

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS.....	2
<i>La fin des illusions budgétaires.....</i>	2
HORIZON FRANCE	4
<i>Baisse de la productivité : un préjudice important pour les finances publiques.....</i>	4
<i>Quand l'Italie fait mieux que la France</i>	5
HORIZON EXTERIEUR.....	9
<i>La Grèce : 10 ans après.....</i>	9
<i>La Chine en plein doute industriel.....</i>	11
<i>Donald Trump dans l'enfer du sablier</i>	13
HORIZON FINANCE.....	15
<i>Capital Risque : le temps de la maturité</i>	15
<i>Les banques de nouveau fashion ?.....</i>	17
AU-DELÀ DE L'HORIZON	19
<i>Quand le chaos et la croissance se marient !.....</i>	19
<i>Sale temps pour les équipementiers</i>	21
POINTS DE REPÈRE.....	24
<i>Près de 6 400 milliards d'euros de patrimoine financier pour les ménages</i>	24
<i>Résilience du taux de marge en France</i>	24
<i>Les statistiques économiques.....</i>	26
<i>Tableau de bord des marchés financiers.....</i>	27

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LA FIN DES ILLUSIONS BUDGÉTAIRES



La rentrée budgétaire s'annonce d'une rare complexité. Entre la volonté de certains de bloquer la France à partir du 10 septembre et l'examen des lois de finances à compter

du mois d'octobre, le Gouvernement de François Bayrou devra prouver sa capacité à naviguer en gros temps.

La France accumule depuis 50 ans des déficits publics. Désormais hors période de crise, ceux-ci ont tendance à augmenter, prouvant leur caractère structurel. Le déficit devrait cette année avoisiner 5,5 % du PIB. La dette brute dépasse désormais plus de 3 100 milliards d'euros, représentant plus de 113 % du PIB, un record historique en période de croissance. Cette dérive fragilise la position de la France au sein de la zone euro, au moment même où la nécessité d'accroître l'effort de défense et de modernisation des États de l'Union s'impose.

Le gouvernement de François Bayrou affiche pour 2026 un objectif de réduction du déficit à 4,6 % du PIB, ce qui nécessiterait plus de 40 milliards d'euros d'économies ou de recettes supplémentaires. Cet ajustement est présenté comme un effort sans précédent, mais il demeure en réalité

modeste au regard de l'écart à la norme européenne (3 %). Il est en outre conditionné à une amélioration de la conjoncture. Or avec les droits de douane, cette dernière risque de se dérober sous les pieds des pouvoirs publics.

Les mesures proposées sont, pour certaines d'entre-elles, des trompe l'œil. Leur effet sera ponctuelle. Figurent dans cette catégorie la non-revalorisation des prestations sociales et des pensions (économie estimée à 6 à 7 milliards d'euros), la réduction de certaines subventions, le gel partiel de la masse salariale de l'État, la non-actualisation du barème de l'impôt sur le revenu. Celui-ci constitue une hausse déguisée des prélèvements. La suppression éventuelle de deux jours fériés se traduira par la création de nouvelles taxes sur les entreprises. Même si le gouvernement s'en défend, la pression fiscale globale augmentera. Les prélèvements représentent déjà plus de 45 en 2024, contre 39,5 % en Allemagne et 41,8 % dans la zone euro. La France est, avec le Danemark, le pays de l'OCDE où ce ratio est le plus élevé. Dans ce contexte, toute majoration – même indirecte – fragilise la compétitivité des entreprises et alimente la défiance fiscale de la population. Elle joue contre la confiance et donc contre la consommation.

Aucune réforme structurelle majeure n'est annoncée. La bureaucratie est

toujours plus lourde. L'augmentation des effectifs ne se traduit pas par une amélioration de la qualité des services offerts aux citoyens. Depuis l'an 2000, le nombre d'agents publics s'est accru de près d'un million. La fonction publique territoriale, à elle seule, représente 1,95 million d'agents en 2024, contre 1,37 million en 2000. Les effectifs de la fonction publique hospitalière sont passés sur la même période de 900 000 à 1,3 million.

La réalisation de la quarantaine de milliards d'euros d'économie intervient au moment où les facteurs de hausses des dépenses se multiplient : réarmement, transition écologique, vieillissement démographique, mutation technologique, lutte contre le narcotrafic. Face à ces défis, le gouvernement ne dispose d'aucune marge de manœuvre. Le service de la dette est en voie de devenir le premier poste de dépenses de l'État : 73 milliards d'euros prévus pour 2026, contre 49,5 milliards en 2022, soit +47 % en quatre ans. Avec des taux longs autour de 3,25 % à 10 ans pour les OAT, chaque point de déficit public supplémentaire augmente mécaniquement le coût de la dette. La France se retrouve dans une situation où plus de 15 % des recettes fiscales nettes servent à financer les seuls intérêts de la dette.

Un redressement budgétaire crédible, doit impérativement s'appuyer sur trois leviers :

- Une réforme fiscale cohérente, reposant sur l'élargissement des assiettes et la réduction des taux marginaux ;
- Un recentrage des politiques publiques, avec une évaluation systématique des dispositifs, la suppression des doublons et la déconcentration des responsabilités ;
- Une réforme de l'État et de la gouvernance locale, visant à réduire les strates, simplifier les procédures et restaurer une culture de gestion des moyens.

Sans réformes de structure, la soutenabilité budgétaire deviendra de plus en plus délicate avec un risque à plus ou moins long terme d'une mise sous tutelle humiliante comme la Grèce, l'Espagne ou le Portugal l'ont connu dans le passé.

La rentrée 2025 marque ainsi un tournant. Soit la France engage une stratégie de rééquilibrage crédible, soit elle s'expose à un ajustement imposé de l'extérieur. Dans les deux cas, la période des illusions budgétaires touche à sa fin.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

BAISSE DE LA PRODUCTIVITÉ : UN PRÉJUDICE IMPORTANT POUR LES FINANCES PUBLIQUES

Depuis plusieurs années, la productivité du travail par tête décline en France. Cette érosion, discrète mais persistante, constitue une menace majeure tant pour la croissance potentielle que pour la soutenabilité des finances publiques. Longtemps, la France a pu se prévaloir de gains de productivité élevés qui compensaient à la fois un faible taux d'emploi et un volume de travail parmi les plus bas des pays développés (en nombre d'heures travaillées par habitant). Cette dynamique vertueuse semble aujourd'hui rompue.

Entre le premier trimestre 2019 et le premier trimestre 2025, la productivité du travail par tête a reculé de 2,2 % dans l'ensemble de l'économie française. Ce recul est encore plus marqué dans le secteur privé où la baisse atteint 3,1 % sur la période allant du premier trimestre 2019 au quatrième trimestre 2024. En parallèle, la productivité horaire, indicateur plus fin et moins influencé par les variations du volume d'emploi, suit une trajectoire similaire : elle est inférieure en 2025 à son niveau de 2018, confirmant un ralentissement structurel.

Face à cette baisse de la productivité, les réactions ont été contrastées. Le taux de marge des sociétés non financières, indicateur du partage de la valeur ajoutée entre travail et capital, est resté relativement stable autour de 38 % en 2024/2025, soit deux points de plus qu'en 2018, traduisant une certaine capacité des entreprises à préserver leur

rentabilité, notamment grâce aux aides publiques et à la modération salariale relative.

Le pouvoir d'achat des ménages, quant à lui, a poursuivi sa progression entre 2018 et 2024, enregistrant une hausse de plus de 10 % sur la période, en grande partie grâce aux mesures de soutien budgétaire post-Covid et à l'indexation partielle de certaines prestations et salaires.

En revanche, cette double résilience des entreprises et des ménages s'est traduite par un alourdissement du déficit public passé de 2,2 % du PIB en 2018 à 5,6 % en 2025. Autrement dit, ce sont les finances publiques qui ont absorbé l'essentiel du choc de productivité. Cette situation n'est pas tenable à moyen terme, d'autant que la dette publique dépasse désormais les 110 % du PIB, limitant la capacité de réaction de l'État en cas de nouveau choc.

Le plan d'assainissement budgétaire, actuellement en discussion, vise à rétablir les équilibres macroéconomiques en augmentant la production potentielle (via les réformes structurelles) et en renforçant la pression fiscale. Il s'agit de reconfigurer le partage des revenus en corrigeant les déséquilibres accumulés depuis 2018 : autrement dit, faire évoluer la répartition des gains (ou des pertes) au détriment des ménages et des entreprises et au profit des administrations publiques. C'est un renversement complet du cycle précédent, marqué par le soutien massif de l'État.

QUAND L'ITALIE FAIT MIEUX QUE LA FRANCE

Au mois de juillet, pour certaines maturités d'obligations, l'État italien est parvenu à emprunter à un taux inférieur à celui de la France. L'Italie, autrefois mauvaise élève de l'Union européenne en matière budgétaire, a désormais la capacité de donner des leçons à la France. Son déficit public est passé de 7,2 % du PIB en 2023 à 3,8 % en 2024. Le solde primaire est désormais positif (+0,4 %), alors qu'il reste négatif en France (-3,7 %). L'Italie a ainsi commencé à se désendetter pour la première fois depuis plusieurs années.

Depuis quelques semaines, les investisseurs affichent un réel optimisme à l'égard de l'Italie. Le spread de taux d'intérêt à 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne s'est fortement réduit. L'écart de taux avec la France, qui atteignait 2 points en 2022, n'est plus que de 0,3 point en 2025. L'assainissement budgétaire a été rendu possible grâce à une réduction drastique des subventions, en particulier celles liées à la rénovation immobilière. Au 4^e trimestre 2024, l'Italie a même enregistré un excédent budgétaire de 0,4 % du PIB. Le pays affiche également un excédent courant de sa balance des paiements, porté par ses excédents industriels – à la différence de la France.

Malgré ces résultats flatteurs, le pays reste confronté à plusieurs problèmes structurels susceptibles de remettre en cause l'assainissement de ses finances publiques : recul de la productivité des entreprises, robotisation limitée de l'économie, faible niveau de compétences de la population, difficultés à mobiliser les fonds du plan Next Generation EU en lien avec les retards accumulés en matière de transition énergétique ou numérique.

UN DÉCLIN DÉMOGRAPHIQUE PRÉOCCUPANT

La réduction du déficit public italien ne saurait effacer d'un coup de baguette magique les difficultés structurelles auxquelles le pays est confronté.

L'Italie subit l'un des déclin démographiques les plus marqués d'Europe. Ce phénomène, amorcé depuis plusieurs décennies, atteint aujourd'hui un seuil critique. Il menace, à moyen terme, la croissance, l'emploi, les finances publiques et la soutenabilité de son système social.

En 2024, l'Italie n'a enregistré que 379 000 naissances. Le taux de fécondité s'élève à 1,20 enfant par femme, l'un des plus faibles de l'Union européenne, très loin du seuil de renouvellement des générations (2,1). Simultanément, l'espérance de vie reste élevée et la population vieillit rapidement : 24 % des Italiens ont aujourd'hui plus de 65 ans, un taux qui devrait dépasser 30 % d'ici 2040 si les tendances actuelles se poursuivent.

La population italienne diminue d'environ 250 000 habitants par an. Les projections d'Eurostat anticipent un passage de 59 à 50 millions d'habitants d'ici 2070. Le solde naturel est négatif depuis plus de dix ans, et l'immigration ne suffit plus à compenser les pertes. Avec moins d'actifs et une productivité stagnante, le potentiel de croissance s'érode. Selon la Banque d'Italie, la croissance à long terme pourrait tomber à 0,5 % par an en l'absence de choc de productivité ou de réforme structurelle.

Les départs à la retraite dépassent les entrées sur le marché du travail, notamment dans l'industrie et les services qualifiés. Les entreprises peinent à recruter, en particulier dans le Nord du pays. Le nombre croissant de retraités pèse sur les régimes de pensions, déjà parmi les plus coûteux d'Europe (environ 15 % du PIB). Le vieillissement démographique réduit mécaniquement la consommation, notamment de biens durables, et pèse sur le secteur immobilier.

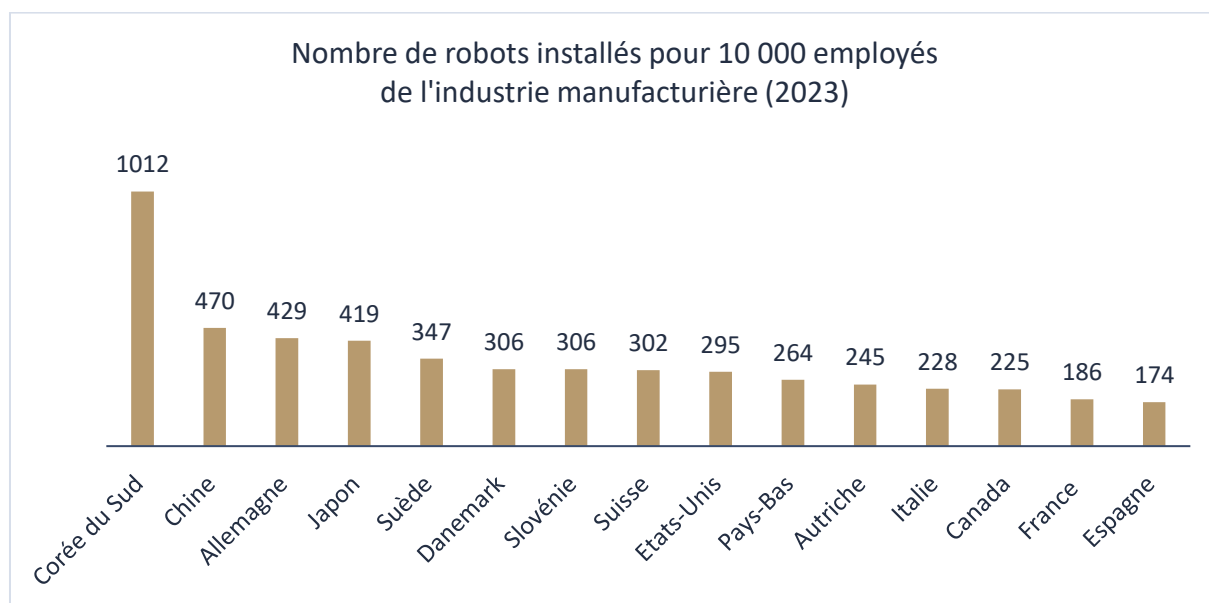
LE RECU DANGEREUX DE LA PRODUCTIVITÉ

Comme la France, l'Italie connaît depuis 2018 un recul de la productivité des

entreprises. La productivité du travail y est structurellement faible. La productivité horaire, deux fois inférieure à celle des Pays-Bas, figure parmi l'un des plus basses des grands pays de l'Union européenne. L'Italie est en outre pénalisée par de forts écarts internes : la productivité est deux fois plus faible dans le Sud que dans le Nord.

UNE ROBOTISATION ENCORE LIMITÉE

L'industrie italienne demeure faiblement robotisée, même si elle devance légèrement la France ou l'Espagne sur ce point.

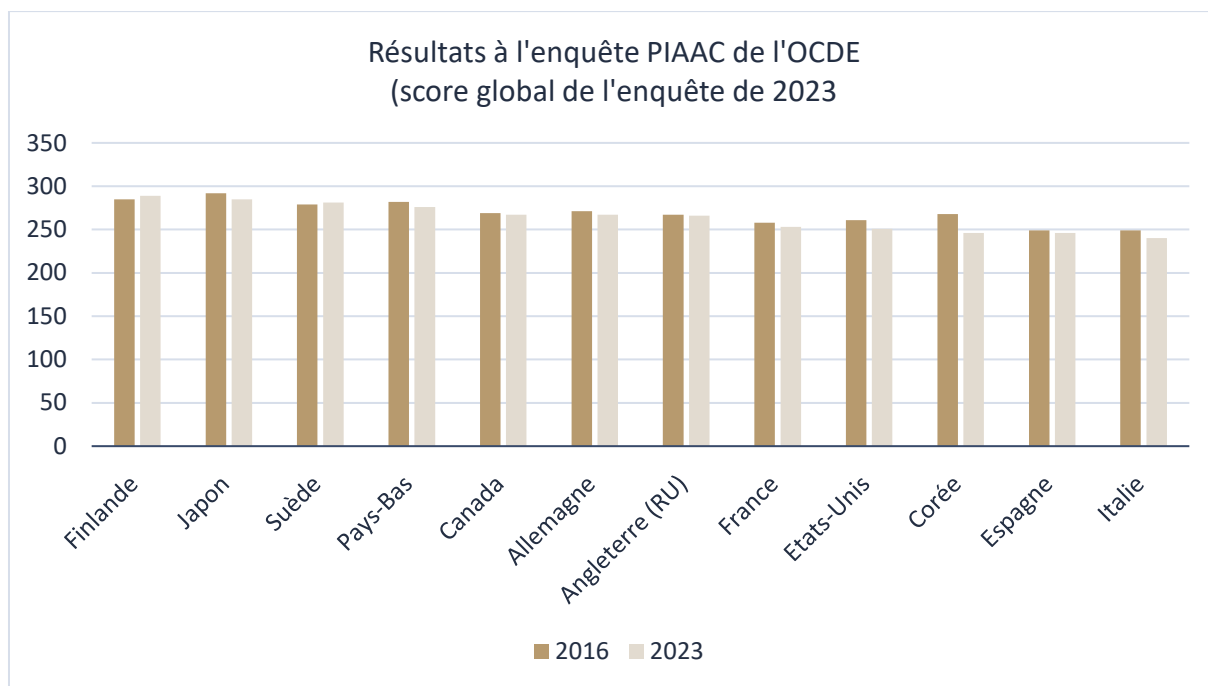


Cercle de l'Épargne – données World Robotics

DES COMPÉTENCES ADULTES INSUFFISANTES

L'Italie figure parmi les derniers rangs des grands pays européens dans

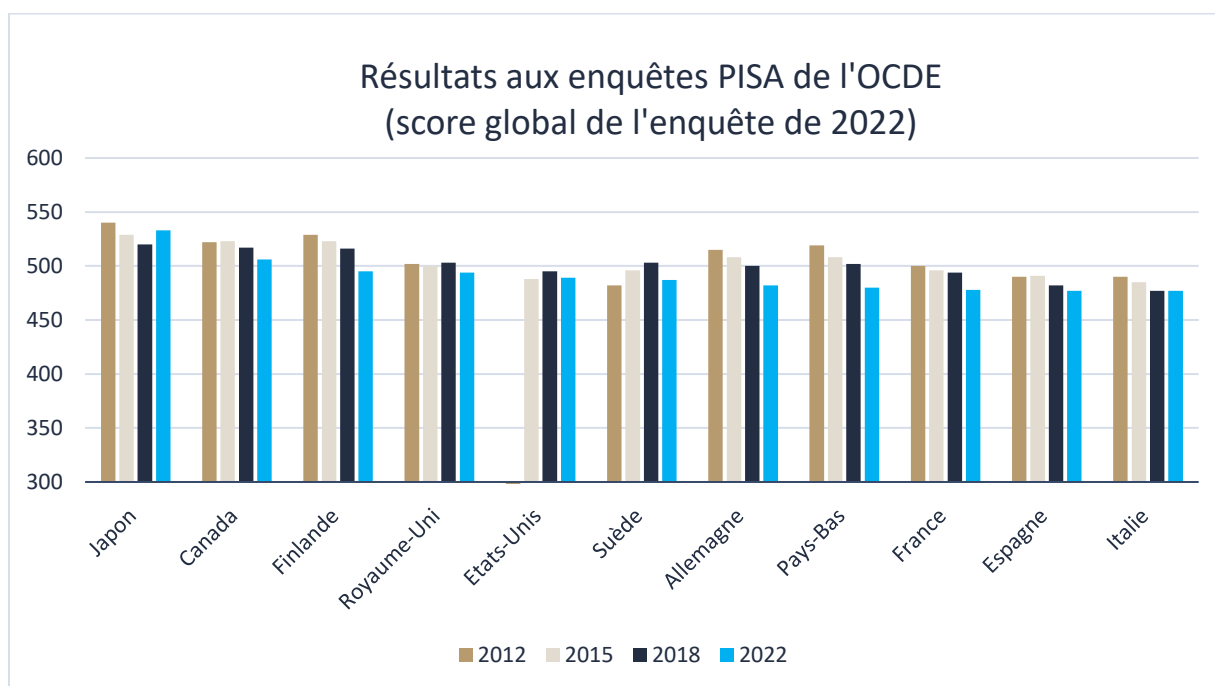
l'enquête PIAAC de l'OCDE, qui mesure les compétences des adultes en mathématiques, compréhension de textes et résolution de problèmes.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

Ce déficit de compétences s'explique
notamment par un niveau de

formation initiale et continue jugé
médiocre.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

UNE FAIBLE CONSOMMATION DES CRÉDITS EUROPÉENS

Dans le cadre du plan Next Generation EU, l'Italie peut prétendre à 194 milliards d'euros, répartis entre un tiers de subventions et deux tiers de prêts. En juin 2025, elle avait reçu 122 milliards d'euros, mais n'en avait effectivement dépensé que 52 milliards. Le pays rencontre des difficultés à concevoir et à mettre en œuvre des projets de modernisation dans les domaines de la transition énergétique, du numérique ou des transports ferroviaires.

L'Italie affiche aujourd'hui des chiffres rassurants en matière de commerce extérieur et de finances publiques. Mais la restauration des comptes publics et de la balance commerciale reste fragile. Le recul de la productivité, la faible robotisation, le déficit de compétences chez les jeunes et les adultes, ainsi que l'insuffisance de projets de transformation économique, constituent de réels risques pour la croissance des prochaines années.

HORIZON EXTERIEUR

LA GRÈCE : 10 ANS APRÈS

Il y a un peu plus de dix ans, la Grèce se trouvait au bord du gouffre. Déficits publics abyssaux, dette explosive, perte de confiance des marchés, chômage massif : le pays était menacé d'être exclu de la zone euro, notamment sous la pression de l'Allemagne. Après trois plans de sauvetage successifs, une austérité sans précédent et une profonde restructuration de son économie, la Grèce présente aujourd'hui un visage transformé, même si elle porte encore les cicatrices de la crise de sa dette souveraine, déclenchée après une période de forte croissance alimentée par son entrée dans l'euro.

En 2009, dans le prolongement de la crise financière mondiale née des subprimes, la Grèce entre brutalement en récession. Le pays affiche alors un déficit public de 15,1 % du PIB, une dette représentant déjà 130 % du PIB, et un déficit commercial équivalent à 15 % du PIB. Longtemps bénéficiaire de taux d'intérêt bas grâce à son appartenance à la zone euro, la Grèce a abusé de l'endettement public et privé pour soutenir une croissance artificielle, centrée sur la consommation et l'investissement public. L'entrée dans la monnaie unique avait masqué des déséquilibres structurels profonds : faible compétitivité, système fiscal peu efficient, secteur public pléthorique. La révélation de la falsification des comptes publics grecs, sur fond de hausse des prix de l'énergie et de

ralentissement de la croissance mondiale, a déclenché une crise de confiance. Début 2012, les taux d'intérêt à deux ans sur la dette grecque culminent à près de 40 %.

Ne parvenant plus à se financer sur les marchés, Athènes se tourne alors vers l'aide internationale. Entre 2010 et 2018, trois plans de sauvetage sont mis en place, mobilisant plus de 300 milliards d'euros, avec le concours du Mécanisme européen de stabilité (MES), du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et du Fonds monétaire international (FMI). En échange, la Grèce devait mettre en œuvre un vaste programme de réformes : réduction des salaires de la fonction publique, diminution des retraites, hausse de la TVA, privatisations, cession d'actifs, et libéralisation du marché du travail. Ces mesures ont permis une réduction spectaculaire du déficit primaire (hors intérêts de la dette), qui passe de -10,5 % du PIB en 2009 à un excédent de +3,9 % en 2016. Mais le prix économique et social de ce redressement est considérable. Entre 2008 et 2016, le PIB réel chute de plus de 25 %. Le taux de chômage atteint un pic à 27,5 % en 2013. Le revenu disponible des ménages recule de 30 %. Plus de 500 000 jeunes qualifiés quittent le pays, provoquant un exode massif des compétences. Le système de santé s'effondre temporairement, la

pauvreté explose, et la crise s'enracine durablement dans la société.

Le dernier plan d'aide s'achève en août 2018 puis la Grèce est placée sous surveillance renforcée jusqu'en 2022. Depuis cette date, elle suit une trajectoire budgétaire globalement vertueuse. Bien qu'interrompue temporairement par la pandémie de 2020, la croissance économique s'est redressée plus rapidement que prévu : autour de +2 % par an, soit l'une des plus dynamiques de la zone euro. Le solde primaire est redevenu positif (+2,4 % du PIB attendus en 2025) et la dette publique, bien qu'encore élevée (environ 150 % du PIB), est en décline. Le taux de chômage a chuté pour s'établir à 7,9 % en mai 2025, contre 27 % en 2013 et légèrement au-dessus du taux français (7,1 %).

La structure de l'économie grecque s'est profondément modifiée. Alors qu'avant 2008, la croissance reposait essentiellement sur la consommation intérieure et les dépenses publiques, l'économie s'est réorientée vers les exportations, le tourisme et les services marchands. Le tourisme, véritable pilier du redressement, représente près de 20 % du PIB. Le nombre de touristes internationaux est passé de 19 millions en 2009 à 33 millions en 2024. Plus d'un million d'emplois sont liés directement ou indirectement au secteur, soit un quart de la population active.

Les exportations de biens ont progressé de 60 % depuis 2010, avec une forte poussée des produits agroalimentaires. De nombreux actifs stratégiques ont été cédés à des groupes étrangers dans le

cadre des privatisations : ports, aéroports, concessions autoroutières, opérateurs énergétiques. Parallèlement, les réformes de l'administration (digitalisation, cadastre, simplification du droit du travail) ont renforcé l'attractivité du pays. La Grèce a ainsi gagné plus de 30 places dans le classement « Doing Business » entre 2010 et 2020.

Malgré ces progrès, la situation reste fragile. Le revenu par habitant est encore inférieur de 20 % à son niveau d'avant-crise (2008). Le secteur informel reste très important, représentant près de 25 % du PIB. Le taux de pauvreté atteint encore 28 %, soit près de deux fois plus qu'en France. L'investissement productif reste insuffisant, et la dépendance au tourisme constitue une vulnérabilité face aux chocs extérieurs (pandémie, instabilité géopolitique, changement climatique).

La Grèce a démontré une capacité de redressement après une crise d'une ampleur historique. Elle incarne aujourd'hui un exemple de sortie de crise par les réformes structurelles, la rigueur budgétaire et la réorientation de son modèle économique. Mais ce rétablissement n'efface ni les fractures sociales ni les faiblesses structurelles : dépendance au tourisme, poids de l'économie informelle, faible productivité. Désormais, l'enjeu est de consolider cette résilience par une montée en gamme de l'économie, un investissement plus soutenu dans l'innovation et l'éducation, et une protection sociale modernisée.

LA CHINE EN PLEIN DOUTE INDUSTRIEL

Avec la guerre commerciale avec les États-Unis, la Chine est confrontée au dérèglement de son marché intérieur, en particulier celui de l'automobile. L'État s'inquiète de la guerre des prix qui fait rage entre les constructeurs, lesquels tentent d'écouler auprès des consommateurs chinois des véhicules dont les stocks augmentent de mois en mois. Le gouvernement a ainsi déclaré que « *dans une guerre des prix, il n'y a pas de vainqueur* », oubliant sans doute que les consommateurs peuvent se réjouir d'acquérir une voiture électrique pour moins de 8 000 dollars.

Les entreprises chinoises ont recours à des techniques de vente également pratiquées en Occident. Ainsi, les constructeurs vendent à perte à des concessionnaires, qui immatriculent les véhicules comme étant « d'occasion », bien qu'ils n'aient jamais roulé. Les clients, sensibles au prix, achètent alors un véhicule « pré-utilisé ». Cette pratique fausse le marché. Le Quotidien du Peuple, journal officiel du Parti communiste, dénonce une « *baisse déguisée des prix qui perturbe l'ordre du marché* ».

La baisse des prix se généralise en Chine avec un risque évident de déflation. En mai, d'une année sur l'autre, les prix à la sortie d'usine ont reculé dans 25 des 30 principales branches industrielles du pays. Huit d'entre elles – dont le charbon et la sidérurgie – enregistrent des baisses plus marquées que l'automobile. Dans l'ensemble, les prix industriels sont en recul constant depuis 32 mois. Les consommateurs, anticipant de nouvelles baisses, retardent leurs achats, ce qui pèse sur la croissance.

Jusqu'à une date récente, l'investissement manufacturier – notamment dans les technologies de pointe – restait dynamique. Mais de plus en plus, face à la faiblesse de la demande intérieure et extérieure, les industriels revoient à la baisse leurs projets. Les voitures électriques, les batteries au lithium et les panneaux solaires, longtemps perçus comme des moteurs de substitution à l'immobilier, semblent à leur tour entrer dans une spirale déflationniste.

Les autorités chinoises qualifient cette situation de « *neijuan (内卷)* », ou « involution ». Le terme désigne à l'origine une compétition stérile où l'effort de chacun ne produit plus de gain : tous les acteurs économiques sont contraints de faire toujours plus pour espérer maintenir leurs résultats. L'involution s'apparente à une forme de régression économique. En 2024, ce concept a été repris par le Politburo, puis, en décembre, par la Conférence centrale sur le travail économique. Le 1^{er} juillet dernier, la revue Qishi affirmait que la concurrence involutive constitue un réel danger pour l'économie chinoise.

Selon Zhao Wei, de la société de courtage Shenwan Hongyuan, l'involution concerne avant tout les secteurs des machines électriques, de la sidérurgie, du ciment, de la céramique et du verre. Ces industries ont enregistré des baisses de prix plus fortes que la moyenne nationale. Elles partagent une caractéristique commune : une surcapacité chronique. Quinze autres secteurs, de l'automobile au tabac, présentent également des signes inquiétants : faibles marges, endettement

rapide, chute des prix ou sous-utilisation des capacités.

Si le terme « involution » est nouveau, le problème ne l'est pas. Entre 2012 et 2016, la Chine avait déjà connu plus de quatre années consécutives de baisse des prix industriels. En réponse, le président Xi Jinping avait lancé une politique de réforme structurelle de l'offre visant non pas à stimuler la demande, mais à réduire l'offre. Le Quotidien du Peuple évoquait à l'époque « *deux tables de banquet dressées pour un seul groupe d'invités* ». Quel que fût leur appétit, les convives ne pouvaient tout consommer. Pour « *vider une des tables* », l'agence de planification imposa des quotas de production, favorisa les fusions-acquisitions, réduisit les jours d'activité des mines de charbon à 276 par an et ferma les usines obsolètes ou polluantes. Cette stratégie porta ses fruits : les prix de l'acier et les marges avaient rebondi à partir de septembre 2016.

Pour enrayer la spirale déflationniste, le 1^{er} juillet dernier, Xi Jinping a promis de réguler la concurrence désordonnée et d'encourager la sortie ordonnée des capacités de production obsolètes. Il a fustigé les rabais excessifs dans l'automobile, exhorté le secteur des panneaux solaires à plus de discipline, et obtenu de 33 fabricants qu'ils plafonnent leur production. Il a également fixé des prix planchers pour certaines productions. Dans la sidérurgie, les autorités ont imposé la règle des « trois interdits » : ne pas produire sans commande, ne pas vendre à perte, ne pas expédier sans paiement garanti. Ces mesures apparaissent modestes. Par rapport aux années 2010, le problème est

plus vaste et plus complexe. Lors de la première crise déflationniste, les excès de capacité concernaient essentiellement des entreprises publiques, faciles à encadrer. Les PME privées utilisant des technologies polluantes et peu compétitives avaient alors été sacrifiées. Aujourd'hui, l'involution touche des industries dominées par des entreprises privées dynamiques et innovantes, comme les constructeurs de véhicules électriques (VE) ou de panneaux photovoltaïques – justement ceux qui avaient profité des réformes de l'époque. Les surcapacités actuelles proviennent également de volontés politiques qui ont érigé l'industrie en pilier stratégique de l'économie chinoise. Xi Jinping entend maintenir le poids de l'industrie manufacturière dans l'économie, même si la demande ne suit pas. Cette injonction pousse les autorités locales à multiplier les projets redondants, dans une logique concurrentielle parfois absurde.

Les difficultés actuelles traduisent aussi une insuffisance persistante de la demande intérieure. La confiance des ménages reste déprimée, le taux d'épargne dépasse 31 % du revenu disponible, et les investissements immobiliers des particuliers se sont effondrés de moitié par rapport à 2021. Le succès des réformes passées de Xi Jinping reposait sur une relance ciblée de la demande, notamment à travers la rénovation des logements insalubres. Si le gouvernement parvenait à stabiliser le secteur immobilier, restaurer la confiance et inciter à consommer, la surcapacité deviendrait moins problématique. La montée des prix dans les secteurs en croissance pourrait alors compenser les pressions déflationnistes ailleurs, et les nouveaux emplois

compenser les pertes dans les secteurs en surproduction.

L'économie chinoise est aujourd'hui prise dans un étau : une industrie en surchauffe face à une demande amorphe. Si la régulation de l'offre est une nécessité, elle ne suffira pas à elle seule à enrayer les dynamiques déflationnistes. Sans un sursaut de la consommation intérieure, et sans un

repositionnement stratégique de l'appareil productif, la Chine risque de prolonger cette phase d'involution, où l'efficacité s'épuise dans une concurrence stérile. La deuxième économie mondiale devra trancher : continuer à pousser coûte que coûte sa logique industrielle ou accepter un rééquilibrage structurel plus profond, vers les services, les ménages et l'innovation réelle.

DONALD TRUMP DANS L'ENFER DU SABLIER

Donald Trump souhaite la mise en œuvre d'une politique économique de rupture par rapport à celle de Joe Biden, du moins au niveau des mots. Ce changement de cap n'est pas sans risque à court et à long terme. Le président américain joue aux apprentis sorciers.

Depuis son retour à la Maison-Blanche, le 20 janvier dernier, Donald Trump a décidé de lancer une guerre commerciale dont la portée reste encore à déterminer en fonction des négociations en cours. Les droits de douane sont déjà supérieurs de 15 points à leur niveau de la fin 2024. Le président souhaite également obtenir un assouplissement de la politique monétaire avec une baisse des taux directeurs de la banque centrale. À cet effet, il ne devrait pas renouveler, au terme de son premier mandat, Jerome Powell à la tête de la Réserve fédérale. Il devrait très probablement le remplacer par une personne beaucoup plus favorable à la baisse des taux d'intérêt. Le président a annoncé son intention de réduire les exigences de fonds propres des banques. Il a pris des dispositions visant à faciliter le développement des cryptomonnaies et des stablecoins. Il a

fait adopter un budget 2025/2026 avec un déficit qui devrait dépasser 7 % du PIB en raison des baisses importantes d'impôts. Il a mis en œuvre des mesures qui réduisent les budgets de certains centres de recherche. Par ailleurs, il a entrepris de réduire l'immigration alors que le taux de chômage est très bas. Ajoutées les unes aux autres, toutes ces mesures peuvent entraîner des conséquences non négligeables sur l'économie américaine et, plus globalement, sur l'ensemble de l'économie mondiale. Cette politique vise à réduire le déficit extérieur américain et à favoriser une réindustrialisation du pays avec, à la clé, des emplois offrant de meilleures rémunérations. Le président américain désire une dépréciation du dollar afin de favoriser les exportations. Il considère qu'avec un dollar fort, les États-Unis enrichissent les investisseurs étrangers.

La hausse des droits de douane et la politique monétaire expansionniste menée en situation de plein emploi vont conduire à une accélération de l'inflation sous-jacente. Les salaires étant faiblement indexés sur l'inflation aux États-Unis, le pouvoir d'achat, la

consommation des ménages et la croissance devraient diminuer.

Avec la dépréciation du dollar et les incertitudes sur l'évolution de la politique économique, la demande d'actifs américains (obligations, actions, parts d'entreprises) par les non-résidents devrait se replier. La baisse du rendement des actifs — dividendes et taux monétaires en recul — les rend moins attractifs. L'État fédéral éprouvera plus de difficultés à financer le déficit de la balance courante et le déficit public. Le solde de la balance courante était négatif de 6 points de PIB en 2024 et celui du budget fédéral de 7 points. Il en résultera une hausse des taux longs.

Une diminution des dividendes et une moindre valorisation du cours des actions auront des effets directs sur le pouvoir d'achat des ménages américains, ce qui accentuera la baisse de la consommation. À la différence des Européens, les Américains consomment une part non négligeable des gains qu'ils réalisent sur les marchés financiers.

Le recul des indices boursiers et de la croissance générera des pertes pour les

banques américaines, d'autant plus inquiétantes que la déréglementation leur aura permis de réduire leurs fonds propres. La baisse de la valeur des Treasuries - que les émetteurs de stablecoins conservent en garantie des sommes qu'ils collectent - pourrait les mettre en difficulté.

Les décisions de politique économique de l'administration républicaine comportent d'évidents effets récessifs. Donald Trump compte sur la loi de finances pour en atténuer la portée avec un risque, en revanche, d'emballement de la dette publique. Si les investisseurs internationaux se détournent des actifs américains, un risque de crise économique et financière ne serait pas à négliger. Pour le moment, malgré ses déclarations, les États-Unis demeurent la valeur refuge du système économique mondial.

Donald Trump a déjà en ligne de mire les élections de mi-mandat qui conditionneront la suite de son mandat. Ayant été élu sur les thèmes du pouvoir d'achat et de la lutte contre l'immigration, il se doit d'obtenir des résultats tangibles, les effets négatifs de sa politique devant être compensés par les effets positifs...

HORIZON FINANCE

CAPITAL RISQUE : LE TEMPS DE LA MATURITÉ

En 2023, lorsque Nvidia a rejoint pour la première fois le cercle restreint des entreprises valorisées à plus de 1 000 milliards de dollars, de nombreux investisseurs estimaient déjà que le titre était surévalué. Or, depuis, la capitalisation de cette entreprise de microprocesseurs destinés notamment à l'intelligence artificielle (IA) a été multipliée par quatre. Le 9 juillet, Nvidia est en effet devenue la première entreprise de l'histoire à franchir la barre des 4 000 milliards de dollars.

Aux États-Unis, les valeurs technologiques bénéficient de l'engouement des investisseurs pour l'intelligence artificielle. CoreWeave, fournisseur de services de cloud computing, a vu sa valorisation bondir de plus de 300 % depuis son entrée en Bourse en mars dernier. Disposant d'importantes liquidités, les fonds de capital-risque sont à la recherche de nouvelles pépites leur permettant de réaliser d'appréciables plus-values. Cette frénésie boursière n'est pas sans risques.

En 2023, le capital-risque traversait une passe morose. En 2021, dans l'euphorie postpandémique, pas moins de 344 « licornes » — entreprises non cotées valorisées à plus d'un milliard de dollars — avaient vu le jour aux États-Unis. Deux ans plus tard, elles n'étaient plus que 45. La remontée des taux d'intérêt avait durement touché les start-ups. Une correction était intervenue et le marché du capital-risque s'était asséché. L'IA générative a ravivé l'euphorie.

Selon PitchBook, près des deux tiers des fonds de capital-risque investis aux États-Unis au premier semestre 2025 ont été dirigés vers des entreprises de l'IA. Aux licornes ont succédé les « décacornes » (valorisées à plus de 10 milliards) et même les « hectocornes » (plus de 100 milliards). OpenAI, créateur de ChatGPT, est aujourd'hui valorisée à 300 milliards de dollars. Le cabinet d'investissement Coatue estime que la valeur cumulée des entreprises privées valorisées à plus de 50 milliards dépasse désormais 1 300 milliards de dollars — soit plus du double de ce qu'elle était il y a deux ans.

Le montant élevé des liquidités explique en grande partie cette envolée des valorisations. En 2024, les actifs sous gestion des fonds de capital-risque américains approchaient les 1 300 milliards de dollars, soit plus de trois fois le niveau de 2015. De nouveaux acteurs internationaux, notamment des fonds souverains du Moyen-Orient, injectent également d'importantes liquidités dans le secteur, compensant le retrait de certains fonds de pension et d'universités américains.

Ce flux d'argent frais est de plus en plus orienté vers les entreprises matures plutôt que vers les jeunes pousses. Au premier semestre 2025, ces dernières ont représenté 78 % de la valeur des investissements en capital-risque, contre 59 % un an plus tôt. Symbole de cette surenchère : SoftBank prévoit de consacrer 32 milliards de dollars à

OpenAI d'ici la fin de l'année, soit plus que n'importe quelle introduction en Bourse dans l'histoire.

Les fondateurs de start-ups dans l'IA privilégient les fonds de capital-risque aux introductions en Bourse, jugées complexes et contraignantes en matière d'information et de transparence. Ces fonds, par ailleurs, adoptent des politiques de gestion de plus en plus tournées vers le long terme, ce qui est en phase avec les entreprises de l'IA. Repousser l'horizon d'investissement pose toutefois la question cruciale de la liquidité. Traditionnellement, les fonds de capital-risque doivent céder leurs participations après quelques années afin de restituer les gains à leurs investisseurs.

Depuis quelques années, pour concilier retour sur investissement et gestion à long terme, certains acteurs modifient leur modèle. Une solution émergente consiste à multiplier les offres secondaires qui permettent aux premiers investisseurs et aux salariés rémunérés en actions de vendre leurs titres sans attendre une levée de fonds ou une introduction en Bourse. Selon PitchBook, ces transactions ont atteint 60 milliards de dollars au premier trimestre 2025, contre 50 milliards au trimestre précédent. Cela reste toutefois marginal au regard de la liquidité des marchés cotés : rien que pour Nvidia, environ 26 milliards de dollars d'actions changent de mains chaque jour. L'autre voie consiste à transformer en profondeur le fonctionnement des fonds de capital-risque en privilégiant le capital permanent. En 2021, Sequoia Capital déclarait obsolète le fonds à durée

limitée de dix ans. Il l'a remplacé par une structure pérenne — le Sequoia Capital Fund — combinant participations dans des start-ups privées et titres cotés issus de son portefeuille historique. D'autres, comme Lightspeed Venture Partners, recourent désormais à des fonds de continuation, injectant de nouveaux capitaux pour prolonger la détention d'actifs.

Le paysage du capital-risque s'en trouve profondément transformé. Les grandes maisons comme Andreessen Horowitz, Sequoia Capital, Lightspeed ou General Catalyst ont acquis une dimension quasi institutionnelle, gérant des dizaines de milliards de dollars à travers de multiples fonds et équipes spécialisées.

Des fonds plus récents comme Thrive Capital ou Greenoaks adoptent une approche différente. Ils lèvent des montants significatifs, mais les consacrent à un nombre très restreint de sociétés. Thrive a investi plus d'un milliard de dollars dans OpenAI. Il entend se spécialiser dans les entreprises ayant un potentiel de valorisation autour de 1 000 milliards de dollars. Thrive expérimente également un modèle inspiré du private equity, en rachetant et fusionnant des sociétés de services numériques pour y injecter de l'IA.

Cette course à la croissance comporte quelques risques. À force d'injecter des capitaux dans des entreprises encore déficitaires, en misant sur une hypothétique rentabilité future, les fonds s'exposent à des pertes. L'envolée des valorisations des start-ups de l'IA pourrait déboucher sur une correction.

L'exubérance actuelle autour de l'intelligence artificielle, portée par une surabondance de liquidités et un appétit renouvelé pour la technologie, rappelle par bien des aspects la bulle Internet des années 2000. Si la profondeur des marchés, la maturité des acteurs et la diversification des stratégies d'investissement sont aujourd'hui bien plus solides, les fondamentaux économiques ne suivent pas toujours le rythme des valorisations. La transformation du capital-risque vers

des modèles plus pérennes, inspirés du private equity, constitue une rupture silencieuse mais déterminante. En cherchant à s'institutionnaliser, ces fonds ambitionnent de capter une part plus large de la valeur créée par les cycles technologiques longs, tels que celui de l'IA. Mais ils prennent aussi le risque de s'enfermer dans des horizons d'illiquidité et de dépendance à l'égard de quelques champions dont la rentabilité n'est encore que potentielle.

LES BANQUES DE NOUVEAU FASHION ?

Avec la crise des dettes souveraines, la baisse des taux d'intérêt et la succession de chocs économiques, les actions des banques européennes avaient été délaissées, même si leurs résultats restaient enviables. Mais depuis le début de l'année, les valeurs bancaires sont à nouveau recherchées. Entre le 1^{er} janvier et le 30 juin derniers, l'indice STOXX 600 Banks, qui réplique les performances des grands établissements européens, a progressé de 29 %, soit sa meilleure performance depuis 1997. Sur le premier semestre, l'industrie bancaire du Vieux Continent est le secteur le plus performant en Bourse. La guerre commerciale lancée par Donald Trump ou le conflit au Moyen-Orient n'ont pas réellement entravé cette marche en avant. Les investisseurs sont attirés par les rendements élevés qu'offrent les banques. Société Générale ou Deutsche Bank ont revu à la hausse leur politique de redistribution.

En 2025, le ratio cours sur valeur comptable (« price to book » ou PTB) – indicateur permettant d'apprécier si les investisseurs estiment qu'un acteur

bancaire vaut plus ou moins que ses fonds propres – est passé au-dessus de 0,5 pour la plupart des banques européennes. Ce ratio traduit une sortie de la zone de danger. La moitié d'entre elles ont même atteint un niveau égal ou supérieur à 1, alors que ce ratio était resté très faible durant des années. Le regard des investisseurs sur les banques a changé. Ils sont rassurés par leur gestion des risques et leur solidité. Les banques européennes ont fortement renforcé leurs fonds propres depuis la crise des subprimes. Les plans mis en œuvre par les grandes banques pour réduire leurs frais généraux et le nombre de guichets sont salués par les marchés.

En quelques années, les établissements bancaires qui étaient en difficulté ont sensiblement amélioré leurs résultats. La banque allemande Commerzbank, dont la capitalisation boursière a dépassé les 30 milliards d'euros (35,3 milliards de dollars) pour la première fois en mai, a renoué avec des bénéfices élevés. La banque espagnole Banco Santander a vu son action augmenter de 57 % depuis le début de

l'année. Ce rebond a été rendu possible par la hausse des taux d'intérêt. La phase de baisse des taux décidée par la Banque centrale européenne n'a pas provoqué de rechute. De son côté, le secteur bancaire italien est engagé dans un processus de concentration qui pourrait bien remodeler l'architecture financière du pays. UniCredit figure parmi les banques les plus performantes d'Europe cette année, avec une hausse de près de 50 % de la valeur de son action. Mediobanca et Banca Generali ont, elles aussi, atteint de nouveaux sommets. En France, Société Générale, longtemps sous-valorisée, connaît un réel regain d'intérêt.

Le rebond boursier des banques européennes témoigne d'une revalorisation structurelle appuyée sur une amélioration tangible des fondamentaux : ratios de solvabilité

renforcés, discipline des coûts accrue, gestion des risques professionnalisée. Toutefois, cette dynamique ne saurait être analysée sans prendre en compte l'environnement monétaire et obligataire en mutation rapide. Si la baisse des taux directs contribue à soutenir la demande de crédit à court terme, le maintien de taux longs élevés – reflet à la fois de tensions budgétaires persistantes en zone euro et de primes de risque accrues – pourrait produire des effets ambivalents sur les bilans bancaires. D'un côté, les marges d'intermédiation bénéficient d'une pentification modérée des courbes ; de l'autre, une remontée trop brutale des taux longs expose les portefeuilles obligataires à des moins-values latentes et alourdit le coût de refinancement à long terme, notamment pour les banques les plus dépendantes du marché.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

QUAND LE CHAOS ET LA CROISSANCE SE MARIENT !

Quand la Wehrmacht envahit la France en 1940 et que l'Angleterre était sous les bombes de la Luftwaffe, l'effondrement de la Bourse de Londres apparaissait inévitable. Les investisseurs britanniques gardèrent pourtant leur sang-froid. Dans l'année qui suivit l'humiliante défaite française, la City progressa. À la fin du conflit, les entreprises britanniques avaient généré un rendement réel cumulé de 100 % pour leurs actionnaires. Les investisseurs avaient ainsi eu raison d'avoir fait confiance à leur pays.

Les menaces d'aujourd'hui ne sont pas de l'ampleur d'une guerre mondiale, mais elles restent importantes : pandémie de Covid-19, guerre en Ukraine, conflit au Moyen-Orient, choc énergétique majeur rappelant les années 1970, inflation persistante, tensions bancaires, crise immobilière en Chine, guerre commerciale avec le retour de Donald Trump. Les indicateurs mesurant les risques ont augmenté de 30 % par rapport à leur moyenne de long terme. Dans de nombreux pays, les ménages expriment un fort pessimisme à l'égard de l'évolution de la conjoncture. Pendant ce temps, les grandes banques de Wall Street recrutent des experts en géopolitique et en économie pour décrypter la situation dans le Donbass, anticiper une éventuelle invasion de Taïwan par la Chine, apprécier les conséquences de la hausse des droits de douane, mesurer les effets du plan de relance allemand...

Comme en 1940, l'économie mondiale continue d'avancer, imperturbable, même si le rythme est plus lent qu'au début du siècle. Néanmoins, depuis 2011, la croissance oscille autour de 3 % par an. La crise de la zone euro, le Brexit, la première élection de Donald Trump, l'invasion de l'Ukraine par la Russie n'ont pas atteint la croissance de l'économie mondiale en profondeur. Seules les années 2020-2021, marquées par le Covid, font exception : une année de forte contraction sur fond de confinements, puis une forte reprise avec, à la clef, une croissance moyenne de 2 %.

Cette résilience force l'admiration. Les chaînes d'approvisionnement, souvent pointées du doigt comme talon d'Achille du commerce mondial, se sont révélées étonnamment robustes. Elles ont encaissé un arrêt sur image en 2020, puis un rebond provoqué par la multiplication des plans de relance se chiffrant en milliers de milliards de dollars. En 2021, les producteurs de semi-conducteurs livrèrent 1 200 milliards de puces, soit +15 % en un an.

L'économie mondiale se révèle moins dépendante du cours du pétrole grâce à la diversification énergétique et à la baisse de l'intensité carbone de nos économies. Selon les données du FMI, seuls 5 % des pays sont aujourd'hui sur la voie de la récession — un minimum depuis 2007. Le chômage dans les pays de l'OCDE est inférieur à 5 %, proche de son plancher historique. Les bénéfices

des entreprises cotées dans le monde ont progressé de 7 % au premier trimestre 2025. Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que les investisseurs restent optimistes. Depuis quinze ans, malgré l'accumulation de crises, les Bourses américaines ont connu un essor sans précédent. Plus de la moitié des marchés boursiers des pays riches sont à moins de 5 % de leur sommet historique. L'indice de volatilité VIX évolue en-dessous de sa moyenne de long terme. Le repli des marchés en avril, provoqué par l'annonce du relèvement des droits de douane du « Liberation Day » par Donald Trump, a été rapidement effacé. Pour beaucoup, la règle d'or est désormais simple : « *acheter lors des replis* », avec la certitude de réaliser rapidement des plus-values.

Même les entreprises les plus exposées aux tensions géopolitiques et économiques ne suscitent guère d'inquiétude. Aux États-Unis, les valeurs sensibles aux droits de douane — comme les équipementiers sportifs ou les entreprises dépendant de la vente de smartphones — sous-performent à peine. En Europe, la Bourse ukrainienne a même réussi à surmonter le choc de la guerre déclenchée en février 2022. Quant à Taïwan, si les indices de risque fondés sur les articles de presse atteignent des sommets, ceux dérivés des marchés ne montrent aucune nervosité.

Ce paradoxe — chaos géopolitique, stabilité économique — constitue une source de perplexité. De nombreuses études, dont celles de Dario Caldara (Fed) ou Nicholas Bloom (Stanford), établissent un lien entre incertitude

politique et ralentissement économique. Depuis les années 1990, les effets de l'incertitude sur la croissance semblent néanmoins s'atténuer.

Le capitalisme a gagné en résilience en encaissant de mieux en mieux les chocs exogènes. D'un côté, les entreprises sont plus agiles ; de l'autre, les gouvernements protègent leurs économies avec un activisme budgétaire sans précédent, ayant pour corollaire un endettement public également sans précédent. La tertiarisation de l'économie contribue à la stabilité. Les services sont moins dépendants que l'industrie de facteurs extérieurs. Depuis 1990, la consommation de biens aux États-Unis a reculé 27 fois en variation trimestrielle, celle de services seulement cinq fois.

L'essor du pétrole et du gaz de schiste aux États-Unis a renforcé l'indépendance énergétique de l'Occident. En 2023, l'OPEP produisait 33 millions de barils par jour, à peine plus qu'en 1973. Le reste du monde en produisait 64 millions — deux fois plus qu'à l'époque du premier choc pétrolier. Surtout, l'intensité pétrolière a baissé de 60 % depuis 1973. Cette évolution explique la relative insensibilité des marchés aux frappes récentes sur l'Iran.

L'activité est de plus en plus soutenue par les dépenses publiques. En 2020, les États ont injecté plus de 10 % du PIB pour soutenir l'économie. En 2022, face à la crise énergétique, les gouvernements européens ont dépensé en moyenne 3 % du PIB. Les États occidentaux ont adopté, ces dernières années, des plans en faveur de la transition écologique, du numérique ou de la défense, avec des engagements

portant sur des centaines de milliards de dollars. Les déficits publics dépassent aujourd'hui les 4 % du PIB dans les pays développés, contre 2 % à 3 % avant 2008. Même l'Allemagne a décidé d'abandonner son frein budgétaire et s'est engagée à moderniser ses infrastructures et son armée. À cela s'ajoutent des engagements hors bilan massifs : les engagements conditionnels du gouvernement fédéral américain équivalent à plus de cinq fois le PIB du pays. En somme, les États se portent garants de l'économie.

Cette fuite en avant budgétaire n'est pas sans risque. En retardant les crises, les gouvernements alimentent les comportements imprudents et

empêchent les ajustements de se réaliser au fil de l'eau. Le surendettement étatique n'est pas sans limite. Les États-Unis dépenseront cette année plus pour les intérêts de leur dette que pour leur armée. Le service de la dette en France est en voie de devenir le premier poste budgétaire. L'État ne peut pas tout. En devenant la béquille du capitalisme, celui-ci est à sa merci. Par ailleurs, l'économie pourrait être mise à mal par un choc de grande ampleur, comme la fin de la sécession de Taïwan. En 2025, les investisseurs misent sur la bienveillance perpétuelle des gouvernements, des banques centrales et des régulateurs, mais celle-ci n'est pas éternelle.

SALE TEMPS POUR LES ÉQUIPEMENTIERS

Les équipementiers automobiles n'ont jamais eu l'éclat médiatique des constructeurs. Leurs produits — tableaux de bord, systèmes de suspension ou ensembles mécaniques — restent dissimulés sous les carrosseries étincelantes. Pourtant, avec l'éclatement des chaînes de valeur, leur rôle s'est considérablement accru ces dernières années. Des groupes comme Bosch, Continental, Denso ou Valeo ont longtemps affiché de meilleures performances financières que leurs clients constructeurs. La montée en puissance des véhicules électriques (VE), le poids croissant de l'informatique embarquée et l'irruption de nouveaux acteurs comme Tesla ou les marques chinoises ont changé la donne.

En 2024, selon le cabinet de conseil AlixPartners, les 30 plus grands

équipementiers mondiaux ont enregistré une baisse de leur flux de trésorerie disponible d'un tiers sur un an. Rien qu'en Europe, 54 000 suppressions de postes ont été annoncées, dont près de 12 000 chez Bosch. Le 24 juin, Continental a précisé les modalités d'un projet entamé l'an dernier, visant à séparer ses activités de production de pièces détachées de celles, moins exposées, de fabrication de pneumatiques. Le 11 juin, l'équipementier japonais Marelli, affaibli par un endettement important et par les tarifs douaniers imposés par Donald Trump, s'est déclaré en faillite pour ce qui concerne sa filiale américaine.

Les sous-traitants automobile avaient, accaparé une part croissante de la valeur ajoutée de la construction automobile à partir des années 1980 en jouant sur les

rendements d'échelle. Les équipementiers de rang 1 signaient des contrats sur plusieurs années portant sur des ensembles complexes, assemblés à partir de pièces fournies par d'autres entreprises, plus en aval de la chaîne. Ils disposaient d'un pouvoir de négociation important, en raison de la rareté relative des fournisseurs comparée à celle des constructeurs.

Depuis quelques années, le rapport de force s'est inversé. Les constructeurs ont ajusté leur production pour privilégier les véhicules haut de gamme, plus rentables. Les fournisseurs ont été directement touchés par la baisse des ventes, tout en restant enfermés dans des contrats longs qui leur interdisaient de répercuter les hausses de coûts. L'écart de rentabilité, mesuré par le retour sur capital, entre constructeurs et fournisseurs s'est sensiblement réduit.

L'électrification du parc automobile met sous tension les équipementiers. Les moteurs électriques nécessitent moins de pièces que les moteurs thermiques. En outre, les batteries sont fournies essentiellement par des entreprises chinoises. Enfin, les véhicules électriques progressent dans les ventes mondiales, mais moins rapidement que prévu. Or, de nombreux fournisseurs occidentaux avaient massivement investi dans des capacités de production dédiées à l'électrique, aujourd'hui partiellement sous-utilisées.

L'ascension de l'informatique embarquée constitue la seconde mutation. Le modèle traditionnel, fondé sur l'assemblage de composants fournis par différents acteurs, chacun avec ses propres circuits intégrés et logiciels, cède

la place à une architecture centralisée autour d'un calculateur principal. Cette évolution permet aux constructeurs de reprendre la main sur les logiciels embarqués, devenus stratégiques pour l'expérience utilisateur et la différenciation entre marques. Une grande partie du développement est désormais internalisée ou confiée à des partenaires spécialisés. Pour certains équipementiers, le risque est de se retrouver cantonnés à la fabrication de « matériels muets » standardisés, selon Andrew Bergbaum d'AlixPartners.

Les équipementiers traditionnels doivent faire face à l'arrivée de nouveaux concurrents. Les batteries, fournies par des entreprises comme le chinois CATL ou le sud-coréen LG Energy Solution, représentent une part essentielle du coût d'un VE. Les moteurs électriques, onduleurs et unités de commande sont également produits par des acteurs extérieurs à l'industrie automobile traditionnelle, tels que le japonais Nidec ou le néerlandais NXP Semiconductors. Les constructeurs automobiles chinois, qui prennent des parts de marché à leurs concurrentes occidentales, ne font pas appel aux fournisseurs de ces dernières. Ils s'appuient de plus en plus sur des sous-traitants locaux, qui ont vocation à s'internationaliser.

Les groupes occidentaux sont de plus en plus nombreux à nouer des alliances avec des équipementiers et sociétés de logiciels chinois, afin de mieux affronter la concurrence sur le marché local. Volkswagen coopère avec Horizon Robotics, Mercedes-Benz avec Momenta, pour accélérer le développement de véhicules autonomes.

Tout n'est cependant pas noir pour les équipementiers occidentaux. Certains segments restent porteurs, notamment ceux qui concernent des composants peu liés aux VE ou n'intégrant pas de logiciels sophistiqués — pneus, sièges, vitrages. Ils ont également la possibilité de s'associer aux géants de l'informatique que sont Alphabet ou Apple.

L'industrie des équipementiers automobiles traverse une zone de turbulence structurelle. À la conjonction de mutations technologiques majeures — électrification, centralisation logicielle, montée en puissance de nouveaux entrants — et de tensions géoéconomiques, elle voit son modèle traditionnel remis en question. La promesse d'une croissance tirée par la

transition énergétique se heurte à des volumes insuffisants, une chaîne de valeur éclatée et une redéfinition des rapports de force au sein du secteur.

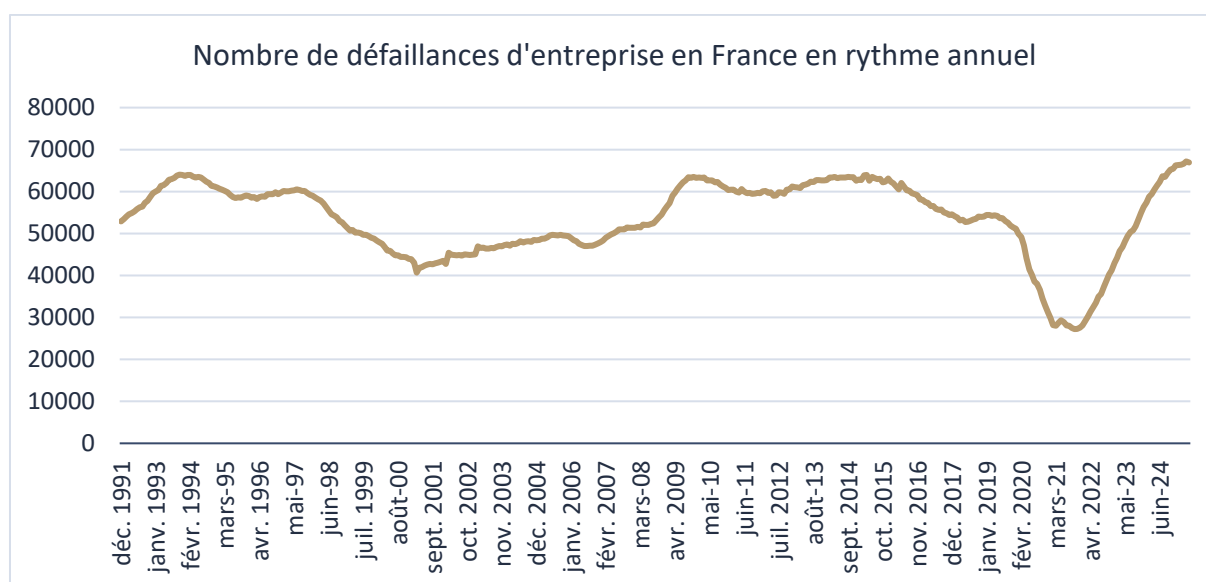
Face à cette recomposition rapide, les acteurs historiques n'ont d'autre choix que de se repositionner : en montant en gamme, en investissant dans l'innovation logicielle, en s'alliant avec les géants du numérique, ou en consolidant les segments encore rentables. À moyen terme, leur survie dépendra de leur capacité à intégrer la double logique de plateforme et de modularité qui structure l'automobile du XXI^e siècle. Plus que jamais, dans cette industrie de plus en plus dominée par la donnée et l'algorithme, la différenciation passera par la maîtrise des systèmes embarqués et l'agilité stratégique.

POINTS DE REPÈRE

PRÈS DE 6 400 MILLIARDS D'EUROS DE PATRIMOINE FINANCIER POUR LES MÉNAGES

À fin mai, le nombre de défaillances s'élevait sur douze mois à 66 954, un niveau en recul à celui du mois d'avril (67 171 défaillances en données révisées).

En rythme annuel, la progression des défaillances poursuit son mouvement de décélération progressive, +9,1 % en mai contre +11,0 % en avril.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

RÉSILIENCE DU TAUX DE MARGE EN FRANCE

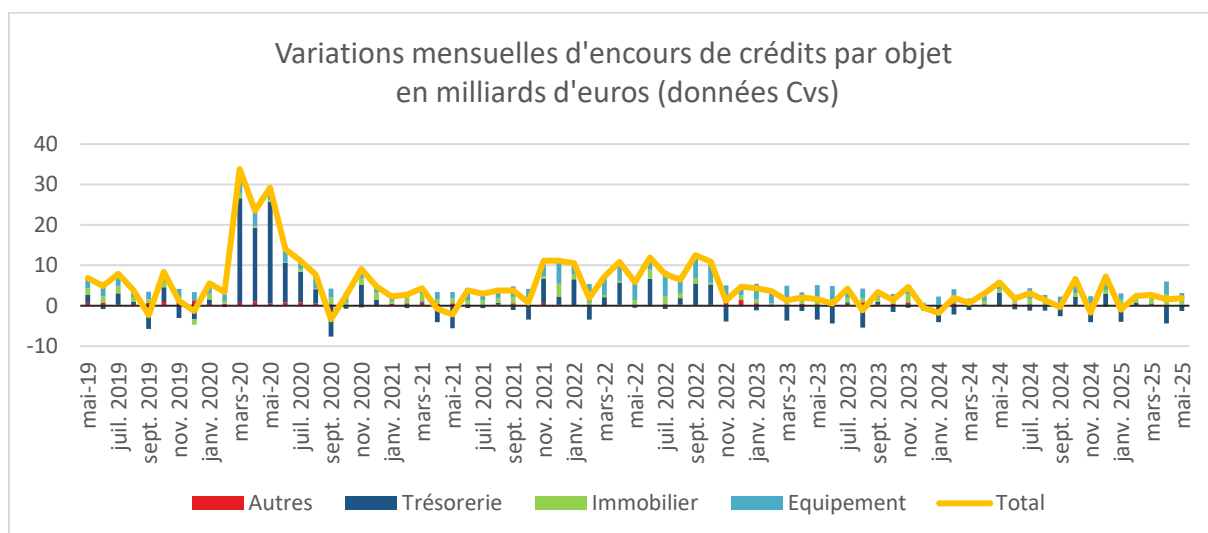
Au mois de mai, en France, la croissance sur un an des financements accordés aux sociétés non financières (SNF) a, selon la Banque de France, atteint 1,5 %, contre 1,4 % en avril), avec une progression des titres de dette (+0,3 % en glissement annuel) toujours plus faible que celle des crédits bancaires (+2,1 %). Au sein de ces derniers, la croissance des prêts à l'investissement reste élevée (+3,8 % inchangé par rapport à avril) tandis que celle des crédits de trésorerie est toujours négative (-4,0 %, après -3,0 % en avril).

L'encours des financements des sociétés non-financières s'élevait à 2031,1 milliards d'euros fin dont 1380,3 milliards d'euros au titre du financement par crédit bancaire.

En mai, les encours de crédit croissent de 1,0 % pour les petites et moyennes entreprises (PME) et entreprises de taille indéterminée, et de 3,0 % pour les grandes entreprises (GE). Ils sont en très léger repli (-0,2 %) pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI).

L'encours de crédits mobilisés poursuit cependant sa contraction dans les secteurs du commerce (-4,3 %), de la construction (-3,3 %), de l'enseignement, santé et action sociale (-2,6 %), de

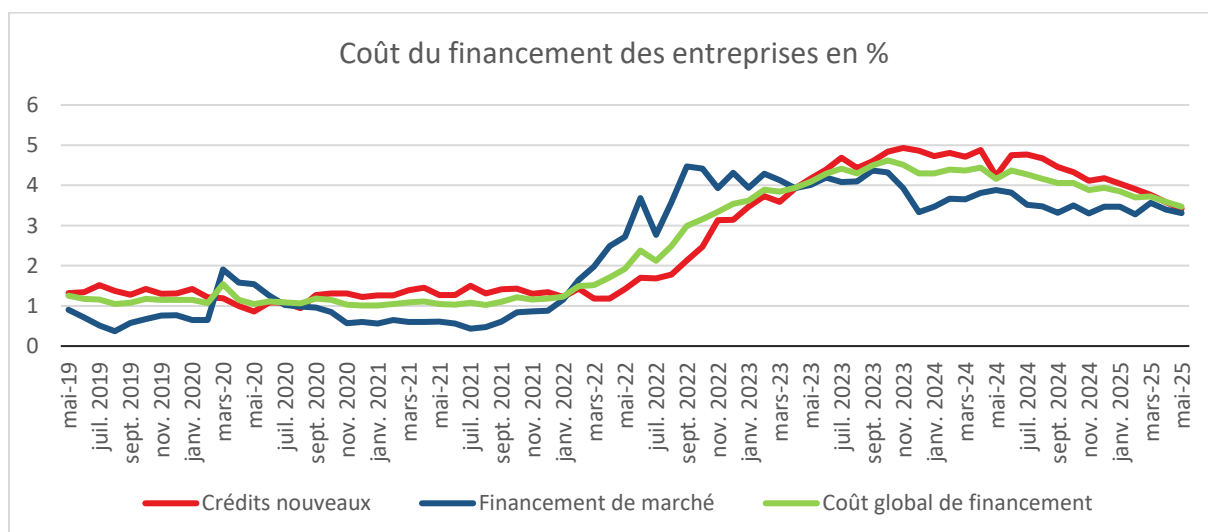
l'hébergement et restauration (-1,5 %), et de l'industrie (-0,8 %). Le glissement annuel de l'encours de crédits mobilisés devient négatif pour l'information et communication (-4,3 %).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Le coût des nouveaux financements baisse à nouveau en mai à 3,47 % en moyenne (après 3,59 % en avril et 3,72 % en mars), essentiellement du fait des crédits bancaires (3,56 % après 3,68 % en avril).

Le coût moyen des nouveaux crédits poursuit sa baisse pour toutes les tailles d'entreprises. Le recul est plus marqué pour les grandes entreprises (-20 points de base, à 3,22 %).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

LES STATISTIQUES ÉCONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2024	2 918	4 304	2 177	1 590	15 044
PIB par tête en 2024 En euros	42 185	50 764	36 893	32 483	43 196
Croissance du PIB 2024	+1,1 %	-0,3 %	+0,5 %	+3,2 %	+0,7 %
Deuxième trimestre 2025	+0,3 %	-0,1 %	-0,1 %	+0,7 %	+0,1 %
Inflation En % - juillet 2025	0,9	1,8	1,7	2,7	2,0
Taux de chômage En % - juin 2025	7,0	3,7	6,3	10,4	6,2
Durée annuelle du Travail (2024)	1499	1338	1704	1624	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2024)* en %	34,8	35,2	38,4	30,8	34,3
Dépenses publiques En % du PIB 2024	57,5	48,9	50,7	45,4	49,5
Solde public En % du PIB 2024	-5,8	-2,2	-3,8	-3,0	-3,0
Dette publique En % du PIB 2024	113	63	136,6	102,3	89,3
Balance des paiements courants En % du PIB - déc. -24	+0,4	+5,7	+1,4	+3,0	+2,8
Échanges de biens En % du PIB - déc.-24	-2,8	+5,6	+2,5	-2,5	+1,1
Parts de marché à l'exportation En % 2024	2,5	6,6	2,6	1,7	22,8
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut déc. - 24	18,0	20,2	11,2	13,4	15,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (26/07/2025)	3,385	2,716	3,581	3,306	-

*Ratio de dépendance = population âgée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15-64 ans
Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

Indice	31 juillet 2025	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	7771,97	1,38	3,19	7 380,74
DAXX	24591,38	2,47	32,93	19 909,14
Footsie 100	8911,52	1,72	6,5	7 451,74
Eurostoxx 50	5435,12	2,49	11,54	4 895,98
Dow Jones	45522,91	3,24	11,46	42 544,22
Nasdaq Composite	21234,09	4,24	20,65	19 310,79
S&P 500	6124,32	3,6	10,9	5 881,63
Nikkei	41725,97	3,2	6,71	39 894,54
Shanghai Composite	3498,4	1,96	19,04	3 351,76
Euro/dollar	1,1658	-1,09	7,71	1,0380
Once d'or (USD)	3150,25	-4,7	29,99	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	69,49	4,18	-13,9	74,30
Bitcoin (USD)	101231,7	-5,54	60,69	93 776,61

Cette lettre mensuelle est réalisée pour Thomas Vendôme Investment (TVI) par la société Lorello Eco Data.

Toute utilisation totale ou partielle des articles de la lettre doit fait l'objet d'une autorisation de la part de TVI qui en possède tous les droits.

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

Contact

Thomas Vendôme Investment
10, rue de la Paix
75002 Paris
01 83 79 82 35
tvi@vendome-investment.com