour les seconds, le travail à temps partiel peut

être volontaire dans le cadre d'un départ progressif à la retraite. Il concerne plus les femmes qui sont contraintes de poursuivre plus longtemps leurs activités afin d'atteindre un nombre suffisant de trimestres pour obtenir la retraite à taux plein.

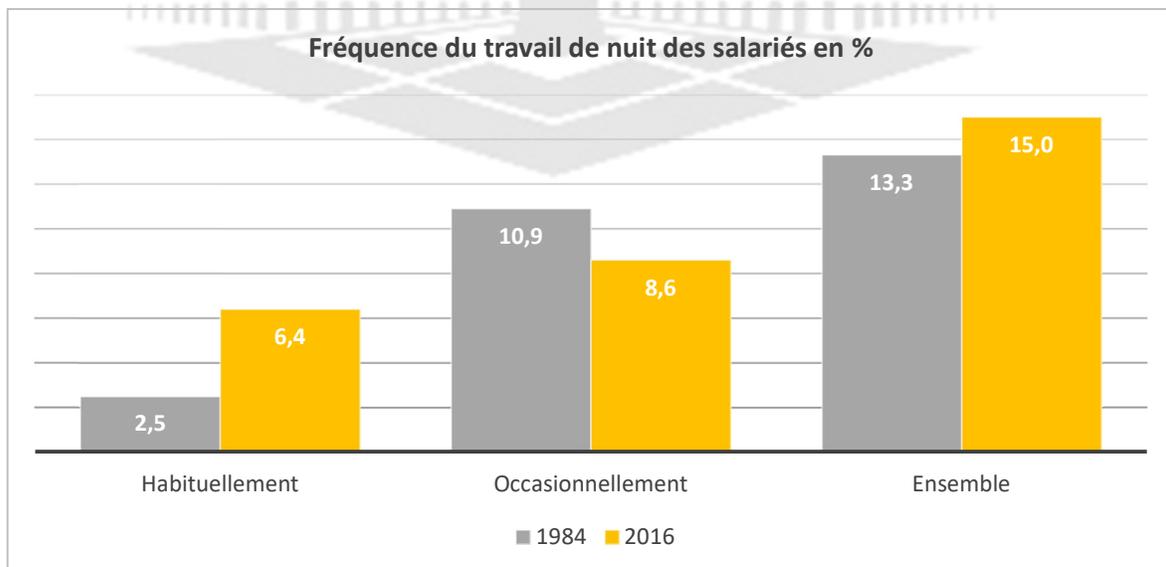


Cercle de l'Épargne - INSEE

Un recours accru au travail de nuit et le dimanche

Le travail du dimanche et le travail de nuit (entre minuit et cinq heures) a augmenté depuis 1974. Plus d'un quart des salariés (28 %) déclarent avoir travaillé le dimanche (habituellement ou occasionnellement) en 2016, contre

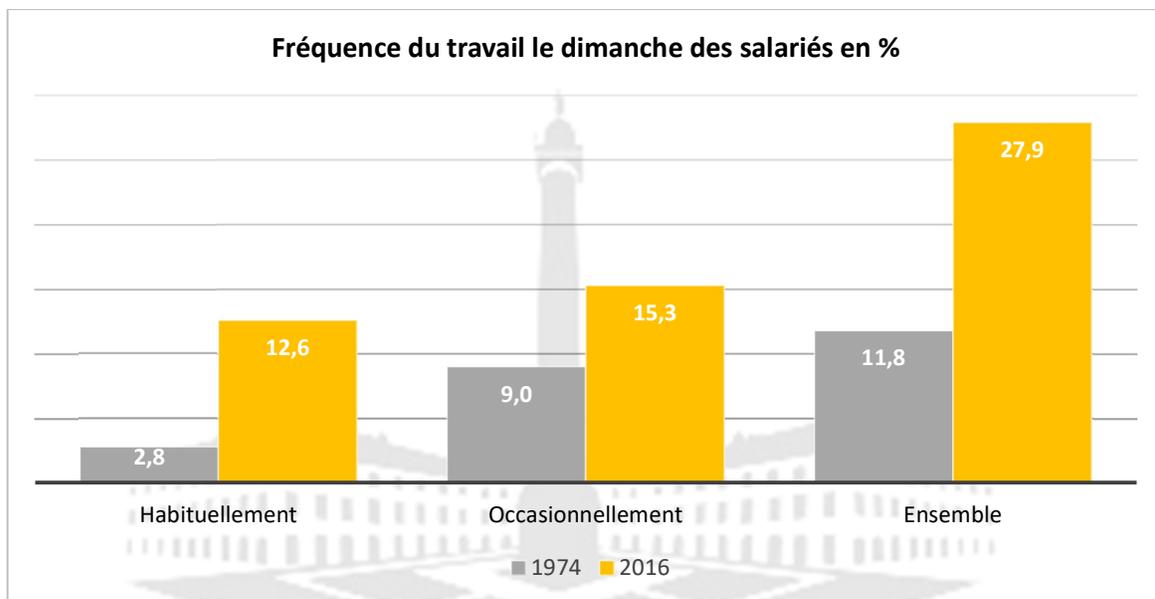
12 % en 1974. La part de salariés déclarant travailler de nuit paraît quant à elle relativement stable, oscillant entre 13 % et 16 % depuis 1984. Cependant, entre 1999 et 2004, la fréquence du travail de nuit habituel s'accroît alors que le travail de nuit occasionnel est en recul.



Cercle de l'Épargne - INSEE

Depuis une dizaine d'années, les règles du travail le dimanche ont été assouplies en parallèle avec le droit d'ouvrir accordé aux enseignes commerciales. Entre 2000 et 2009, de multiples décrets ont ainsi permis de déroger à la règle du repos dominical dans un premier temps dans la fonction publique, puis dans les centres d'appel de renseignement, les dépannages, ensuite les établissements de commerce de détail d'ameublement, et

enfin dans les communes et zones touristiques et thermales ainsi que dans certaines grandes agglomérations pour les salariés volontaires. Le recours croissant au travail dominical et aux horaires de nuit de manière habituelle concerne plus souvent des catégories socioprofessionnelles qui assurent la continuité de services de santé, la restauration et l'hébergement, la sécurité, travaillent dans l'industrie, etc.



Cercle de l'Épargne - INSEE

LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB <i>Mds d'euros 2019</i>	2 419	3 436	1 788	1 245	11 905
PIB par tête en 2019 <i>En euros</i>	36 060	41 350	29 610	26 420	34 770
Croissance du PIB <i>En % - 2019</i>	1,3	0,6	0,3	2,0	1,2
Inflation <i>En % - mars. 2020</i>	0,8	1,3	0,1	0,1	0,7
Taux de chômage <i>En % - fév. 2020</i>	8,1	3,2	9,8	13,6	7,3
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2018</i>	56,2	43,8	48,1	41,1	46,7
Solde public <i>En % du PIB 2019</i>	-2,3	+1,9	-2,2	-2,5	-0,6
Dette publique <i>En % du PIB 2019</i>	98,1	59,8	134,8	95,5	84,1
Balance des paiements courants <i>En % du PIB - Déc. 2018</i>	-0,7	7,6	2,7	0,9	3,1
Échanges de biens <i>En % du PIB - 2019</i>	-3,01	6,63	2,96	-2,75	1,8
Parts de marché à l'exportation <i>En % 2018</i>	3,0	8,2	2,8	1,8	26,0
Variation depuis 1999 en %	-48,9	-19,3	-37,4	-13,3	-24,6

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS AVRIL 2020
CAC au 31 décembre 2019	5 978,06
CAC au 30 avril 2020	4 572,18
Évolution en avril	+5,07 %
Évolution sur 12 mois	-18,08 %
DAXX au 31 décembre 2019	13 249,01
Daxx au 30 avril 2020	10 861,64
Évolution en avril	+12,76 %
Évolution sur 12 mois	-11,89 %
Footsie au 31 décembre 2019	7 542,44
Footsie au 30 avril 2020	5 901,21
Évolution en avril	+7,09 %
Évolution sur 12 mois	-20,69 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2019	3 745,15
Euros Stoxx au 30 avril 2020	2 927,93
Évolution en avril	+7,30 %
Évolution sur 12 mois	-16,39 %
Dow Jones au 31 décembre 2019	28 538,44
Dow Jones au 30 avril 2020	24 345,72
Évolution en avril	+12,52 %
Évolution sur 12 mois	-8,32 %
Nasdaq au 31 décembre 2019	8 972,60
Nasdaq au 30 avril 2020	8 889,55
Évolution en avril	+18,49 %
Évolution sur 12 mois	+8,92 %
Nikkei au 31 décembre 2019	23 656,62
Nikkei au 30 avril 2020	20 193,69
Évolution en avril	+4,15 %
Évolution sur 12 mois	-9,29 %
Shanghai Composite au 31 décembre 2019	3 050,12
Shanghai Composite au 30 avril 2020	2 860,08
Évolution en avril	+4,11 %
Évolution sur 12 mois	-7,09 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2019	1,1224
Parité au 30 avril 2020	1,0927
Évolution en avril	-1,91 %
Évolution sur 12 mois	-2,31 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2019	1 520,662
Once d'or au 30 avril 2020	1 688,008
Évolution en avril	+3,80 %
Évolution sur 12 mois	+31,91 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019	66,300
Pétrole au 30 avril 2020	25,640
Évolution en avril	-2,44 %
Évolution sur 12 mois	-64,40 %

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