

# LA LETTRE ÉCO

## THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</b> .....	02
« Faire le bon choix » .....	02
<b>HORIZON FRANCE</b> .....	03
<i>L'économie française au pied du mur</i> .....	03
<i>La France tient son rang en matière de multinationales</i> .....	06
<b>HORIZON EXTÉRIEUR</b> .....	07
<i>Le soleil se lève à l'est</i> .....	07
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	09
<i>Quand le règne des taux bas s'achèvera-t-il ?</i> .....	09
<i>La mauvaise monnaie peut-elle chasser la bonne ?</i> .....	11
<b>TOUR D'HORIZON</b> .....	13
<i>L'Europe peut-elle encore l'emporter face aux GAFAM ?</i> .....	13
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	17
<i>Les Pays-Bas et le Royaume-Uni champions des fonds de pension</i> .....	17
<i>Les ménages français à la tête de 12 500 milliards d'euros de patrimoine</i> .....	17
<b>LES STATISTIQUES DE TVI</b> .....	19

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS



### « FAIRE LE BON CHOIX »

Avec l'épidémie de Covid-19, nous vivons en mode dégradé. Nous sommes contraints d'adapter les processus de production et de consommation ; nous limitons la mobilité et les échanges. La crise sanitaire s'accompagne d'une accélération des mutations économiques. La digitalisation de notre vie personnelle et professionnelle est devenue une évidence. Les premiers vaccins qui ont été commercialisés sont issus de recherches reposant sur des modélisations informatiques et sur des biotechnologies. La crise a, aussi étrange que cela puisse paraître, renforcé la Chine qui a renoué avec la croissance en ayant réussi à endiguer autoritairement la maladie. Les États-Unis, en revanche, sortent affaiblis de 2020 ; divisés politiquement et à la peine pour assurer leur rôle de leader. Néanmoins, grâce à la vitalité de leur recherche, ils sont en pointe pour la vaccination tout comme l'Allemagne et le Royaume-Uni ainsi que la Russie. Les pays d'Europe du Sud, dont la France, ont été fortement touchés par l'épidémie tant sur le plan sanitaire qu'économique. Les recettes touristiques se sont évanouies tout comme celles liées aux transports. La France et l'Italie ont connu un processus de désindustrialisation mortifère. Leur dépendance extérieure est d'une dangereuse fragilité. L'instauration de barrières protectionnistes serait contreproductive car, en l'état, les possibilités de relocaliser, de recréer rapidement une industrie sont illusoire. Nous manquons cruellement de salariés

disposant d'une culture industrielle comme le prouve les problèmes de la centrale nucléaire EPR à Flamanville. Nous manquons d'ingénieurs dans les domaines de pointe que ce soit au niveau de l'énergie ou de l'informatique. Les gouvernements devraient d'urgence organiser un plan ORSEC pour moderniser, améliorer notre système éducatif. Nous ne pouvons pas tolérer que la France soit dans le bas des classements de l'OCDE pour la culture mathématique. Par ailleurs, pouvons-nous accepter de ne pas disposer d'entreprises digitales dignes de ce nom et d'être à la remorque des Américains ou des Chinois ? En 1951, l'Europe s'est construite autour du charbon et de l'acier. L'agriculture et l'atome ont également donné lieu, à partir de 1957 avec la création de la CEE, à une coopération poussée. Dans les années 1980 et 1990, le marché unique et la monnaie commune ont permis de multiplier les échanges entre les États membres. Depuis, l'Europe est en mode survie. L'Europe se doit d'avoir des projets et une ambition, faute de quoi elle disparaîtra. L'énergie qui depuis l'origine est au centre de ses compétences et le digital doivent être au cœur de ses priorités. Elle ne pourra exister dans ces domaines qu'en s'alliant avec des pays qui n'ont aucun intérêt à être dépendants de la Chine ou des États-Unis, pays parmi lesquels figure la Russie. La convergence des différents pôles de l'Europe continentale est une nécessité sinon il y a un réel risque de marginalisation. 2021 est une année charnière durant laquelle il conviendra de ne pas se tromper de chemin.

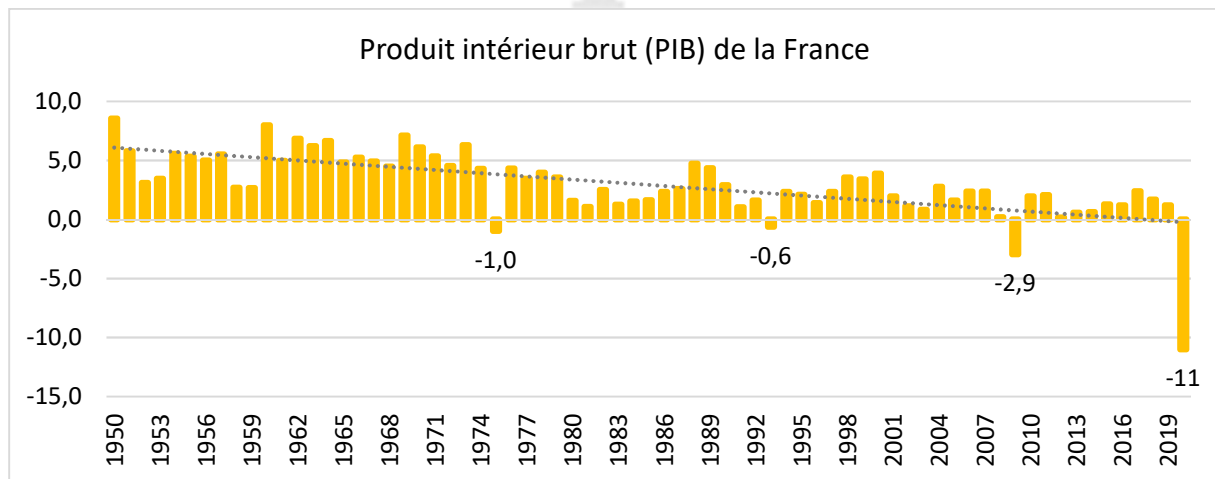
Jean-Pierre Thomas Président de Thomas  
Vendôme Investments

# HORIZON FRANCE

## L'ÉCONOMIE FRANÇAISE AU PIED DU MUR

Au début de l'année 2020, l'économie française végétait du fait du ralentissement des échanges mondiaux occasionné notamment par la guerre commerciale sino-américaine et la succession de crises sociales (« gilets jaunes » et réforme des retraites ). Une récession de faible ampleur était attendue. Avec la crise sanitaire, celle-ci a évidemment pris une dimension sans commune mesure. Comme ses

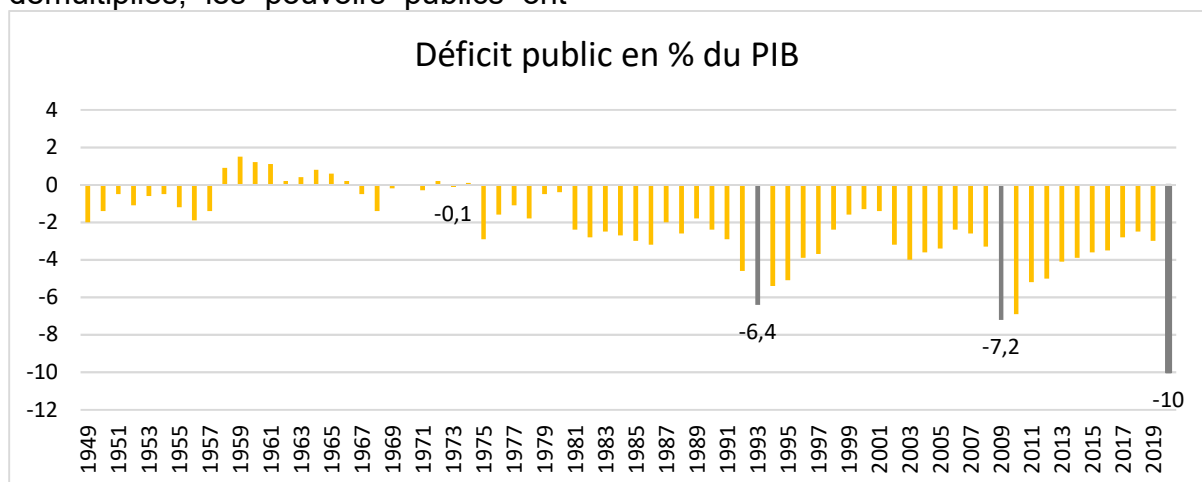
partenaires économiques, la France a connu, en 2020, une diminution de son PIB sans comparaison depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. En base annuelle, depuis 1950 jusqu'à cette année, le PIB n'avait baissé qu'à trois reprises : -1 % en 1975, -0,6 % en 1993 et -2,9 % en 2009. En 2020, la contraction devrait atteindre 11 points. Trois années de croissance ont été ainsi effacées.



Données INSEE

En 2020, comme lors des précédentes crises, mais avec des moyens démultipliés, les pouvoirs publics ont

déployé des dispositifs de soutien aux personnes et aux entreprises.



Données INSEE

Pour le premier choc pétrolier, les pouvoirs publics sont intervenus à contretemps, en 1975, avec un déficit public qui atteignait alors 2,9 % du PIB. En 1993 et 2009, les gouvernements respectifs ont réagi rapidement avec, à la clef, un déficit public de respectivement 6,4 % et 7,2 % du PIB. Pour la crise sanitaire, dès les premiers jours du confinement du mois de mars, le gouvernement a mis en place le chômage partiel et les différents dispositifs de soutien aux entreprises. En 2021, au vu de l'évolution sanitaire de ces dernières semaines, les politiques de soutien seront certainement maintenues durant le premier trimestre, voire le deuxième. Le déficit public devrait se situer autour de 8 % du PIB. Une part non négligeable du déficit, de 33 à 50 %, est monétisée par la Banque centrale européenne (BCE), le rendant financièrement supportable d'autant plus que les taux restent négatifs. La dette publique représente désormais 120 % du PIB contre 98 % en 2019 dont 33 % sont pris en charge par la BCE.

Du fait de la forte intervention des pouvoirs publics, la baisse du PIB est jusqu'à maintenant relativement indolores tant pour les ménages que pour les entreprises. Les revenus après le premier confinement avaient baissé de 5 % par rapport à leur niveau d'avant crise. Avec les nouvelles mesures prises à l'occasion du deuxième confinement, la contraction serait, en fin d'année, plus faible. Le taux de marge des entreprises a diminué de plusieurs points entre mars et septembre avant de rebondir au cours du troisième trimestre. Le nombre d'emplois a, au vu de la baisse du PIB, diminué assez faiblement (-4 %). Ce recul limité s'explique notamment par le recours important au chômage partiel. Le nombre de faillites est très faible, autour

de 32 000 par mois, ce qui constitue le niveau le plus faible enregistré depuis 2002. Avant la crise sanitaire, il s'élevait à plus de 50 000 par mois. Les prêts garantis par l'État, le chômage partiel, et le fonds de solidarité ont contribué au maintien en vie de nombreuses entreprises.

La phase critique pour l'économie française, comme pour les autres, sera celle des mois qui suivront la fin de la crise sanitaire devant amener une normalisation des politiques publiques. Afin d'atténuer le choc, tous les États ainsi que l'Union européenne ont élaboré des plans de relance.

Le passage d'une phase à une autre se traduira par le ralentissement de la monétisation des déficits publics même si, en la matière, la BCE a déjà indiqué que ce processus n'est pas d'actualité à court terme. Le retour de la contrainte budgétaire sera un cap difficile à franchir d'autant plus que dans certains pays dont la France et l'Allemagne des échéances électorales importantes se rapprochent.

Si les entreprises ont jusqu'à maintenant bien résisté, un certain nombre d'entre elles connaissent une forte dégradation de leurs bilans avec un recul de leurs marges, une diminution de leurs fonds propres, une baisse ou une disparition de leurs profits ainsi qu'avec une hausse de l'endettement, même si une partie des nouveaux crédits est stockée sous forme de réserves de liquidités. Les profits des entreprises devraient diminuer de deux points de PIB en 2020 quand leur endettement est passé de 1 000 à 1 200 milliards d'euros.

L'anesthésie économique dans laquelle évolue depuis dix mois la France devrait cesser au cours du premier

semestre. Les faillites retardées artificiellement devraient alors intervenir. À celles qui auraient dû avoir lieu avec ou sans la crise sanitaire s'ajouteront celles qui y seront directement liées. Plusieurs secteurs seront plus exposés que les autres. L'hébergement, la restauration, les transports, le commerce de détail, l'aéronautique et l'automobile seront en première ligne.

Pour conjurer le risque de faillite, les entreprises mettront en œuvre des politiques de redressement de leurs marges bénéficiaires. Ces politiques pourraient amener à de fortes réductions d'emploi et à des délocalisations. Elles pourraient également conduire à une baisse importante de l'investissement. En 2021, celui-ci pourrait être inférieur de 10 % à son niveau d'avant crise. L'hébergement/restauration concerne en France 1,35 million d'actifs, les transports 1 million, la construction de matériels de transports, 300 000 et la

distribution 3,5 millions. Ces secteurs clefs pour la France devront tout la fois faire face aux conséquences de la crise sanitaire et à la digitalisation ainsi que, pour certains d'entre eux, à la transition énergétique.

Le contexte économique peut conduire à une réelle et durable marginalisation de la France dont les points forts sont aujourd'hui fragilisés. Cette situation n'est pas sans risque sur la vie démocratique du pays. La faible croissance des revenus, le chômage élevé et l'absence de perspectives ont provoqué une contestation de plus en plus violente d'une partie de la population et une montée des votes en faveur des partis dits non-gouvernementaux. Dans tous les pays, les périodes générant le plus d'instabilité économique et sociale sont celles qui suivent une crise. Les années 2021/2023 seront dangereuses pour les États occidentaux qui, depuis dix ans, sont confrontés à une succession de crises.

## LA FRANCE TIENT SON RANG EN MATIÈRE DE MULTINATIONALES

La France compte 31 multinationales parmi les 500 plus importantes au niveau mondial (classement Fortune 500). En retenant la capitalisation boursière, la France occupe la quatrième place avec cinq entreprises parmi les cent premières mondiales, derrière les États-Unis, la Chine et le Royaume-Uni. Ces cinq entreprises sont LVMH, L'Oréal, Total, Sanofi et Airbus.

En 2018, les firmes multinationales françaises (hors secteur bancaire et services non marchands) contrôlaient, selon l'INSEE, 45 500 filiales à l'étranger dans plus de 190 pays. La moitié de ces firmes sont implantées dans un seul pays étranger. Les filiales à l'étranger emploient 6,2 millions de salariés, ce qui représente 57 % des effectifs des firmes dont elles font partie. Ces filiales ont réalisé 1 298 milliards d'euros de chiffre d'affaires annuel consolidé, soit la moitié du chiffre d'affaires consolidé total des firmes multinationales françaises. Ces firmes ont effectué 63 milliards d'euros d'investissements corporels dans leurs filiales à l'étranger.

La moitié des filiales françaises sont implantées dans neuf pays principaux. Les États-Unis (4 900 filiales), le Royaume-Uni (3 700 filiales) et l'Allemagne (3 300 filiales) concentrent un quart des filiales françaises à l'étranger. Le chiffre d'affaires consolidé y est également plus important, 227 milliards d'euros aux États-Unis, 109 milliards d'euros en Allemagne et 103 milliards d'euros au Royaume-Uni, soit 34 % du chiffre d'affaires consolidé total réalisé à l'étranger par les firmes multinationales françaises. En y ajoutant la Chine (79 milliards), l'Italie

(76 milliards) et l'Espagne (69 milliards), ces six pays concentrent la moitié du chiffre d'affaires consolidé total (51 %). L'Union européenne représente un peu moins de la moitié des filiales de multinationales françaises (47 %) et du chiffre d'affaires consolidé total (44 %).

En matière d'effectifs salariés à l'étranger, les trois premiers pays sont les États-Unis (666 000 salariés), la Chine (481 000) et le Brésil (435 000). À eux trois, ils concentrent 26 % du total des emplois à l'étranger des multinationales françaises et 42 % des emplois hors Union européenne. Au niveau de l'Union européenne, l'Allemagne (417 000 salariés), le Royaume-Uni (412 000) et l'Espagne (367 000) représentent 19 % du total des emplois à l'étranger des multinationales françaises et 50 % des emplois localisés dans l'Union européenne. Ces six pays concentrent près de la moitié des effectifs employés hors de France dans les firmes multinationales françaises (45 %). Dans son ensemble, l'Union européenne, hormis la France, reste la première zone d'implantation des firmes multinationales françaises, avec 39 % des effectifs à l'étranger, soit 2,4 millions de salariés. Le coût salarial par tête est significativement plus élevé dans l'Union européenne (45 900 euros par an en moyenne) que dans le reste du monde (30 800 euros). L'Union européenne représente la moitié (49 %) des frais de personnel des multinationales françaises. Dans les firmes multinationales françaises, 40 % des salariés des filiales implantées à l'étranger travaillent dans les services, 36 % dans l'industrie, 20 % dans le commerce et 4 % dans la construction.

## HORIZON EXTÉRIEUR

### LE SOLEIL SE LÈVE A L'EST

Le 15 novembre dernier, quinze pays d'Asie et du Pacifique ont signé un accord commercial, le RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership), proposé par la Chine à l'occasion de la clôture d'un sommet virtuel de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (Asean). Une zone de libre-échange sera ainsi instituée entre les dix États de l'Asean (Indonésie, Thaïlande, Singapour, Malaisie, Philippines, Vietnam, Birmanie, Cambodge, Laos et Brunei) et la Chine, le Japon, la Corée du Sud, l'Australie, ainsi que la Nouvelle-Zélande. Ces pays représentent plus de 2 milliards d'habitants (30 % de la population mondiale) et 32 % du PIB mondial, contre 22 % en 2002. Le poids de ces pays dans les exportations mondiales est de 32 % en 2019, contre 19 % en 2002. Le rayonnement et l'influence de ce nouvel espace économique pourrait être renforcé avec l'adhésion de l'Inde qui aurait dû être membre de ce pacte commercial mais a décidé, en 2019, de s'en retirer par crainte de voir des produits chinois à bas prix envahir son marché. New Delhi a toutefois la possibilité d'intégrer cet espace plus tard. Cet accord est la conséquence du retrait brutal des États-Unis de l'accord de partenariat transpacifique (TPP) qui était intervenu trois jours après l'entrée en fonction du président Donald Trump en 2017. Ce dernier estimait que la Chine devait être isolée afin qu'elle soit contrainte d'accepter de réviser ses pratiques commerciales. La signature de cet accord semble prouver que cette politique a échoué.

L'accord signé prévoit une forte réduction des droits de douane,

l'ouverture des services et la fixation de règles commerciales communes. Certains secteurs ne sont pas concernés (agriculture, données digitales) tout comme la protection des travailleurs et les normes environnementales. En revanche, les règles liées à la propriété intellectuelle seront progressivement harmonisées.

Les États membres de ce nouveau pacte commercial connaissent une croissance élevée depuis une vingtaine d'année. Leur PIB en parité de pouvoir d'achat est passé de 13 000 à 42 000 milliards de dollars de 2002 à 2019, contre respectivement 12 000 à 21 000 milliards de dollars pour les États-Unis et 12 000 et 19 000 milliards de dollars pour l'Union européenne à 27. La nouvelle zone commerciale pèse autant que l'Europe et les États-Unis réunis.

Le groupe des pays du RCEP sera le moteur de l'économie mondiale dans les prochaines années. Sa seule faiblesse est sur le plan démographique. Si de 2002 à 2020, sa population d'âge actif a augmenté plus vite que celle des États-Unis, il en sera autrement entre 2020 et 2040. En effet, le nombre de personnes d'âge actif devrait diminuer de 0,5 % par an pour les pays du RCEP quand il augmentera de 0,5 % pour les États-Unis. La population d'âge actif est en baisse, en Europe, depuis 2010.

Pour les gains de productivité par tête, les pays du RCEP sont nettement au-dessus des deux autres espaces, de 2 à 4 points. Ainsi, en 2019, la croissance de la productivité était de 4 % pour le

RCEP, contre 1,6 % pour les États-Unis et 0,2 % pour la zone euro.

Les dépenses de recherche et développement réalisées par les pays membres du RCEP s'élèvent à plus de 800 milliards de dollars, contre 600 milliards de dollars pour les États-Unis et 350 milliards de dollars pour la zone euro.

Dans ces conditions, durant les années 2020/2040, la croissance potentielle serait de :

- 4,3 % par an dans les pays du RCEP ;
- 2,0 % par an aux États-Unis ;
- 1,2 % par an dans la zone euro.

Cet écart de croissance potentielle pourrait s'accroître avec la crise de la Covid. Les États-Unis et l'Europe éprouvent plus de difficultés à maîtriser l'épidémie que les pays d'Asie-Pacifique. Compte tenu de leur poids dans l'économie mondiale, ces pays pourraient être à l'origine dans la période 2020-2040 de 60 % de la croissance mondiale.

La signature de cet accord répond à plusieurs objectifs. Elle conforte la Chine comme puissance de la zone pacifique. La Chine entend appliquer la doctrine de Monroe à son espace économique, en réduisant l'influence américaine. Il convient de souligner que les dépenses militaires des États

membres du RCEP sont de 700 milliards de dollars, contre 400 pour les États-Unis et 200 pour la zone euro. Les mesures protectionnistes prises par les autorités de Washington ont incité les États pacifiques à dessiner un marché commun afin de multiplier en son sein les échanges commerciaux. Ce choix s'est imposé afin de développer la demande intérieure, les excédents commerciaux ayant vocation à se réduire.

Le pacte commercial du RCEP est loin d'être homogène, le Japon et la Corée du Sud se méfiant des tentations hégémoniques de la Chine. Néanmoins, l'adhésion de ces deux pays matérialise leur volonté d'indépendance par rapport aux États-Unis au moment où ces derniers sont moins enclins à assurer la sécurité militaire et économique de leurs alliés. La tentation nationaliste au Japon s'exprime de plus en plus nettement. La volonté de tourner la page de la Seconde Guerre mondiale est manifeste. Un rejet de l'esprit de repentance imposé par l'Occident se manifeste depuis plusieurs années. La Corée du Sud est dans une situation complexe entretenant des relations conflictuelles avec le Japon et la Chine qui soutient la Corée du Nord. La politique d'ouverture de Donald Trump vis-à-vis du régime de Pyongyang a incité Séoul à trouver des contre-garanties auprès du gouvernement chinois.



## HORIZON FINANCE

### QUAND LE RÈGNE DES TAUX BAS S'ACHÈVÈRA-T-IL ?

Depuis les années 1980, les taux d'intérêt sont orientés à la baisse au point d'être devenus négatifs, modifiant en profondeur les stratégies de placement et d'endettement de tous les acteurs économiques. Les taux d'intérêt réels étaient, en moyenne, au sein de l'OCDE, de 7 % en 1980. Ils ont diminué de manière progressive depuis près de quarante ans. Les crises successives n'ont eu comme conséquence que d'accentuer la pente. Une multitude de facteurs joue en faveur de cette baisse : les politiques monétaires expansionnistes, le vieillissement de la population, l'excès d'épargne, la baisse de la productivité, la déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des bas revenus, etc.

La politique monétaire a pesé fortement sur les taux d'intérêt à long terme du fait de la diminution des taux directeurs et des rachats d'actifs réalisés par les banques centrales. Les taux directeurs des principales banques centrales s'élevaient à 4 % au milieu des années 1980. Ils sont aujourd'hui nuls voire négatifs. En parallèle, la base monétaire des banques centrales de l'OCDE est passée de 800 à 20 000 milliards de dollars de 1980 à 2020. Progressivement, les autorités monétaires ont abandonné l'orthodoxie monétariste pour opter pour des politiques non-conventionnelles devenues depuis la normalité. Les politiques de rachats d'actifs ont écrasé la courbe des taux favorisant la baisse des taux longs, ce qui était le but recherché.

Au-delà des causes purement monétaires, des facteurs plus

structurels jouent également en faveur de la baisse des taux. Le ralentissement du progrès technique figure parmi ceux-ci. La diminution graduelle de la croissance de la productivité globale des facteurs épouse celle des taux d'intérêt réels à long terme. La progression de la productivité qui était de 2 % par an en 1980 pour les pays membres de l'OCDE, tend progressivement vers zéro. La croissance potentielle suit le même mouvement. Dans les faits, la baisse des taux apparaît plus rapide que celle des gains de productivité et de la croissance potentielle.

Les faibles taux d'intérêt s'expliquent également par le niveau élevé de l'épargne. Le taux d'épargne mondial est passé de 24 à 27 % du PIB de 1980 à 2020. Le taux d'épargne national moyen au sein de l'OCDE était de 21 % du PIB en 2019. Depuis la crise financière de 2008, il est supérieur au taux d'investissement. L'épargne occidentale est imputable non seulement à un moindre investissement mais aussi à une progression plus faible de la consommation et à l'augmentation des excédents de la balance des paiements courants. La moindre propension à la consommation est liée à un partage de la valeur ajoutée défavorable aux salariés et à une remise en cause du modèle économique hérité des Trente Glorieuses. Les ménages reçoivent des messages contradictoires. Ils sont censés consommer pour relancer l'économie mais ils sont accusés de contribuer au réchauffement de la planète.

L'augmentation de l'épargne privée s'accompagne d'une forte demande pour des titres sans risque comme les obligations d'État, autoalimentant ainsi la baisse des taux. Cette propension à l'épargne sans risque repose sur de multiples causes. L'anticipation du vieillissement démographique est souvent mise en avant même s'il est difficile d'en mesurer les effets. La succession rapide des crises inciterait les agents économiques à se protéger plus qu'auparavant.

La baisse de l'investissement serait également la conséquence d'un refus de prise de risques, les investisseurs privilégiant des actifs jugés sûrs comme les obligations et la pierre. La diminution des gains de productivité les conforterait dans ce sens. Les faibles taux d'intérêt seraient le signe d'un problème nécessitant un renforcement de la sécurisation. Si demain ne vaut rien, ce n'est pas la peine de prendre le moindre risque. Elle s'explique également par le moindre poids de l'industrie au sein du PIB. Les besoins en équipements diminuent en particulier dans les pays occidentaux qui ont donné la préférence aux services.

Longtemps, entre les taux d'intérêt et les taux d'inflation, une corrélation existait. Or, depuis quelques années, cette relation s'est affaiblie. Les banques centrales ont longtemps agi sur les taux afin de réduire ou d'augmenter l'inflation. Depuis la crise financière, la baisse des taux directeurs a eu peu d'effets sur les prix. L'augmentation de la masse monétaire générée par la baisse des taux et les rachats d'obligations n'a pas induit une hausse de l'inflation. Le durcissement des ratios prudentiels pour le secteur financier, la hausse des prix de certains actifs, immobilier et actions ainsi que

l'accroissement de l'effort d'épargne ont sans nul doute stérilisé une partie de la monnaie distribuée. L'absence de l'inflation est également la conséquence d'un rapport de force défavorable aux travailleurs. Cette absence n'a plus les mêmes conséquences que dans le passé. Logiquement, un faible taux de chômage conduit à une augmentation des prix. Or, que ce soit aux États-Unis ou en Allemagne avant la crise sanitaire, le plein emploi avait peu d'effet sur le montant des salaires. La concurrence s'est accrue avec la mondialisation et la digitalisation, pesant ainsi sur la formation des prix. Le lien entre les prix et les taux s'est atténué car l'investissement est plus faible qu'auparavant et qu'il n'y a pas de goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Néanmoins, une remontée attendue des prix devrait conduire mécaniquement à une hausse des taux d'intérêt nominaux à défaut de concerner les taux réels. La perspective d'une reprise économique, les éventuelles relocalisations en Occident de certaines productions actuellement réalisées dans les pays émergents, et la transition énergétique devraient se traduire par une accélération de la hausse des prix. Pour le moment, les investisseurs demeurent prudents face à une telle éventualité. En effet, tout dépend de l'ampleur de la reprise et de l'évolution des politiques monétaires.

Avec la crise sanitaire, la dette publique a augmenté de 20 points de PIB au sein de l'OCDE tout comme celle des entreprises. Cette crise a également provoqué une forte augmentation de l'épargne, dans une proportion moindre. En l'absence de politique monétaire expansive, les taux d'intérêt auraient connu, sans nul doute, une hausse. Leur maintien durant les deux à trois prochaines années pourraient

donc stériliser le marché du financement. Le retour à la normale ne sera pas aisé à conduire compte tenu des niveaux élevés d'endettement et des écarts entre les différents États. Le pilotage monétaire au sein de la zone

euro devra être fin afin d'éviter des tensions entre le Nord et le Sud d'autant plus si la croissance n'est pas au rendez-vous.

## LA MAUVAISE MONNAIE PEUT-ELLE CHASSER LA BONNE ?

L'augmentation de la masse monétaire provoquée par les rachats d'obligations opérés par les banques centrales peut-elle provoquer une défiance générale à l'encontre des devises et entraîner une substitution au profit des cryptomonnaies ? Pour le moment, le risque est faible car aucune cryptomonnaie n'a la capacité de s'imposer comme une réelle monnaie tant pour les réserves que pour les échanges. À terme, le débat est ouvert, sachant que les banques centrales pourraient elles-mêmes être à l'origine de la création de nouvelles monnaies qui circuleraient en parallèle avec celle des États. Mais, en vertu du théorème de Gresham, la mauvaise monnaie chasse la bonne. En effet, quand deux monnaies dans un pays circulent, l'une considérée comme bonne par le public et l'autre comme mauvaise, les agents économiques préfèrent thésauriser la bonne monnaie et utiliser la mauvaise pour payer leurs échanges dans le but de s'en débarrasser au plus vite. Ce phénomène aboutit alors à une inflation et à une dépréciation de la mauvaise monnaie.

Le risque de perte de la confiance dans les monnaies publiques existe en raison de l'augmentation importante de l'offre de monnaie. La base monétaire de 1 000 à 7 000 milliards de dollars de 2008 à 2020 aux États-Unis et de 1 500 à 5 000 milliards d'euros pour la zone euro. La base monétaire représentait en 2002 35 % du PIB aux États-Unis contre 5 % en 2008. Pour la zone euro,

les ratios respectifs sont 37 et 10 %. Au Japon, la base monétaire représente 130 % du PIB et en Suisse 100 %. La progression de la base monétaire est intervenue dans la majorité des pays en deux vagues, la première après la crise des subprimes (pour la zone euro après la crise de la dette grecque), la seconde avec la crise sanitaire de mars 2020. Cette augmentation considérable de l'offre de monnaie de banque centrale peut conduire au recul de la valeur de la monnaie ou à l'augmentation du prix de certains actifs. Depuis la crise des subprimes, ce dernier scénario l'a emporté. Le prix des maisons a été multiplié par deux en vingt ans et les indices boursiers par 2,5. Dans les faits, cette valorisation des actifs est également une perte relative de la valeur de la monnaie.

En cas de forte inflation ainsi que de défiance à l'encontre de la monnaie, les agents économiques, anticipant la perte de valeur de leur monnaie, seraient tentés de s'en séparer au plus vite et de se constituer des réserves avec des monnaies qui s'apprécieraient. Pour cela, les monnaies de rechange devraient inspirer confiance avec des règles d'émissions transparentes. Le bitcoin est pour le moment loin de répondre aux exigences des agents économiques. Le nombre de bitcoins offerts est exogène, prédéterminé, et augmente de moins en moins. Une demande croissante de bitcoins génère une augmentation exponentielle de son cours. Tout choc sur la demande de

bitcoin aboutit à une variation violente de son prix. Le coût croissant des nouvelles émissions rend également le processus de création monétaire peu adapté à une économie d'échanges. L'encours de bitcoins exprimé en dollars est pour le moment faible, autour de 400 milliards de dollars quand la masse monétaire mondiale dépasse 100 000 milliards de dollars. De ce fait, le cours des bitcoins peut varier très fortement en fonction des achats ou des ventes des investisseurs. La cryptomonnaie est un actif très spéculatif. Le 15 août 2013, un bitcoin valait 89 euros ; le 3 décembre 2017, il avait atteint 13 298 euros avant de redescendre à 2 792 euros le 7 décembre 2018. Le 30 décembre 2020, il s'échangeait contre 22 725 euros. En dix ans, la masse monétaire mondiale a été multipliée par deux, l'encours de bitcoins par 400 et son cours par 420 000. Certains ont pu réaliser de belles fortunes.... Le bitcoin peut s'assimiler à l'or qui connaît également d'importantes fluctuations. L'once d'or est ainsi passée de 1 100 dollars à 1 900 dollars en 2011 avant de retomber à 1 100 dollars en 2016. Avec la crise sanitaire, il a franchi en 2020 la barre des 2 000 dollars l'once. Tant que cette volatilité existe, le bitcoin ne peut pas jouer le rôle de monnaie d'échanges et de réserve. Pour éviter

ces variations, Mark Zuckerberg souhaitait que sa cryptomonnaie, le libra, repose sur un panier de devises existantes.

Le défaut de la création exogène des cryptomonnaies peut également s'appliquer aux monnaies traditionnelles. Avec la monétisation des dettes publiques, les banques centrales ont perdu le contrôle de la création monétaire au profit des gouvernements. De ce fait, certains avancent l'idée à terme de mettre en place des monnaies concurrentes sous la forme de monnaies digitales de banque centrale qui pourraient tout à la fois concurrencer les cryptomonnaies et se substituer aux monnaies actuelles qui seraient discréditées. La fixation des règles d'émission sera déterminante pour assurer le succès d'une telle monnaie. Des critères liés à la croissance, à la vitesse de circulation de la monnaie, aux échanges, etc. pourraient être pris en compte afin d'éviter tout arbitraire. L'offre de monnaie serait censée s'adapter aux évolutions de la demande sans connaître de trop fortes variations. Les taux d'intérêt et de change devraient jouer leur rôle de régulateur qu'ils ont perdu dans le système actuel en raison de l'interventionnisme des banques centrales.

## TOUR D'HORIZON

### L'EUROPE PEUT-ELLE ENCORE L'EMPORTER FACE AUX GAFAM ?

Depuis l'échec de la procédure anti-trust dans les années 2000 contre Microsoft, les gouvernements et les régulateurs apparaissent impuissants face aux entreprises technologiques. Accusés de positions dominantes, de conservation de rentes, d'abus fiscaux, les géants du monde digital arrivaient à passer entre les mailles des lois de la concurrence aux États-Unis comme en Europe. La crise sanitaire qui leur a été bénéfique a eu comme conséquence de décomplexer les administrations publiques qui mettent en avant la défense des petits commerces et qui souhaitent, par tous les moyens, récupérer des recettes fiscales qui leur font tant défaut. Le 16 décembre dernier, un groupe d'États américains dirigé par le Texas a poursuivi Google pour avoir prétendument manipulé les marchés de la publicité en ligne. Le département de la Justice des États-Unis a engagé contre Google une procédure anti-trust concernant son éventuel monopole dans la recherche sur Internet. En Europe, le commissaire au marché intérieur, Thierry Breton et la vice-présidente de la Commission chargée de la concurrence, Margrethe Vestager, ont présenté, le 15 décembre dernier, leur plan pour mieux contrôler les entreprises du numérique. Ces derniers sont aujourd'hui soumis à une législation vieille de vingt ans. Le droit de la concurrence européen n'a pas réussi, malgré quelques sanctions et amendes, à remédier aux déséquilibres constatés ni aux entraves à la libre entreprise. Pour le moment, la volonté des pouvoirs publics de reprendre la main sur le secteur du digital a peu de conséquences sur la valorisation

boursière des entreprises. La valeur des cinq plus grandes entreprises de la Silicon Valley a augmenté de 46 % en 2020. L'absence de coopération internationale au niveau des dispositifs anti-trust limite la portée des mesures prises de part et d'autre de l'Atlantique.

Les GAFAM disposent de nombreux arguments leur permettant de justifier leur politique. Ainsi, Facebook face à l'accusation d'avoir acheté à vil prix WhatsApp et Instagram afin d'empêcher toute apparition de concurrents, souligne que ces deux entreprises étaient à l'époque de très petite taille et complémentaires aux services proposés à son réseau social. La durée des procédures anti-trust, plus de six ans pour Microsoft, les rend caduques avant qu'une décision soit annoncée. L'évolution du marché est telle que les juges ont de fortes chances d'intervenir après la bataille et dans un contexte technologique complètement différent. Les tribunaux sont de plus en plus réservés face aux enquêtes administratives engagées au titre des lois anti-trust. Les dossiers concernant les positions dominantes des entreprises distribuant des cartes de crédit, Visa, American Express et Mastercard, n'ont pas abouti. Lancée en 2018, cette action anti-trust cherchait à démontrer que Visa, Mastercard et American Express entravaient la concurrence en empêchant les commerçants d'inciter les consommateurs à utiliser des cartes de crédit ayant un plus faible coût pour eux. La Cour suprême a rejeté ces accusations en jugeant notamment que les requérants s'étaient focalisés à tort

sur le seul segment du marché des commerçants.

### **Réarmement des procédures anti-trust aux États-Unis**

Au mois d'octobre dernier, aux États-Unis, la Commission judiciaire de la Chambre des représentants a rendu son rapport sur les pratiques anticoncurrentielles des grandes entreprises technologiques. Elle conclut que Google (Alphabet), Apple, Facebook et Amazon effectuent des achats préventifs afin de limiter la concurrence. Le rapport souligne que ces entreprises abusent de leur position dominante pour fausser les règles de la concurrence dans des marchés adjacents aux leurs. La Commission cite l'exemple d'Amazon qui utiliserait les données des vendeurs tiers pour développer ses propres produits. La Commission américaine préconise l'interdiction à certaines plateformes dominantes d'opérer dans des secteurs d'activité adjacents, ainsi que de pratiquer du "self-preferencing" c'est-à-dire de favoriser ses propres produits par rapport à ceux de ses concurrents. Google met en avant ses propres contenus dans le cadre de son moteur de recherche même quand il n'est pas le plus pertinent. Apple pratique de même avec ses services sur IOS. Selon la Commission, un principe de non-discrimination devrait être institué en offrant des conditions égales d'accès et de prix. Les membres du Congrès souhaitent également que les principes d'interopérabilité et de portabilité des données soient garantis afin d'éviter des systèmes fermés. Actuellement, Facebook n'est interopérable avec aucun autre réseau social, ses utilisateurs sont enfermés dans cette plateforme. Il en est de même pour les achats effectués sur la plateforme

d'Apple qui ne peuvent pas être transférés sur Android.

Le rapport propose la création d'une « présomption d'interdiction » pour les futures acquisitions, contraignant les grandes entreprises digitales à justifier leurs projets d'achats avant d'obtenir un accord. Cette proposition serait applicable aux entreprises dites systémiques. L'objectif serait d'éviter une concentration croissante du secteur qui limiterait la diffusion du progrès à travers la forme d'une rente croissante. Si elle est soumise au vote du Congrès, cette proposition donnera lieu à de nombreux débats, en particulier autour de la notion de libre entreprise, chère aux Américains. Les membres de la Commission rappellent que la législation américaine contient déjà de nombreux textes qui interdisent les comportements anticoncurrentiels. Un renforcement des pouvoirs des agences fédérales chargées de l'application du droit de la concurrence est souhaité. Ces dernières années, elles n'ont examiné que 38 % des fusions. Elles n'ont, par ailleurs, interdit aucune des plus de 500 acquisitions faites par Apple, Google, Facebook et Amazon depuis 1998. Le Congrès ne devrait pas retenir l'ensemble des propositions de la Commission car il n'entend pas réellement entraver l'essor de multinationales américaines qui disposent de moyens de lobbying importants et qui sont en compétition directe avec des entreprises chinoises.

### **L'Europe sur la défensive**

L'Europe est dans une situation délicate par rapport aux techniques de l'information et de la communication. Elle dépend des entreprises américaines, japonaises, coréennes et chinoises. Même le moteur de recherche français Qwant a été

contraint de s'associer à Microsoft pour se développer. Sa dépendance par rapport à Bing, le moteur de recherche de Microsoft est évalué à 64 %. Le chiffre d'affaires de Qwant, en 2019, était de 5,8 millions d'euros, son résultat étant négatif à hauteur de 23 millions d'euros. Pour mémoire, le chiffre d'affaires de Google en 2019 a été de 162 milliards d'euros. En raison de sa dépendance dans ce secteur clef, l'Europe est sur la défensive et tend de réguler un marché qui lui échappe en grande partie.

Le projet européen pour mieux réguler les entreprises du digital comporte deux volets. Le premier, le « Digital Services Act » (DSA), concerne plus spécifiquement les contenus. Le principe retenu est, selon Thierry Breton, le suivant : « *ce qui est interdit dans le monde réel l'est aussi dans le monde virtuel* ». Les réseaux servent de plus en plus de vecteurs de propagande, d'enrôlement et de vente pour des organisations criminelles ou terroristes. Les États éprouvent, au nom de la liberté de l'information, des difficultés à contrôler les sites sur Internet. Dans le cadre du DSA, la Commission a exclu tout contrôle en amont des publications. Elle ne reviendra pas non plus sur le principe d'« hébergeur passif », qui garantit aux plateformes de ne pas être tenues responsables des contenus publiés par leurs usagers. En revanche, la Commission entend renforcer les procédures de signalement et imposer des « obligations » aux plateformes, quelle que soit leur taille, afin que les contenus illicites puissent être retirés rapidement. Le DSA imposera aussi aux vendeurs en ligne de contrôler l'identité des revendeurs avant de les abriter. Les plates-formes les plus importantes, jugées systémiques, ayant plus de 45 millions d'utilisateurs, soit

plus de 10 % de la population européenne, seront soumises à des règles plus strictes et seront auditées tous les six mois. Elles devront être dotées de moyens de modération (automatisés et humains) suffisamment étoffés. Elles devront fournir des informations sur le fonctionnement de leurs algorithmes. Elles devront communiquer le nom des annonceurs qui sont à l'origine des publicités sur les sites. Chaque État membre devra se doter d'une autorité de régulation en charge du numérique qui aura le pouvoir de lancer un mandat d'arrêt numérique européen contre tel ou tel contenu. Les amendes pourront atteindre jusqu'à 6 % du chiffre d'affaires mondial. En cas de manquement grave et répété ayant pour conséquence la mise en danger de la sécurité des citoyens européens, la plateforme pourrait faire l'objet d'une interdiction d'opérer sur le marché européen.

Le second volet de la nouvelle législation européenne, le « Digital Markets Act » (DMA), concerne le droit de la concurrence. Il vise les acteurs dits systémiques ayant la capacité de menacer le libre jeu de la concurrence. Ces plateformes ne pourront plus utiliser les données de leurs clients pour leur faire de la concurrence. Elles devront aussi permettre aux PME qu'elles hébergent de migrer vers des services concurrents et d'accéder aux données de leurs propres clients. La Commission européenne prévoit que les amendes pourront s'élever jusqu'à 10 % du chiffre d'affaires mondial en cas d'infraction. Les entreprises n'auront plus le droit de donner la priorité à leurs propres services dans leur moteur de recherche. Le DMA prévoit aussi que les géants du numérique ne pourront plus empêcher la désinstallation d'applications ou

services intégrés par défaut. Les plateformes systémiques devront notifier toute acquisition à la Commission européenne, quel qu'en soit le montant.

Une plateforme sera dite « systémique » si elle remplit plusieurs critères depuis au moins trois ans : être présente dans trois États membres, dégager un chiffre d'affaires en Europe supérieur à 6,5 milliards d'euros ou avoir une capitalisation boursière de plus de 65 milliards d'euros et compter au moins 45 millions d'utilisateurs finaux ou 10 000 clients commerciaux. Seraient ainsi considérées comme systémiques les cinq Gafam, ByteDance (la maison mère de TikTok), Alibaba et Booking.

Les deux projets, DSA et DMA, doivent encore faire l'objet de négociations avec les vingt-sept États membres et le Parlement européen, avant une adoption définitive qui devrait intervenir

d'ici deux ans selon la Commission de Bruxelles. Les États-Unis pourraient menacer de rétorsions les États européens estimant que les deux textes précités pénaliseraient leurs entreprises digitales. Les cinq GAFAM réalisent 25 % de leurs ventes en Europe, contre 51 % en Amérique. Ces entreprises pourraient diminuer leur présence en Europe et privilégier une gestion de ce continent à partir de leurs bases américaines. Une coopération de part et d'autre de l'Atlantique est nécessaire pour aboutir à une réelle régulation du secteur du digital. Pour le moment, les tentatives en la matière ont échoué en raison de l'opposition américaine. Certains ont l'espoir que le nouveau président des États-Unis Joe Biden soit plus accommodant sur le sujet ; d'autres ne se font aucune illusion, celui-ci ayant bénéficié de l'appui marqué des GAFAM durant la campagne présidentielle.

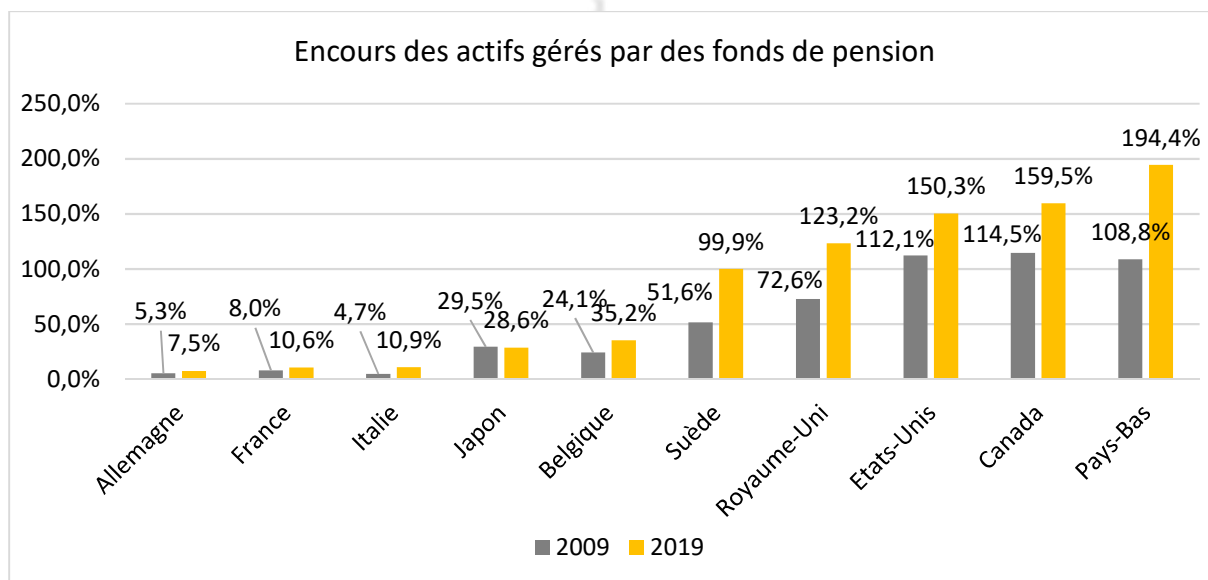


## POINTS DE REPÈRE

### LES PAYS-BAS ET LE ROYAUME-UNI CHAMPIONS DES FONDS DE PENSION

Les fonds de pension se situent essentiellement dans les pays anglo-saxons, pays dans lesquels ils assurent entre 20 et 40 % des pensions en moyenne. Leur poids a fortement progressé ces dix dernières années en raison de la valorisation des actifs financiers et immobiliers, et du vieillissement de la population. Les

Pays-Bas sont désormais en tête pour le poids de leurs fonds de pension par rapport au PIB. Ils devancent le Canada et les États-Unis. L'OCDE a retenu pour la France l'épargne retraite, le Fonds de réserve pour les retraites et le régime de retraite additionnelle de la Fonction Publique.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

### LES MÉNAGES FRANÇAIS À LA TÊTE DE 12 500 MILLIARDS D'EUROS DE PATRIMOINE

Fin 2019, le patrimoine net des ménages s'établit à 12 561 milliards d'euros, soit 8,8 fois le revenu disponible net des ménages. La progression a été de 6,2 % en 2019, contre +2,1 % en 2018. Ce rapport n'était que de 7,6 en 2005 et même de 5,6 en 2001.

Le patrimoine non financier des ménages s'élève à 8 451 milliards d'euros. En son sein, l'immobilier

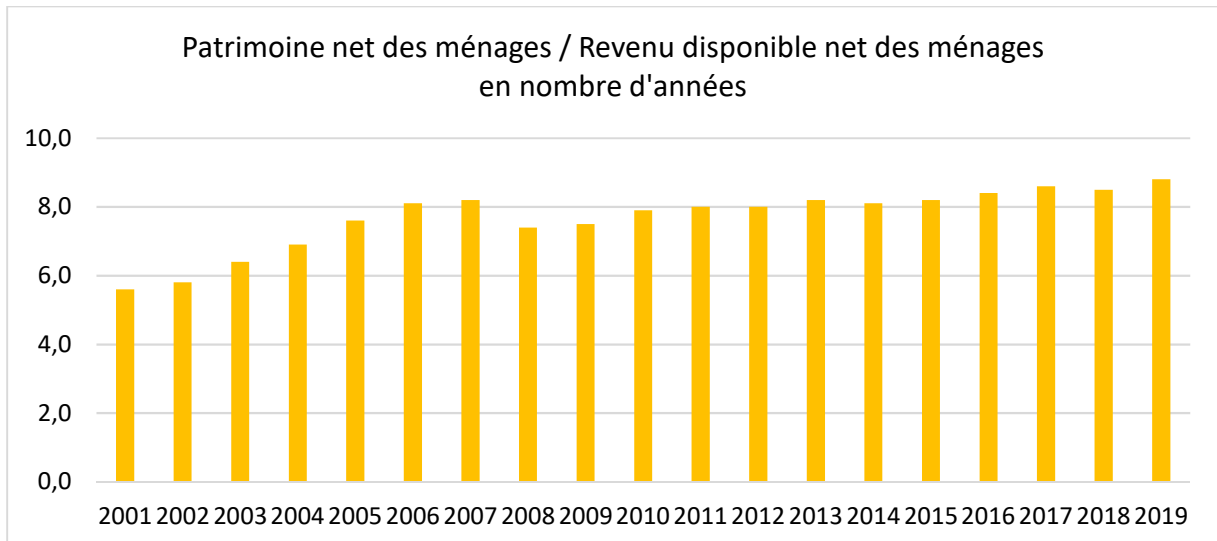
représente 7 736 milliards d'euros, soit 61 % du patrimoine total.

Le patrimoine financier brut des ménages était de 5 872 milliards d'euros en 2019. Le passif financier s'élevait à 1 762 milliards d'euros. Le patrimoine financier net était donc de 4 110 milliards d'euros, en augmentation de 10,4 % en 2019, après avoir baissé de 2,6 % en 2018.

Le numéraire et les dépôts représentaient 1 650 milliards d'euros, en hausse en 2019 de 5,8 %. Les actifs des ménages en assurance vie et épargne retraite (35 % de leurs actifs financiers totaux) ont fortement augmenté en 2019, +9,0 % après

- 1,1 %, toujours en lien avec la forte appréciation des cours boursiers.

Au passif des ménages, les crédits continuent de croître (+6,1 %, après +5,1 %), soutenus par la hausse des prix des logements (+3,8 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE



## LES STATISTIQUES DE TVI

	France	Allemagne	Italie	Espagne	zone euro
<b>PIB</b> <i>Mds d'euros 2019</i>	<b>2 419</b>	3 436	1 788	1 245	11 907
<b>PIB par tête en 2019</b> <i>En euros</i>	<b>36 064</b>	41 342	29 600	26 440	34 777
<b>Croissance du PIB</b> <i>En % - 2019</i> <i>3<sup>e</sup> trimestre 2020</i>	<b>1,3</b> <b>+18,2</b>	0,6 +8,2	0,3 +16,1	2,0 +16,75	1,2 +12,7
<b>Inflation</b> <i>En % - novembre</i> <i>2020</i>	<b>0,2</b>	-0,7	-0,3	-0,8	-0,3
<b>Taux de chômage</b> <i>En % - octobre 2020</i>	<b>8,6</b>	4,5	9,7	16,2	8,4
<b>Durée annuelle du Travail (2018)</b>	<b>1506</b>	1393	1722	1695	-
<b>Âge légal de départ à la retraite</b>	<b>62</b>	65	67	65	-
<b>Dépenses publiques</b> <i>En % du PIB 2019</i>	<b>55,7</b>	45,4	48,7	41,9	47,1
<b>Solde public</b> <i>En % du PIB 2019</i>	<b>-3,0</b>	+1,4	-1,6	-2,8	-0,6
<b>Dette publique</b> <i>En % du PIB 2019</i>	<b>98,4</b>	59,8	134,8	95,5	86,1
<b>Balance des paiements courants</b> <i>En % du PIB – avril</i> <i>2020</i>	<b>-0,8</b>	6,8	3,3	2,1	2,8

Source : INSEE, EUROSTAT

	RÉSULTATS DECEMBRE 2020
<b>CAC au 31 décembre 2019</b>	<b>5 978,06</b>
<b>CAC au 31 décembre 2020</b>	<b>5 551,41</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>-0,84 %</b>
Évolution sur 12 mois	-7,14 %
<b>DAXX au 31 décembre 2019</b>	<b>13 249,01</b>
<b>Daxx au 31 décembre 2020</b>	<b>13 718,78</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+3,55 %</b>
Évolution sur 12 mois	+3,78 % %
<b>Footsie au 31 décembre 2019</b>	<b>7 542,44</b>
<b>Footsie au 31 décembre 2020</b>	<b>6 460,52</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+1,56 %</b>
Évolution sur 12 mois	-14,18 %
<b>Euro Stoxx au 31 décembre 2019</b>	<b>3 745,15</b>
<b>Euros Stoxx au 31 décembre 2020</b>	<b>3 552,64</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+0,70 %</b>
Évolution sur 12 mois	-4,63 %
<b>Dow Jones au 31 décembre 2019</b>	<b>28 538,44</b>
<b>Dow Jones au 31 décembre 2020</b>	<b>30 409,56</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+2,60 %</b>
Évolution sur 12 mois	+6,56 %
<b>Nasdaq au 31 décembre 2019</b>	<b>8 972,60</b>
<b>Nasdaq au 31 décembre 2020</b>	<b>12.870,00</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+5,50 %</b>
Évolution sur 12 mois	+43,44 %
<b>Nikkei au 31 décembre 2019</b>	<b>23 656,62</b>
<b>Nikkei au 31 décembre 2020</b>	<b>27 444,17</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+3,82 %</b>
Évolution sur 12 mois	+16,01 %
<b>Shanghai Composite au 31 décembre 2019</b>	<b>3 050,12</b>
<b>Shanghai Composite au 31 décembre 2020</b>	<b>3 473,07</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+2,40 %</b>
Évolution sur 12 mois	+13,87 %
<b>Parité euro/dollar au 31 décembre 2019</b>	<b>1,1224</b>
<b>Parité au 31 décembre 2020</b>	<b>1,2232</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+2,30 %</b>
Évolution sur 12 mois	+9,21 %
<b>Once d'or en dollars au 31 décembre 2019</b>	<b>1 520,662</b>
<b>Once d'or au 31 décembre 2020</b>	<b>1 898,620</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+6,22 %</b>
Évolution sur 12 mois	+25,32 %
<b>Pétrole de Brent en dollars au 31 décembre 2019</b>	<b>66,300</b>
<b>Pétrole au 31 décembre 2020</b>	<b>51,400</b>
<b>Évolution en décembre</b>	<b>+6,55 %</b>
Évolution sur 12 mois	-22,87 %

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

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

### Contact

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