



N°141
OCT. 2020

LA LETTRE ÉCO

THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
Éviter la politique de l'autruche !	2
HORIZON FRANCE	3
Comment éviter une faillite de la croissance en France ?	3
HORIZON EXTÉRIEUR	5
Chine – États-Unis, entre chiens et chats	5
Brésil, en attendant le rebond	6
HORIZON FINANCE	9
L'euro / Dollar, un nouveau match commence ?	9
TOUR D'HORIZON	12
Pétrole, transition énergétique et covid-19, un cocktail détonant ?	12
POINTS DE REPÈRE	15
Endettement public, la barre des 100 % du PIB a été franchie	15
LES STATISTIQUES DE TVI	16

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

ÉVITER LA POLITIQUE DE L'AUTRUCHE !



L'épargnant doit cesser d'épargner pour consommer afin de relancer la croissance mais s'il consomme, il pollue. Il faut qu'il place son bas de laine mais comme il a peur en l'avenir, il veut conserver son épargne liquide. En outre, l'épargnant se doit d'allouer son argent à la transition énergétique. La schizophrénie guette ainsi l'épargnant français, qui est balloté entre les différents objectifs poursuivis par les pouvoirs publics. Abreuvé par les chaînes d'information en continu de messages anxiogènes, la tentation de l'autruche le prend dès le réveil d'autant plus que les gouvernements éprouvent les pires difficultés à maintenir un cap dans le contexte sanitaire très incertain que nous connaissons depuis la sortie du confinement. Avec des taux d'intérêts qui resteront durant des années faibles, sauf accident de parcours que nul ne souhaite, les produits d'épargne dits de taux seront peu ou pas rémunérés. La répression financière sera de mise afin de garantir un minimum de solvabilité aux États surendettés. L'épargnant contribuera ainsi au financement d'un État appelé à la rescousse pour maintenir à flot l'économie et le modèle social des pays soumis à rude épreuve

par la crise sanitaire. La tentation de la pierre sera importante et pas dénuée de risques avec des rendements nets de charges et d'impôts en baisse. La hiérarchie de la cote immobilière pourrait changer dans les prochains mois tout particulièrement si l'épidémie ne se résorbe pas. Les grandes métropoles pourraient en pâtir, en raison de leur forte densité de population, qui facilite la diffusion du virus. Des villes de taille moyenne et des villes bien cotées en périphérie des grandes cités pourraient connaître un essor comme Saint Germain en Laye ou Angers. Au-delà de la pierre, la recherche de rendement passera certainement par le non coté. Ce type de placement offre l'avantage d'être moins volatil que le coté. Les entreprises de taille moyenne peuvent offrir des gains intéressants. Favoriser leur financement, c'est également contribuer à la redynamisation de notre tissu économique. Évidemment, ce type de placement ne peut être que de la diversification pour un épargnant. Il ne s'agit pas de le transformer en risque à tout prix. Il faut savoir raison gardée. Mais oser, que ce soit dans un PEA-PME, dans un contrat d'assurance vie, mettre 10 à 15 % dans le private equity n'est pas absurde dans le contexte actuel. L'audace ne nuit pas surtout quand elle peut être rentable.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investments

HORIZON FRANCE

COMMENT ÉVITER UNE FAILLITE DE LA CROISSANCE EN FRANCE ?

Depuis le déconfinement, le redémarrage de l'économie française est réel même si le moteur de la consommation semble bien plus alerte que celui de la production. La crainte est que ce rebond mécanique s'étiolle en raison des faiblesses consubstantielles de notre économie qui, depuis plus de quinze ans, est en souffrance et en proie à un déficit de compétitivité matérialisé par un solde négatif de la balance commerciale. Le risque d'une croissance quasi-nulle en France en 2021 et 2022 n'est pas négligeable, avec le recul de l'investissement et la perte de capital productif, les faillites, le recul du capital humain, la hausse du chômage structurel et la multiplication des « entreprises zombies » surendettées.

D'ici 2022, le gouvernement entend effacer les stigmates de la plus violente récession enregistrée en France en période de paix. Le délai est court. Il a fallu près de dix ans pour compenser les effets de la crise de 2009 tout en signalant qu'en matière d'emploi au printemps 2020, le taux de chômage n'avait pas retrouvé son niveau de 2007. Compte tenu de l'ampleur de la crise subie entre mars et mai, l'économie pourrait rencontrer d'importantes difficultés à retrouver une croissance décente.

Après le rebond, l'économie française pourrait entrer dans un tunnel de stagnation. Avant la crise de la Covid, la croissance potentielle était déjà très faible en France, ne permettant guère d'espérer une reprise franche et durable sans l'engagement de réformes structurelles. La croissance potentielle

qui était de 2 % avant la crise de 2008 se situait en fin d'année autour de 0,5 %. La croissance potentielle est une estimation du niveau de croissance du produit intérieur brut quand les facteurs de production (travail, capital) sont utilisés à leurs pleines capacités toute chose égale par ailleurs.

La baisse de l'investissement, de deux points de PIB depuis le début de la crise, constitue une menace pour la croissance potentielle. En outre, cette chute est liée à un long passage à vide entre 2009 et 2016. La remontée de l'investissement était récente et insuffisante pour compenser le déficit des années antérieures. Le sous-emploi pèse évidemment sur la croissance. La France qui se caractérisait avant l'épidémie par un taux d'emploi faible enregistre depuis quatre mois une forte sous-occupation de sa population active avec l'essor du chômage partiel et l'augmentation du nombre de demandeurs d'emploi. L'endettement croissant des entreprises a également un effet négatif. Si dans un premier temps, il permet d'éviter des faillites et des licenciements, dans un second temps, il freine la diffusion du progrès technique et la réallocation des ressources. Il statufie l'économie française qui par nature est assez peu portée au mouvement.

La tentation de sauver par tous les moyens les entreprises en difficulté peut s'avérer à terme très coûteux. Entre 1973 et 1983, les gouvernements avaient soutenu la sidérurgie et les mines à travers des plans de grande ampleur, ce qui n'a pas permis de

sauver les installations en France mais a obéré les moyens disponibles pour redéployer l'économie vers des secteurs d'avenir.

La volonté d'atténuer la récession - qui trouve son origine dans l'épidémie mais dont les moteurs sont de nature structurelle - peut également peser sur le pouvoir d'achat des ménages en raison de l'abaissement de la croissance potentielle et du rôle accru des prestations sociales qu'il faudra financer par un recours plus important aux prélèvements obligatoires.

Les gouvernements pourraient opter pour des aides plus ciblées en permettant, par exemple, le maintien intégral du salaire à toute personne concernée par la liquidation de son entreprise, qui s'engage dans une formation. Compte tenu des coûts de production, la France ne peut qu'opter pour le haut de gamme. Le coût du salaire horaire dans l'industrie est de 39 euros en France contre 32 euros dans la zone euro hors France et 12 euros dans les pays d'Europe de l'Est. Le coût élevé du travail n'empêche pas les salariés français d'avoir un niveau de vie inférieur à la moyenne de la zone euro du fait du poids des prélèvements obligatoires. La question du pouvoir d'achat est d'autant plus sensible que le coût de l'immobilier en France est supérieur à ce qui est constaté dans les

autres pays de la zone euro. La bonne stratégie est de développer les entreprises sophistiquées en jouant sur la digitalisation et la robotisation. Sur ce dernier point, les entreprises françaises sont en retard par rapport à leurs concurrentes étrangères. Le ratio de robots pour 100 emplois manufacturiers est de 1,5 en France, de 2,5 aux États-Unis, de 3 en Allemagne et de 3,5 au Japon.

Cette nécessité de modernisation s'impose d'autant plus à la France que plusieurs de ses secteurs économiques importants sont confrontés à une mutation de grande ampleur. L'automobile, l'aéronautique, la production d'énergie, le commerce et le tourisme sont en première ligne dans la crise générée par la Covid-19. À cette liste pourraient être ajoutés les métiers de la finance, qui devront évoluer compte tenu de la digitalisation rapide des activités. La fermeture de nombreuses agences bancaires devenues inutiles et la réduction du parc de distributeurs de billets sont autant de signes de cette évolution. En revanche, de nombreux besoins en main d'œuvre apparaissent dans le commerce en ligne, en informatique ou dans les domaines de la santé, de la pharmacie et des EHPAD. La question de la formation et de la rémunération de ces emplois se pose avec acuité.

HORIZON EXTÉRIEUR

CHINE – ÉTATS-UNIS, ENTRE CHIENS ET CHATS

Les relations économiques entre la Chine et les États-Unis sont d'une rare complexité, même si médiatiquement, de part et d'autre, les gouvernements pratiquent le manichéisme. Après les majorations de droits de douane et les sanctions affligées à Huawei, le gouvernement fédéral s'en est pris à l'application TikTok dont les activités américaines pourraient être cédées. Google comme Facebook doivent faire face en Chine à des mesures limitant l'exercice de leurs activités. Pour se prémunir d'éventuelles représailles, Apple pourrait déplacer ses chaînes d'approvisionnement de la Chine.

Dans le même temps, BlackRock a obtenu le feu vert pour créer une entreprise de fonds chinoise. Vanguard, un autre gestionnaire d'actifs a transféré son siège social asiatique à Shanghai. JPMorgan Chase pourrait dépenser un milliard de dollars pour prendre le contrôle de son entreprise chinoise de gestion. En 2019, les entreprises américaines ont acheté pour près de 200 milliards de dollars d'actions et d'obligations d'origine chinoise. Les investisseurs estiment que les risques sur le long terme d'envenimement des conflits sont limités. Ils croient, en revanche, que le centre de gravité de l'économie mondiale continuera à se déplacer vers l'Asie. Au-delà des polémiques concernant la haute technologie, la coopération entre les deux pays ne se délite pas. Près de 500 000 Chinois étudieraient aux États-Unis. Ce nombre n'a pas été affecté par la dégradation des relations entre les deux gouvernements.

Sur le terrain financier, les marchés de capitaux occidentaux, et en particulier américains, restent dominants. Les États-Unis peuvent compter sur la profondeur de leur marché et sur la force du dollar. La Chine a encore besoin des capitaux et du savoir-faire financier américain. Une grande partie des produits dérivés sont négociés à Chicago et les devises à Londres. Les entreprises américaines dominent les classements dans la gestion d'actifs et la banque d'investissement.

Le marché financier chinois tend de plus en plus à s'ouvrir attirant des entreprises financières de Wall Street qui proposent leurs services. Les conditions d'accès se sont améliorées. La Chine permet enfin aux entreprises occidentales de prendre le contrôle de leurs opérations sur le continent et a facilité l'achat et la vente de titres par les gestionnaires de fonds. Les autorités chinoises sont de plus en plus conscientes de la nécessité d'avoir une place financière à la hauteur de leurs aspirations. Par ailleurs, l'époque des excédents courants pantagruéliques se terminent. Elle pourrait même céder sa place à un cycle de déficits, ce qui obligerait la Chine à attirer des capitaux pour poursuivre son développement.

L'internationalisation de la place chinoise suppose l'abandon des règles de protection des banques et des courtiers locaux. La lutte contre la corruption est une autre obligation. La question des droits de l'homme et de la transparence du régime constitue également un frein à l'essor de la bourse de Shanghai. La situation de Hong Kong inquiète certains

responsables occidentaux. La banque HSBC fait l'objet de pressions pour démettre de certaines fonctions des représentants chinois.

Si dans les hautes technologies, la dépendance de l'occident à l'encontre de la Chine est forte, elle est très faible en matière financière. Les cinq premières banques de Wall Street n'ont que 1,6 % de leurs actifs exposés à la Chine et à Hong Kong. Les entreprises chinoises sont peu présentes financièrement à l'étranger même si toute prise de participation est médiatisée. Elle est sans commune mesure avec celles des États-Unis, du Japon, de l'Allemagne ou de la France. Le RMB n'est pas une devise de taille mondiale ; les exportateurs chinois commercent essentiellement en dollars.

Si les autorités chinoises entendent construire une alternative au réseau monétaire mondial américain, cet objectif nécessitera du temps et suppose des changements politiques qu'elles ne sont pas prêtes à accepter.

BRESIL, EN ATTENDANT LE REBOND

Le Brésil aime les montagnes russes. De terre promise, ce pays est capable de perdre en un temps record les gains de plusieurs années de croissance. Supposé devenir rapidement la cinquième puissance économique au début des années 2010, en surpassant la France et le Royaume-Uni, le Brésil est contraint, pour le moment, de revoir ses ambitions à la baisse. Après avoir subi, une forte récession entre 2015 et 2016, ce pays figure parmi ceux, avec les États-Unis, qui sont les plus touchés par la pandémie en cours. Un changement de modèle de croissance semble s'imposer, ce qui suppose évidemment une remise en cause des politiques économiques et sociales

prises en œuvre depuis une vingtaine d'années.

La descente aux enfers

Par sa population forte de 210 millions d'habitants, par la richesse de son sous-sol et sa place au sein de l'Amérique latine, le Brésil a tout pour devenir une grande puissance. Or, à chaque fois qu'il est sur le point d'accéder à ce rang, une plongée dans les abysses intervient. La malédiction brésilienne est devenue un cas d'école.

Au deuxième trimestre, le PIB brésilien a reculé de 9,7 points en raison de l'application dans plusieurs régions du pays de mesures de confinement et de quarantaine. Ce recul fait suite à celui du premier trimestre (-2,5 %). Le Président Bolsonaro s'est opposé sévèrement à ces mesures imposées par les gouverneurs des États créant un climat politique délétère, et ce en dépit d'un grand nombre de victimes de la Covid-19. En valeur absolue, fin août, le Brésil comptait plus de 120 000 morts et 4 millions de cas confirmés, le plaçant au deuxième rang après les États-Unis pour le nombre de victimes.

Plusieurs indicateurs semblent souligner qu'une reprise se manifestait depuis le début du mois de juillet. 130 000 emplois auraient été créés lors de ces deux derniers mois. Selon Gustavo Arruda, chef économiste de BNP Paribas au Brésil, sur l'ensemble de l'année, la chute du PIB devrait être de l'ordre de 5 % avec un risque non négligeable de rechute à l'automne. Le gouvernement espère obtenir une croissance de 3,2 % en 2021 et un effacement des effets économiques de la pandémie en 2022.

Une décennie perdue

Avant même la pandémie, la situation économique du Brésil était plus que délicate. Les années 2010 ont été une décennie perdue. En dix ans, le Brésil est passé du nirvana à l'enfer. En 2010, le taux de croissance annuelle du PIB atteint un niveau record à 7,5 %. Dilma Rousseff (Parti des travailleurs - PT) avait gagné l'élection présidentielle avec 56 % des voix. Lula da Silva (Parti des travailleurs - PT) quitta alors la présidence (2003-2011) avec une cote de popularité record (87 %). Le real brésilien est alors au plus haut et vaut 1,3 dollar (juillet 2011).

Dès 2013, le climat social tend à se dégrader. Des manifestations et des troubles sociaux agitent régulièrement les grandes villes du pays. L'augmentation des dépenses publiques liée à la Coupe du monde de la FIFA (2014) et aux jeux olympiques de Rio de Janeiro (2016) a été durement ressentie.

En 2014 est rendu public le scandale de corruption (Lava Jato), mettant à jour l'existence d'un vaste système de pots-de-vin, de blanchiment d'argent et de détournement de fonds à l'échelle de plusieurs États, entre des responsables publics et des entreprises dans les secteurs de l'énergie, de la construction, des infrastructures et de l'agroalimentaire.

La présidente sortante Dilma Rousseff est malgré tout réélue au mois d'octobre avec 52 % des voix. Cette réélection n'empêche pas la poursuite de l'agitation sociale. La situation économique brésilienne devient de plus en plus délicate avec le retournement du cycle des matières premières. Entre 2015 et 2016, le Brésil connaît une

sévère récession avec une contraction du PIB de 6,8 % en cumulé.

En 2016, la présidente Dilma Rousseff est destituée pour détournement de fonds publics et violation de la réglementation sur le financement des campagnes électorales. Le vice-président, Michel Temer (PMD), devient alors président en exercice bien qu'il fasse lui-même l'objet d'une enquête.

2014/2017 est l'une des plus sombres périodes que le Brésil a connues depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Au cours de ces trois années, le PIB par habitant, mesuré en dollars courants, s'est contracté de 28 %. Les inégalités, la pauvreté, y compris extrême, se sont aggravées, tandis que l'investissement et la confiance accusaient de nets replis. Il a fallu quinze trimestres pour que la formation brute de capital fixe réel commence, finalement, à se redresser, illustrant les graves difficultés rencontrées par les entreprises. Le chômage s'établissait à 13,7 % en mars 2017, bien au-dessus du niveau de 6,2 % enregistré en décembre 2013.

En 2018, l'ancien Président Lula est incarcéré pour corruption (peine de douze ans). Cette même année, Jair Bolsonaro (PSL) est élu président avec 55 % des voix. Il décide de réformer les retraites et de réduire les dépenses publiques. Avec la pandémie et la récession qu'elle provoque, la monnaie brésilienne continue à se déprécier avec un risque non négligeable en ce qui concerne les réserves de change. En moins de dix ans, le real brésilien a ainsi perdu environ 75 % de sa valeur.

La sortie de la récession a été moins prometteuse que prévue en raison de la baisse des prix des matières premières destinées à l'exportation, du

ralentissement du commerce mondial et de la croissance.

Avant la crise de la Covid-19, le gouvernement souhaitait diminuer le poids de l'État dans l'économie et inciter les investissements privés. Depuis, les plans de transition, élaborés par le gouvernement, ont été mis de côté. Pour soutenir l'économie, l'État brésilien a été contraint de mettre en place un plan de relance qui est l'un des plus importants au sein des pays émergents. Malgré ce revirement lié la crise, les premiers résultats de la politique mise en place par le Président Jair Bolsonaro, traduisent une forte croissance du secteur privé qui était deux fois plus rapide que celle du secteur public.

La Covid-19 a frappé un Brésil en pleine convalescence

Le Brésil souffre de maux structurels. La faiblesse des infrastructures, la corruption, une économie peu concurrentielle et fermée, les accès aléatoires et peu transparents au crédit sont autant de facteurs qui jouent contre la croissance brésilienne. Le taux d'investissement des entreprises reste faible pour un pays émergent. Il est passé de 20,9 % en 2013 à 14,7 % en 2017. En Europe, il était avant crise supérieur à 21 %. Cette faiblesse s'explique par les taux d'intérêts élevés pratiqués par la banque centrale notamment pour attirer les capitaux

étrangers. Un effet d'éviction au détriment du secteur privé existe du fait des importants besoins financiers de l'État. Le déficit public est élevé tout comme la dette publique qui devrait passer de 77 à 100 % du PIB. La maîtrise des dépenses publiques est extrêmement compliquée en raison du clientélisme et du formalisme juridique. De nombreux postes de dépenses sont protégés par la Constitution. Leur remise en cause suppose une révision constitutionnelle. Or, ces postes concernent 96 % du budget de l'État fédéral.

Le pays souffre de la chute des cours des matières premières et du pétrole. En outre, les errements de la politique de gestion sanitaire de la crise ont créé une défiance à l'intérieur du pays comme à l'extérieur. La monnaie brésilienne a poursuivi sa dépréciation contraignant la banque centrale à relever ses taux. 1 dollar s'échangeait contre 5,4 real brésilien fin août ; au mois de mai, c'était un dollar pour 6 real.

La Covid-19 a frappé le Brésil à un moment où le pays était confronté à la plus lente reprise économique de son histoire et où environ un quart de sa population active était au chômage ou en situation de sous-emploi. L'assainissement des comptes publics n'était pas prévu avant 5 ans. La crise actuelle devrait allonger ce délai de plusieurs années.

HORIZON FINANCE

L'EURO / DOLLAR, UN NOUVEAU MATCH COMMENCE ?

L'euro depuis quelques semaines tend à s'apprécier en particulier vis-à-vis du dollar relançant l'antienne sur le bon taux de change de la monnaie commune. Cette évolution rappelle les années 2002 / 2008 marquées par une croissance assez homogène des États membres et par la disparition des écarts de taux. La circulation de l'épargne au sein de la zone était importante. Avec la crise des subprimes et surtout des dettes souveraines, la circulation des capitaux s'est arrêtée entre les pays de la zone euro et les pays excédentaires n'ont plus financé les autres pays. L'hétérogénéité des pays s'est ainsi accrue de 2009 à 2019.

L'appréciation actuelle de l'euro est due aux incertitudes économiques et politiques pesant sur les États-Unis ainsi qu'aux politiques mises en œuvre au sein de l'Union européenne.

Le dollar est-il en perte de vitesse ?

Le dollar reste de loin la monnaie internationale, que ce soit pour les échanges commerciaux ou comme réserve de change. Le rôle de monnaie de réserve du dollar repose moins sur les résultats macro-économiques de l'économie américaine que sur le poids de cette dernière et le rôle de gendarme international des États-Unis. Le dollar bénéficie de la profondeur du marché financier américain qui n'a pas d'équivalent dans le monde. Quels que soient les aléas politiques, les États-Unis demeurent une démocratie dont la banque centrale est reconnue pour sa transparence, son expérience et sa prévisibilité. Depuis 1995, les rapports

de forces entre les grandes monnaies ont peu changé. L'euro a connu son heure de gloire juste avant la crise de 2008 en s'arrogeant alors 27 % des réserves de change avant de revenir à 20 %. La monnaie chinoise, le RMB, joue un rôle marginal, 2 % des réserves de change en 2020, malgré le fait que la Chine soit la première puissance commerciale mondiale. En vingt ans, le yen a perdu du terrain en raison de la stagnation économique que le Japon connaît et des politiques monétaires accommodantes qui ont été mises en place à partir des années 1990. Dans ce contexte, entre 1995 et 2020, le dollar a renforcé son poids comme réserves de change en passant de 59 à 62 %.

Le statut de monnaie de réserve internationale du dollar pourrait être à terme affecté par l'expansion monétaire considérable des États-Unis qui peut faire douter de la solidité de sa valeur. La base monétaire de la banque centrale américaine est passée de 800 à 7000 milliards de dollars de 2003 à 2020, contre respectivement 500 et 4000 milliards d'euros pour la BCE.

Le crédit du dollar pourrait être aussi atteint par la croissance rapide de la dette extérieure nette des États-Unis. Celle-ci est passée de 10 % du PIB en 2003 à plus de 55 % en 2020. Le déficit de la balance des paiements courants s'accompagne de celui du budget qui pourrait atteindre 20 % du PIB en 2020.

La monnaie américaine pourrait être enfin pénalisée par la multiplication des conflits commerciaux et par la politique

étrangère plus brutale du gouvernement fédéral. Les sanctions imposées aux entreprises non-américaines qui ne respectent pas les règles des États-Unis pourraient les inciter à se soustraire au dollar.

Les politiques européennes renforcent la monnaie commune

Depuis la crise grecque de 2012, la zone euro dispose d'outils de soutien non négligeables notamment à travers le Mécanisme européen de stabilité financière. Les politiques d'assainissement mises en œuvre dans de nombreux États du Sud depuis huit ans ont abouti à réduire les déficits publics et commerciaux. Si les écarts de richesse entre les États membres sont conséquents, ils se sont stabilisés depuis 2017. Néanmoins, ils restent élevés. Le PIB par habitant de la Grèce représente 40 % de celui de l'Allemagne, celui de l'Italie, 70 % et celui de la France 88 %.

La crédibilité de l'euro est imputable également au processus de modernisation en cours. En trente ans, les investissements dans les techniques de l'information (hors logiciels) ont été multipliés par deux et ont atteint, en 2019, près de 1,2 % du PIB. Le stock de robots industriels pour 100 emplois manufacturiers s'élevait, toujours en 2019, à 2,2 contre 0,8 en 1999. Si l'Europe reste en retard vis-à-vis du Japon ou de la Corée, elle rattrape son retard vis-à-vis des États-Unis.

La balance des paiements courants de la zone euro est structurellement excédentaire depuis des années, ce qui est un facteur d'appréciation. L'hétérogénéité de la zone, avec des États du Sud fortement déficitaires, réduisait la force de ce facteur. La

réduction des déficits supprime cet élément de faiblesse. L'Allemagne et les Pays-Bas dégagent des excédents de 6 à 8 % du PIB depuis 2010. Les autres États de la zone euro enregistraient un déficit de 4 % entre 2008, qui a été ramené à 2 % du PIB en 2019.

La crédibilité de la zone euro s'améliore avec le plan de relance européen (750 milliards d'euros financés en commun). La constitution d'une dette européenne recrée une profondeur de marché. La mutualisation ainsi opérée est un signe de solidarité et de réduction des écarts de croissance entre les États membres. Les capitaux se dirigent vers la zone euro. Cette situation devrait accroître progressivement le poids de l'euro comme monnaie de réserve. En 2008, l'euro représentait 28 % des réserves de change. Ce ratio est passé à 19 % en 2017 avant de légèrement remonter depuis (21 % début 2020). L'arrivée de capitaux extérieurs entraîne la valorisation de la monnaie européenne, et ce malgré des taux directeurs nuls ou négatifs. Le taux de change qui était de 1 euro pour 1,2 dollar en 1999 était passé à 1,6 en 2008 avant de se rapprocher de la parité entre 2013 et 2017. Depuis quelques semaines, il est remonté à 1,2.

L'appréciation de l'euro fait craindre des pertes de parts de marché au niveau du commerce international. Ce phénomène avait été constaté entre 2002 et 2008. La zone de danger semble commencer autour de 1 euro pour 1,4 dollar. En revanche, le flux de capitaux joue en faveur de l'investissement et du maintien de taux bas. Un euro fort est déflationniste en réduisant le prix des produits importés. Il génère ainsi des gains de pouvoir d'achat pour les ménages en particulier

pour ceux ayant un budget « carburant » important.

Le dollar n'a pas dit son dernier mot

Le recul de l'image des États-Unis et ses faiblesses économiques induisent une dépréciation du dollar. La monnaie américaine a résisté à de nombreuses crises depuis la fin des années 1960 sans perdre son statut et a connu des retours en force de grande ampleur. Actuellement, le dollar n'a pas de réel substitut. Il peut s'appuyer sur la dette du Trésor américain dont la taille est à la fois une faiblesse et un élément de domination. Il n'existe pas une autre dette de grande taille, liquide et sans risque. La dette publique américaine s'élevait fin 2019 à 25 000 milliards de dollars contre 10 000 milliards de dollars pour le Japon, 8 000 milliards de dollars pour la Chine et autour de 2 000 milliards de dollars pour l'Italie ou la France. La dette de l'Union européenne (750 milliards d'euros) qui va financer le plan de relance n'est qu'un embryon de dette fédérale.

L'euro fort a toujours mauvaise presse en France, accusée de nuire aux

exportations, sachant qu'elles sont réalisées à plus de 60 % au sein de l'Union européenne donc peu sensibles aux variations de change. Par ailleurs, cette appréciation diminue le prix des importations, que ce soit celles de matières premières et d'énergie ou celles de biens industriels. Cette diminution est un atout pour la France dont la balance commerciale est structurellement déficitaire. La valorisation de l'euro, sur le modèle allemand, doit conduire à une montée en gamme permanente de la production française avec à la clef l'amélioration des taux de marge. Si la dernière dévaluation du franc date du 11 janvier 1987, en France, la nostalgie demeure. L'idée que la France s'en sortirait mieux si elle pouvait dévaluer sa monnaie reste populaire. Les Français ont oublié que les dévaluations étaient accompagnées de plan de rigueur pouvant aller jusqu'au blocage des salaires. A 1,2 dollar, le taux de change de l'euro est dans sa fourchette moyenne et, en l'état, ne devrait pas constituer une véritable entrave au rebond européen.

TOUR D'HORIZON

PETROLE, TRANSITION ENERGETIQUE ET CONVID-19, UN COCKTAIL DETONANT ?

L'épidémie de covid-19 a révélé les efforts à accomplir pour réussir à tenir les engagements de l'accord de Paris de 2015 pour la planète, signé par 190 pays. En effet, avec une mise à la cape l'économie mondiale durant deux mois, les émissions de CO₂ ne baisseront cette année qu'entre 4 et 7 % avec un coût économique très élevé se traduisant par un recul du PIB mondial d'au moins 3 points. Or, pour avoir une chance décente de maintenir la température moyenne de la Terre à moins de 2 ° C au-dessus des niveaux préindustriels, les émissions nettes de CO₂ et d'autres gaz à effet de serre sont censées être nulles d'ici 2050. Ce défi sera d'autant plus difficile à relever que la population mondiale augmentera de deux milliards durant les deux prochaines décennies. La décarbonisation de notre production d'énergie aura des conséquences tant sur les modes de vie que sur le plan géopolitique avec une remise en cause des positions de certains États.

Depuis la révolution industrielle, il y a 250 ans, la croissance a été obtenue en recourant à un volume de plus en plus important d'énergie dont la majeure partie est d'origine fossile (85 %). Les émissions nettes ont augmenté de 40 % au cours des 30 dernières années. L'énergie produite est responsable des deux tiers des émissions de gaz à effet de serre. En 2018, 55 gigatonnes de CO₂ étaient émises au niveau mondial. Environ un cinquième de ce montant provient des changements dans l'utilisation des terres et l'agriculture. Le reste est en grande partie constitué d'émissions

issues de la consommation d'énergie et des procédés industriels. Selon les données du World Resources Institute, les bâtiments (chauffage) sont responsables de 17 % des émissions et le transport routier de 12 % des émissions. Les autres formes de transport sont moins émettrices, l'aviation entre 2 et 3 % et le transport ferroviaire autour de 2 %. Au sein de l'industrie, les principaux secteurs d'émission sont la sidérurgie (8 %), la chimie et la pétrochimie (6 %) et le ciment (3 %). Au niveau des différents États, la Chine est le plus gros émetteur, produisant environ un quart des émissions mondiales en lien avec le poids de sa population et celui de son industrie. L'Amérique du Nord émet 12 % du CO₂ et l'Union européenne et l'Inde en produisent environ 7 % chacune. Au total, les vingt premiers émetteurs sont responsables de 80 % des émissions mondiales, leur population représentant 60 % de la population mondiale.

Un changement réglementaire d'énergie

Pour la première fois, un changement de combustible est imposé de manière réglementaire, au nom de considérations écologiques. Le passage du bois au charbon et de celui-ci au pétrole a été progressif et s'est opéré au nom d'une plus grande efficacité. Le pétrole, carburant liquide facile à transporter, à forte capacité énergétique, à multiple usage, est un puissant générateur de croissance. Cette énergie a modelé l'économie du dernier siècle. L'industrie pétrolière,

l'industrie automobile et l'industrie aéronautique ont été les portes drapeaux de l'économie. Le départ d'ExxonMobil de l'indice Dow Jones, dont elle était membre depuis 1928, est un signe du changement de modèle. La restructuration de ces secteurs d'activité sera au cœur de l'actualité de ces dix prochaines années.

Le pouvoir ébréché des États pétroliers

La transition énergétique aura également des conséquences au niveau géopolitique. Les États pétroliers comme l'Arabie saoudite, l'Algérie, voire la Russie, ont besoin d'un prix du pétrole se situant entre 60 et 90 dollars le baril pour équilibrer leurs budgets. Avec un baril à 40 dollars, ces États pourraient être rapidement confrontés à des difficultés financières et des tensions sociales. Entre la chute des prix et celle de la consommation, l'Arabie Saoudite devrait perdre en 2020 50 milliards de dollars de recettes pétrolières.

Avec des productions locales de l'énergie, les États pétroliers perdront en influence. La part de l'électricité renouvelable telle que l'énergie solaire et éolienne pourrait passer de 5 % de l'approvisionnement aujourd'hui à 25 % en 2035 et à près de 50 % d'ici 2050. La captation de la rente énergétique à leur profit disparaîtra. La nécessité pour les pays avancés de sécuriser les pays du Golf et les routes maritimes y conduisant diminuera d'intensité. Les États-Unis consacrent près d'une dizaine de milliards de dollars à cette zone géographique. L'affaiblissement des États pétroliers ne sera pas sans effet sur l'économie mondiale. Dotés d'une population de 900 millions de personnes, plutôt jeune, ces pays représentent 8 % du PIB.

L'économie pourrait gagner en matière de stabilité en sortant de l'ère du pétrole. Les marchés pétroliers sont dans les faits entre les mains de cartels dont les décisions ne sont pas toujours transparentes et rationnelles avec, comme conséquence, une forte volatilité. A 62 reprises, depuis 1970, le prix du baril a connu des fluctuations de plus de 30 % en quelques jours. La sécurité énergétique des différents États devrait être améliorée avec néanmoins une dépendance qui pourrait intervenir au niveau des infrastructures et de la logistique. Les entreprises chinoises produisent 72 % des modules solaires du monde, 69 % de ses batteries lithium-ion et 45 % des éoliennes. Les Chinois contrôlent également une grande partie du raffinage des minéraux essentiels à l'énergie propre, tels que le cobalt et le lithium.

La crise du covid-19, un catalyseur de la transition énergétique

Les investissements nécessaires pour réaliser la transition énergétique se chiffrent en milliers de milliards de dollars par an. L'obsolescence accélérée de nombreux investissements non conformes avec les nouvelles normes environnementales pourrait également porter sur plusieurs milliers de milliards de dollars. Le coût de transition énergétique doit prendre en compte celui de l'inaction. Selon la société d'assurance et de réassurance Swiss Re, le coût économique de l'augmentation des températures a été évalué, entre 2017 et 2019, à plus de 200 milliards d'euros par an pour les prochaines années, somme qui sera amenée à progresser avec la multiplication des événements météorologiques violents et l'augmentation du niveau des eaux. Il

convient d'intégrer le coût des pertes humaines générées par la pollution, soit quatre millions environ par an.

La montée en puissance des investissements liés au climat est nette depuis le milieu des années 2010. Selon la Climate Policy Initiative, ils ont augmenté de 70 % entre 2013 et 2018, pour atteindre 579 milliards de dollars. Si au début des années 2010, la rentabilité de ces investissements était faible, ils commencent à rejoindre ceux des sources traditionnelles d'énergie. Le caractère aléatoire de la production des énergies renouvelables impose le surdimensionnement des infrastructures (construction de centrales électriques classiques par exemple), ce qui grève les coûts. La volonté des gouvernements de développer la filière de l'hydrogène vise à terme à réduire ce problème. La production d'hydrogène en période de surproduction permettrait de limiter le recours aux énergies fossiles. Pour le moment, les piles à combustibles utilisant l'hydrogène sont plus coûteuses et moins rentables que les moteurs électriques classiques.

Depuis deux ans, la progression des investissements privés dans les énergies renouvelables est importante, plus de 45 % par an. Malgré tout, par rapport aux besoins estimés à 1000 milliards de dollars par an pour réussir la décarbonisation de l'économie, il conviendrait de tripler les investissements. Après une période de tergiversation entre 2015 et 2019, les États sont de plus en plus proactifs avec la mise en œuvre des programmes ambitieux de réduction de leurs émissions. La crise du covid-19, ayant comme conséquence la mise entre parenthèse de l'orthodoxie budgétaire, sert de catalyseur. L'Union européenne a ainsi annoncé que 30 % de son plan

de relance covid-19 de 750 milliards d'euros sera consacré à la transition énergétique. La présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a, par ailleurs, confirmé la réduction en dix ans par l'Union européenne de ses émissions de gaz à effet de serre de 55 % par rapport au niveau de 1990.

Beaucoup d'espoirs sont placés dans les politiques environnementales. Elles sont supposées, au-delà de la réduction des émissions des gaz à effet de serre, favoriser le retour au plein emploi, assurer la croissance des prochaines décennies et donner du sens à l'action publique. Avec la crise sanitaire, elles permettent aux États de reprendre la main sur l'économie dite réelle. La refondation du commissariat général au Plan est un symbole de cette volonté des gouvernements de peser sur les activités productives. La primauté étatique n'est pas sans risque. Dans une économie de marché à multiples acteurs, les mauvaises décisions sont éliminées progressivement. Dans un système étatisé, la décantation est plus lente en cas d'erreurs et le coût est plus élevé en raison du caractère plus important des investissements. Les échecs des avions Concorde et A380 illustrent la difficulté pour des pouvoirs publics d'arrêter des projets non rentables. Les changements de politique au gré des influences ou des élections sont une source de perte de temps et de gaspillage. Ainsi, après avoir ignoré la filière hydrogène, la France décide de la développer. De même, le tout éolien décrété il y a quelques années et qui avait succédé au tout solaire, cède la place à un mix plus équilibré. La tendance actuelle est de pénaliser l'avion, qui a l'inconvénient d'être bruyant et connoté socialement, répond autant à des objectifs environnementaux que politiques.

POINTS DE REPÈRE

ENDETTEMENT PUBLIC, LA BARRE DES 100 % DU PIB A ÉTÉ FRANCHIE

Avec la crise sanitaire amenant à une progression sans précédent des dépenses publiques, la dette publique française ne peut qu'augmenter à vive allure. Selon l'INSEE, elle a atteint 114,1 % à la fin du deuxième trimestre. Elle devrait s'élever à 120 % du PIB d'ici la fin de l'année.

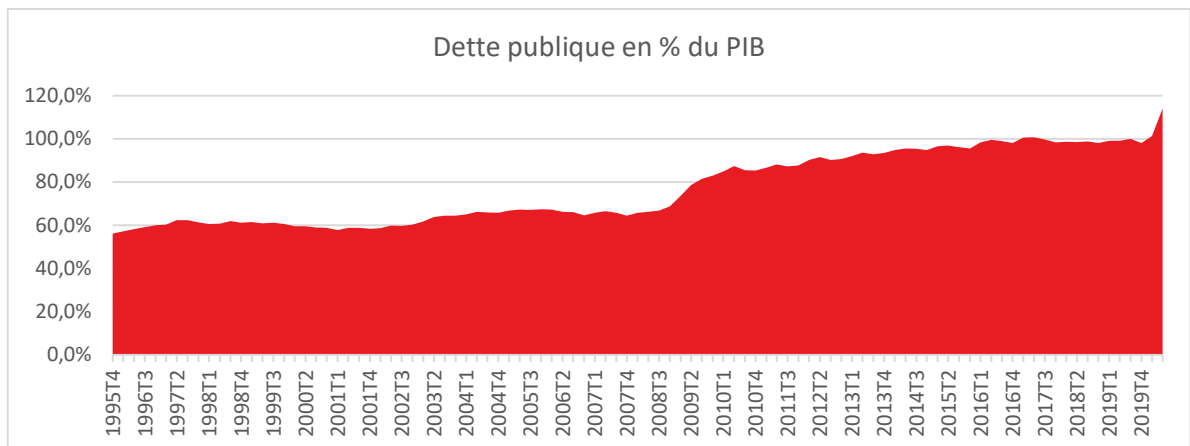
Du premier au deuxième trimestre, la dette publique au sens de Maastricht a augmenté de 199 milliards d'euros pour s'établir à 2 638,3 milliards d'euros (+12,7 points de PIB). Cette hausse est la plus importante jamais enregistrée par l'INSEE. La dette publique nette augmente plus modérément (+105,8 milliards d'euros), et s'établit à 100,3 % du PIB.

Au deuxième trimestre, l'État est responsable de plus de la moitié de la hausse de la dette (+113,4 milliards d'euros). Cet endettement résulte de la hausse des dépenses d'interventions (chômage partiel notamment), ainsi que des reports d'imposition et de la contraction des recettes fiscales sous l'effet de la chute de l'activité

économique. La progression de l'endettement de l'État s'accompagne d'une augmentation inédite de sa trésorerie de 69 milliards d'euros.

Les administrations de sécurité sociale ont accru leur endettement de près de 85 milliards d'euros. L'Acoss s'est endetté en un trimestre de 59 milliards d'euros, l'Unedic de 15,4 milliards d'euros et la Cades de 7,6 milliards d'euros. Les reports et annulations de cotisations ainsi qu'une partie du chômage partiel ont dû être financés par l'Acoss et l'Unedic. L'endettement de la Cades anticipe des reprises de dette de l'Acoss évaluées à 136 milliards d'euros.

La contribution des administrations publiques locales à la dette augmente plus faiblement, 2,7 milliards d'euros. Cette hausse est imputable essentiellement à la Société du Grand Paris (+2,3 milliards d'euros après 2,5 milliards d'euros au premier trimestre).



Cercle de l'Épargne – données 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	11 907
PIB par tête en 2019 <i>En euros</i>	36 064	41 342	29 600	26 440	34 777
Croissance du PIB <i>En % - 2019</i> <i>En mars 2020</i>	1,3 -5,0	0,6 -2,3	0,3 -5,4	2,0 -4,1	1,2 -3,1
Inflation <i>En % - septembre 2020</i>	0,0	-0,4	-0,9	-0,6	-0,3
Taux de chômage <i>En % - août 2020</i>	7,5	4,4	9,7	16,2	8,1
Durée annuelle du Travail (2018)	1506	1393	1722	1695	-
Age légal de départ à la retraite	62	65	67	65	-
Dépenses publiques <i>En % du PIB 2019</i>	55,7	45,4	48,7	41,9	47,1
Solde public <i>En % du PIB 2019</i>	-3,0	+1,4	-1,6	-2,8	-0,6
Dette publique <i>En % du PIB 2019</i>	98,4	59,8	134,8	95,5	86,1
Balance des paiements courants <i>En % du PIB – avril 2020</i>	-0,8	6,8	3,3	2,1	2,8

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS SEPTEMBRE 2020
CAC au 31 décembre 2019	5 978,06
CAC au 30 septembre 2020	4 803,44
Évolution en septembre	-3,99 %
Évolution sur 12 mois	-14,84 %
DAXX au 31 décembre 2019	13 249,01
Daxx au 30 septembre 2020	12 760,73
Évolution en septembre	-2,09 %
Évolution sur 12 mois	+3,07 %
Footsie au 31 décembre 2019	7 542,44
Footsie au 30 septembre 2020	5 866,10
Évolution en septembre	-1,63 %
Évolution sur 12 mois	-21,01 %
Euro Stoxx au 31 décembre 2019	3 745,15
Euros Stoxx au 30 septembre 2020	3 193,61
Évolution en septembre	-3,68 %
Évolution sur 12 mois	-9,93 %
Dow Jones au 31 décembre 2019	28 538,44
Dow Jones au 30 septembre 2020	27 781,70
Évolution en septembre	-3,28 %
Évolution sur 12 mois	+2,21 %
Nasdaq au 31 décembre 2019	8 972,60
Nasdaq au 30 septembre 2020	11 167,51
Évolution en septembre	-5,16 %
Évolution sur 12 mois	+39,61 %
Nikkei au 31 décembre 2019	23 656,62
Nikkei au 30 septembre 2020	23 185,12 +1,32 %
Évolution en septembre	+5,97 %
Évolution sur 12 mois	
Shanghai Composite au 31 décembre 2019	3 050,12
Shanghai Composite au 30 septembre 2020	3 218,05
Évolution en septembre	-5,23 %
Évolution sur 12 mois	+10,77 %
Parité euro/dollar au 31 décembre 2019	1,1224
Parité au 30 septembre 2020	1,1715
Évolution en septembre	-1,58 %
Évolution sur 12 mois	+7,08 %
Once d'or en dollars au 31 décembre 2019	1 520,662
Once d'or au 30 septembre 2020	1 893,800
Évolution en septembre	-3,57 %
Évolution sur 12 mois	+26,53 %
Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019	66,300
Pétrole au 30 septembre 2020	41,940
Évolution en septembre	+8,53 %
Évolution sur 12 mois	-32,22 %

Cette lettre mensuelle est réalisée par Thomas Vendôme Investment (TVI). Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI.

Thomas Vendôme Investment est une société créée à Paris en 2013 indépendante spécialisée dans la levée de fonds et le conseil stratégique en entreprises. Elle est dirigée par Jean-Pierre Thomas.

Contact

Marc-Antoine Dumont
Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
Tel : + 33 1 83 79 96 38
Mail : marc-antoine.dumont@vendome-investment.com