

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS.....	2
Le choc des empires	2
HORIZON FRANCE	4
Une politique de l'offre au milieu du gué.....	4
HORIZON EXTERIEUR.....	7
L'Europe écartelée.....	7
À l'heure du protectionnisme.....	9
HORIZON FINANCE.....	11
Les cryptoactifs : maîtres du monde financier !	11
À la recherche des valeurs refuge.....	14
AU-DELÀ DE L'HORIZON.....	16
L'art comme indicateur avancé !	16
Défense : les limites de l'exercice	18
POINTS DE REPÈRE.....	20
Épargne – retraite : des marges de progression certaines !	20
Résilience du taux de marge en France	20
Les statistiques économiques.....	22
Tableau de bord des marchés financiers.....	23

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LE CHOC DES EMPIRES



L'Histoire ne meurt jamais vraiment. Elle peut bégayer mais sans jamais se répéter à l'identique. Le monde semble renouer avec le temps des Empires après avoir connu une période de mondialisation entre les années 1990 et 2010. Les nouveaux empires ne sont pas ceux issus des légions romaines ou des caravelles ibériques, mais des empires reposant sur trois forces : l'économie, la technologie et le militaire. La Chine de Xi Jinping incarne le plus clairement ce retour. Pékin n'entend plus seulement être « l'atelier du monde » mais bien redevenir le centre d'un ordre régional et, à terme, mondial. Les Nouvelles routes de la soie rappellent les réseaux commerciaux des dynasties passées, mais elles ne se limitent pas au seul projet d'infrastructures. Elles dessinent une sphère d'influence où normes, investissements et dettes tissent une toile d'allégeance. Pour Pékin, Taïwan, la mer de Chine méridionale ou encore l'Asie centrale ne sont pas de simples voisinages. Ce sont les marges naturelles d'un empire en expansion qui entend avoir une influence mondiale.

La Russie, par sa géographie, par la mémoire des Tsars comme de l'URSS, entend oublier les affronts des années 1990. Son territoire est le plus vaste du monde. Le pays dispose toute à la fois

d'une énergie et de matières premières abondantes. Sa puissance militaire en Europe lui procure un avantage stratégique de première importance.

Les États-Unis, enfin, sont un empire paradoxal. Ils le sont par leur puissance économique et militaire, incomparable ; par leur monnaie, qui demeure l'axe central de la finance mondiale ; par leur culture, qui imprègne écrans, musiques, modes de vie. Mais ils sont aussi traversés par une tentation récurrente : l'isolationnisme. Depuis leurs origines, les Américains oscillent entre l'envie d'embrasser le monde et le désir de s'en protéger. La doctrine Monroe, formulée en 1823, posait déjà ce dilemme : « L'Amérique aux Américains ». L'Europe devait s'abstenir d'intervenir sur le continent américain ; en retour, Washington promettait de ne pas se mêler des affaires du Vieux Continent. Mais cette promesse n'a jamais résisté longtemps à la réalité des intérêts économiques et stratégiques. Deux guerres mondiales, la guerre froide, puis la mondialisation ont définitivement fait basculer les États-Unis dans une vocation impériale. Leur soft power – Hollywood, Silicon Valley, Harvard – complète leur hard power – bases militaires, porte-avions, sanctions extraterritoriales. Aujourd'hui, Donald Trump illustre parfaitement le dilemme américain. Sa stratégie commerciale comme militaire indique néanmoins clairement qu'il privilégie une vision néo-impérialiste à

travers la soumission du reste du monde aux règles qu'il promeut.

Ainsi, nous vivons un moment singulier : loin de l'illusion d'un monde post-impérial, le XXI^e siècle est redevenu un théâtre d'empires. Chacun revendique une zone d'influence : Pékin en Asie, Moscou en Eurasie, Washington à l'échelle planétaire. Ces empires se croisent, se heurtent, s'observent, dessinant une géopolitique fragmentée où le droit international peine à s'imposer.

Pour l'Europe, le constat est sévère. Elle demeure une puissance économique et commerciale de premier plan mais elle n'est pas, loin de là, un empire. Elle est fragmentée. Elle ne dispose pas d'un réel budget fédéral et encore moins d'une armée. L'intégration communautaire ne suffit pas à lui donner une cohérence stratégique.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

UNE POLITIQUE DE L'OFFRE AU MILIEU DU GUÉ

Le Président Emmanuel Macron est accusé de pratiquer une politique de l'offre au détriment de la demande, du pouvoir d'achat des salariés et de la consommation. Si depuis une dizaine d'années, l'accent a été mis sur les prélèvements supportés par les entreprises, en revanche, peu de mesures concrètes ont été prises pour améliorer l'offre.

Depuis 2014 et surtout depuis 2017, les gouvernements ont appliqué des politiques globalement favorables à l'offre, du moins en affichage. A été ainsi institué le CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) en 2013 qui allège le coût du travail pour les entreprises. celui-ci a été transformé en 2019 en un allègement durable des cotisations sociales des entreprises. Depuis 2017, le taux d'imposition des sociétés est passé de 33 % à 25 %. La cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) a été réduite depuis 2023, permettant de diminuer le poids des impôts de production payés par les entreprises de 3,7 % du PIB en 2020 à 3,2 % du PIB. Les indemnités pour licenciement ont été réduites depuis la fin de 2017. Depuis 2018, l'apprentissage bénéficie de la part des pouvoirs publics d'un soutien, bien que celui-ci ait été réduit en 2025. L'impôt sur la fortune (ISF) a été remplacé, en 2018, par l'impôt sur la fortune immobilière (IFI). Les produits du capital ont été soumis, à compter de 2018 également, à un prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital (PFU,

au taux de 30 %) en lieu et place de l'impôt sur le revenu. Les seuils sociaux pour les PME ont été simplifiés dans la loi Pacte de 2019.

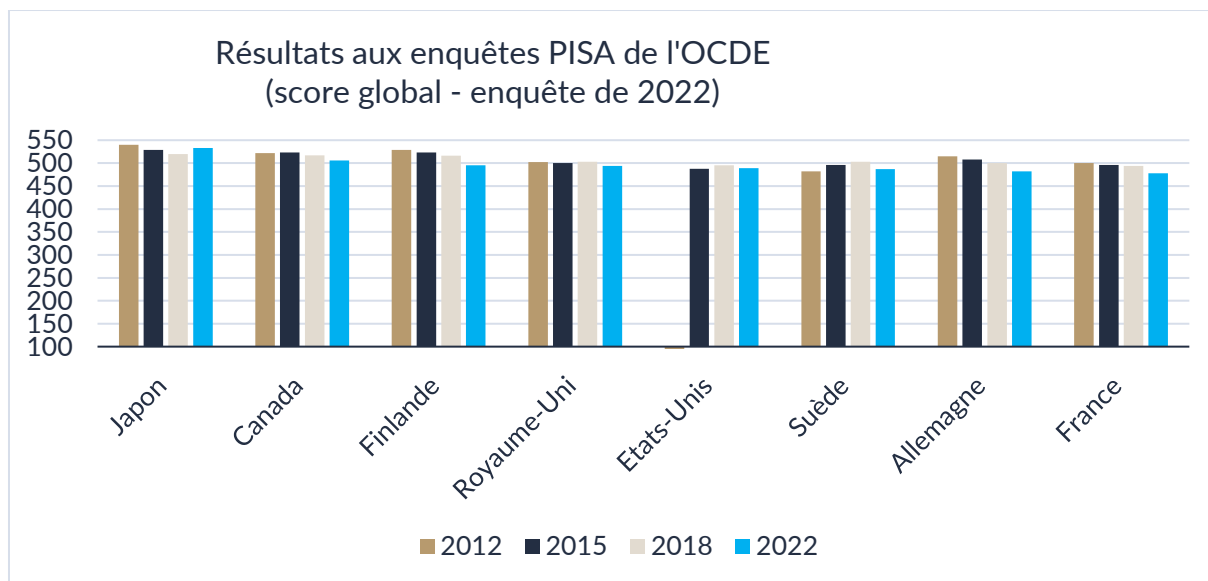
La politique de l'offre menée en France a été essentiellement une politique fiscale de l'offre, concentrée sur les baisses d'impôts. Cette baisse de la pression fiscale n'a pas, en revanche, été compensée par une réduction des dépenses publiques rapportées au PIB.

La stabilité des dépenses publiques rapportées au PIB résulte à la fois de la hausse nécessaire de certaines dépenses publiques (santé, dépenses militaires, dépendance) et de l'effet décevant de la politique de l'offre sur la croissance du PIB. De 2017 à 2024, la croissance moyenne est 1,15 % (hors effet covid). Cette croissance s'accompagne d'un recul d'un point de la productivité du travail. Le taux d'emploi a, en revanche, augmenté de 3 points permettant une diminution du taux de chômage. Avec le maintien d'un fort volant de dépenses publiques et la stagnation des recettes publiques, le déficit public s'est fortement accru. Il est passé de 3 % du PIB en 2019 à 5,6 % en 2024.

Les résultats de la politique de l'offre peuvent apparaître décevants, au vu de l'énergie mise en œuvre. Cette politique est contestée par certains économistes et certains hommes ou femmes politiques qui estiment nécessaire de relever sur les impôts sur les entreprises et sur les ménages les plus aisés.

Le problème est que les gouvernements ont mené une politique de baisse de la pression fiscale et non une politique globale de l'offre. Celle-ci supposerait une réforme du système éducatif et du système de formation professionnelle,

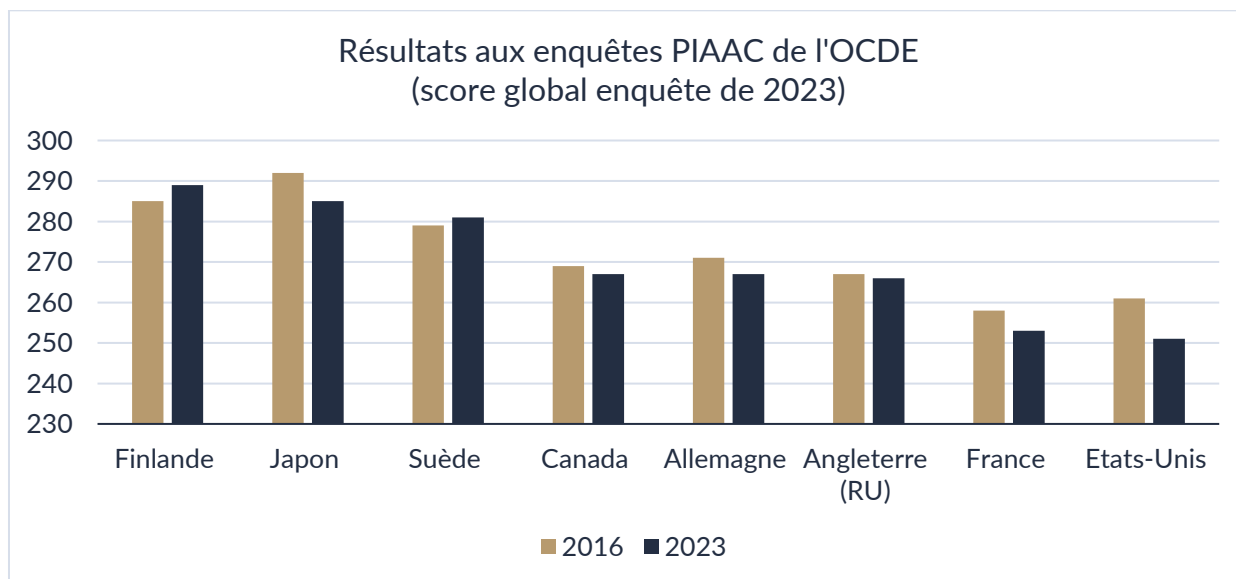
pour améliorer les compétences des jeunes. La France est en effet confrontée depuis des années à un niveau insuffisant des compétences de la population active.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

Le niveau scolaire mesuré par les enquêtes PIAAC apparaît

faible en France et tend à se dégrader.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

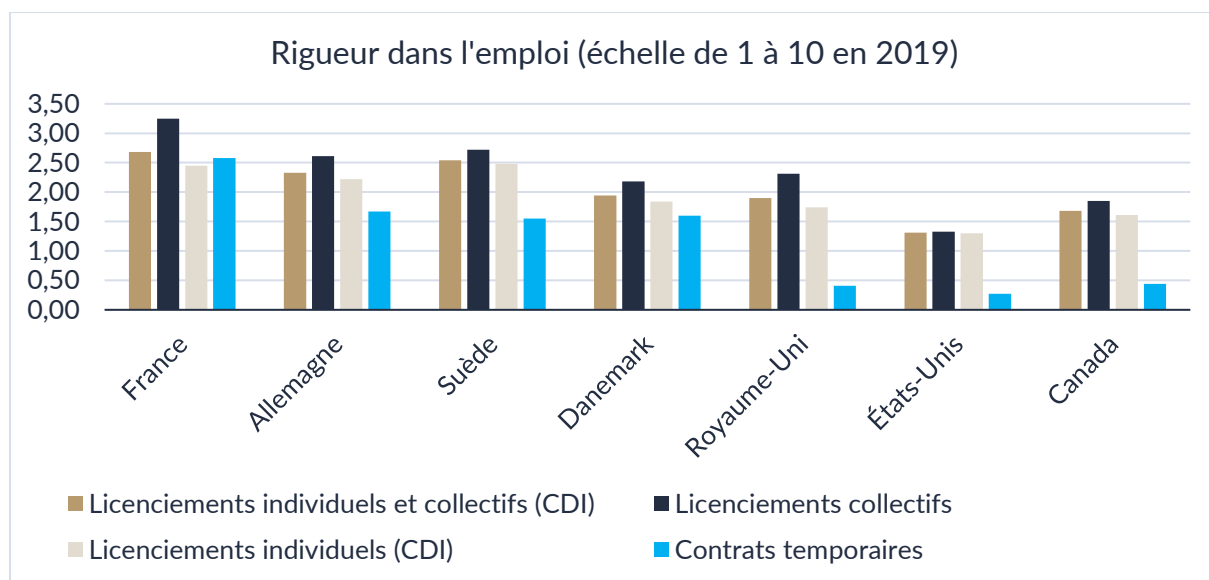
La France a entrepris une réforme des retraites en 2023 qui vise progressivement à porter l'âge légal à 64 ans, âge qui reste inférieur à la moyenne de l'Union européenne. Le taux d'emploi des 60/64 ans demeure nettement plus faible que celui des autres pays européens, 42 % en France contre 70 % au Danemark, en Allemagne ou Suède.

L'économie française est entravée par le nombre élevé des normes. Le Conseil d'État dénombre, au 25 janvier 2018, 80 267 articles législatifs et 240 191 articles réglementaires. Il a également recensé entre 60 et 80 actualisations par an du code général des impôts entre 2005 et 2018. Une réforme de l'État « à la suédoise » (avec des privatisations et une rationalisation de l'organisation de l'État), permettrait la réduction des dépenses publiques. En Suède, le poids des dépenses publiques est passé de

68 à 50 % du PIB de 1990 à 2024, prouvant qu'un pays ayant un État providence extrêmement développé peut réduire néanmoins ses dépenses publiques.

Une refonte du mode de financement de la protection sociale suppose une diminution du poids des cotisations sociales qui pèsent actuellement sur le travail salarié. Elles représentent 19 % du PIB en France, contre 14 % en Espagne ou 15 % en Italie. En revanche, leur poids est légèrement supérieur en Allemagne.

La France se caractérise par une forte protection de l'emploi. Cette dernière ralentit la mobilité sur le marché du travail et le transfert des salariés des entreprises moins productives vers des entreprises plus productives.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

La France aurait tout à gagner de passer de la protection de l'emploi à la protection des personnes, ce qui exige un effort de formation et de requalification important dès qu'une personne perd son emploi. Un exemple peut être trouvé au Danemark, où la durée moyenne du chômage est de 4 mois, contre 13 en France. Les demandeurs d'emploi bénéficient d'un suivi personnalisé au Danemark.

Les critiques de la politique de l'offre menée en France se concentrent sur le fait qu'elle n'a pas accru la production et donc n'a pas permis qu'un supplément de recettes fiscales soit obtenu. En

réalité, la France n'a mené, depuis 2017, qu'une politique de l'offre très partielle, se résumant à une baisse des impôts. Les réformes structurelles restent marginales et insuffisantes. Les obstacles à la croissance (système éducatif et système de formation professionnelle de faible qualité, âge précoce du départ à la retraite, excès normatif, mauvaise organisation de l'État, financement de la protection sociale reposant exagérément sur les salaires, protection très forte de l'emploi au détriment des personnes) n'ont pas été levés. Cette politique partielle de l'offre explique que la croissance n'a pas progressé.

HORIZON EXTERIEUR

L'EUROPE ÉCARTELÉE

Avec près de 450 millions d'habitants, l'Union européenne aime à rappeler qu'elle demeure un marché intérieur d'une taille comparable à celle des États-Unis ou de la Chine. Elle est la première puissance commerciale, étant tout à la fois un importateur et un exportateur majeur. En 2024, les échanges extra-européens représentaient près de 5 000 milliards d'euros. Le produit intérieur brut de l'Union européenne atteint près de 20 000 milliards de dollars. Il rivalise avec celui de la Chine (19 000 milliards de dollars) mais demeure environ un tiers plus faible que celui des États-Unis (29 000 milliards de dollars). Malgré ces chiffres flatteurs, le sentiment dominant est que l'Europe est confrontée à un réel déclin. L'Union européenne souffre de plusieurs faiblesses structurelles qui l'empêchent

d'occuper le rang qui devrait être le sien au vu de son poids économique.

Une forte dépendance à la Chine

L'Union européenne dépend de la Chine tant pour ses importations que pour ses exportations. En 2024, les importations de biens en provenance de Chine ont dépassé 500 milliards d'euros, contre 215 milliards d'euros d'exportations de l'Union vers la Chine, générant un déficit commercial de près de 300 milliards d'euros. La Chine est le premier fournisseur de l'Union, avec une part d'environ 21,3 % du total des importations européennes. La dépendance est quasi totale en matière de terres rares. Elle est également très élevée pour le matériel électronique, les éoliennes, les panneaux solaires et les

batteries. Plus de 42 % de l'électronique provenait de Chine en 2022, contre 27 % en 2011.

La dépendance de l'Union européenne vis-à-vis de la Chine est à la fois quantitative (en valeur) et qualitative (secteurs stratégiques, terres rares, composants électroniques, batteries). La concentration sectorielle et la montée progressive de cette dépendance rendent la diversification des approvisionnements cruciale. Sans la Chine, pour l'heure, l'Europe ne peut ni électrifier son parc automobile, ni verdir son mix énergétique, ni sécuriser son approvisionnement médical. L'Union européenne est ainsi piégée dans une double dépendance : vendre à la Chine pour croître, acheter à la Chine pour produire.

La dépendance concerne également les exportations. En 2017, la moitié des ventes du groupe Volkswagen était réalisée en Chine. Pour LVMH, 29 % du chiffre d'affaires mondial provient également de ce pays.

La pression croissante de l'allié américain : énergie, numérique et propriété intellectuelle

Il y a peu, l'Union européenne dégagait un excédent commercial important avec les États-Unis. Pour les biens, le solde de la balance commerciale a été positif en 2024, à hauteur de près de 200 milliards d'euros. Les États-Unis constituent un débouché majeur pour l'automobile, les équipements industriels, l'agroalimentaire et les produits médicaux. Le passage des droits de douane de 5 à 15 % pourrait réduire l'excédent commercial européen et peser sur la croissance.

L'Union européenne est également dépendante des États-Unis pour ses importations. En 2024, elle a importé pour 76,7 milliards d'euros de combustibles minéraux, lubrifiants et produits annexes (soit 16,5 % de ses importations dans ces postes), et pour 45,5 milliards d'euros de services numériques et télécoms (soit 37,7 % des importations). Elle a surtout versé 198,6 milliards d'euros de redevances liées à l'usage de la propriété intellectuelle (soit 78,7 % du total des importations dans ce domaine).

Les États membres de l'Union européenne sont, par ailleurs, fortement dépendants des États-Unis pour leur défense, ce qui n'est évidemment pas sans conséquence sur le plan politique.

L'Europe se trouve ainsi captive de la puissance énergétique américaine, de ses géants numériques et de son capital immatériel. Ce n'est pas un hasard si, lors du sommet du G7 de juin 2025, la règle de taxation minimale de 15 % sur les multinationales a été aménagée pour épargner les entreprises américaines qui réalisent une part significative de leurs bénéfices en Europe.

Le piège de la faiblesse

L'Union européenne est confrontée à une double dépendance, vis-à-vis de la Chine et des États-Unis, qui la prive de réelles marges de manœuvre dans les négociations. Elle est contrainte de trouver en permanence des compromis au prix de concessions importantes. Les menaces de rétorsion commerciale brandies par Bruxelles apparaissent peu crédibles : ni face à Washington ni face à Pékin, l'Union n'a nullement intérêt à

entrer dans une guerre tarifaire dont elle sortirait exsangue. Avec le vieillissement démographique en Europe, de nombreuses entreprises dépendent plus que jamais des marchés extérieurs. Toute sanction commerciale risquerait de remettre en cause leurs équilibres financiers. La pression américaine pour davantage de déréglementation et d'ouverture des marchés européens s'annonce difficile à contrer.

Quelques niches échappent encore à ce déséquilibre. Dans l'aéronautique, par exemple, les entreprises européennes sont intégrées aux chaînes de valeur américaines, ce qui leur confère une

certaine protection contre d'éventuelles hausses tarifaires.

Pour restaurer son pouvoir de négociation internationale, l'Europe doit combler son retard dans les technologies critiques et les matières premières stratégiques. Si elle veut demain réellement peser dans le concert des nations, elle devra non seulement diversifier ses approvisionnements et investir dans ses propres industries stratégiques. Elle devra aussi accepter de parler d'une seule voix. Faute de quoi, elle demeurera, face aux États-Unis et à la Chine, un vaste marché ouvert, mais sans épaisseur stratégique.

À L'HEURE DU PROTECTIONNISME

Depuis le début du mois d'août 2024, les produits européens exportés vers les États-Unis sont frappés de droits de douane de 15 %, contre seulement 5 % en janvier de la même année. Ce triplement des tarifs marque une rupture symbolique et économique majeure : pour retrouver des niveaux de droits aussi élevés dans l'histoire américaine, il faut remonter à la loi tarifaire Smoot-Hawley de 1930 qui avait porté le taux moyen à 19,8 %, avec les conséquences désastreuses que l'on connaît sur la Grande Dépression.

Amorcée dès le premier mandat de Donald Trump et relancée avec vigueur lors de son retour à la Maison Blanche, la politique commerciale des États-Unis s'inscrit dans une logique assumée de repli stratégique. Depuis 1947, date de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT), les droits de douane américains n'avaient cessé de

diminuer, passant sous la barre des 10 %, puis atteignant 5 % à la veille de la crise financière de 2008. Ce long cycle de libéralisation semble aujourd'hui révolu.

Un basculement vers une politique commerciale de puissance

En réintroduisant des droits élevés, les États-Unis affichent une volonté claire : réindustrialiser le territoire en limitant les importations de biens manufacturés, notamment en provenance de Chine et d'Europe. En 2024, en prenant en compte l'ensemble des mesures tarifaires spécifiques par pays, le taux global moyen de droits s'établit autour de 20 % pour les produits importés aux États-Unis. Ce chiffre masque une forte hétérogénéité : les exportations européennes sont taxées à 15 %, celles de l'Inde à 17 %, tandis que les produits chinois atteignent un taux prohibitif de 33 %.

Dans ce contexte, l'Union européenne a, pour l'instant, choisi de ne pas répliquer symétriquement. Elle maintient à 5 % ses droits de douane sur les produits américains, préférant préserver une forme de stabilité dans les échanges transatlantiques. Ce choix, qui pourrait être interprété comme un signe de faiblesse, peut aussi s'interpréter comme une stratégie de temporisation visant à éviter une spirale protectionniste dommageable pour l'économie mondiale.

Des motivations économiques et politiques mêlées

Le retour aux barrières douanières aux États-Unis répond à une logique autant politique qu'économique. L'administration Trump entend répondre à la fois à une base électorale sensible à la désindustrialisation et à un déficit commercial structurel. En 2024, ce déficit s'est élevé à près de 920 milliards de dollars pour les biens, creusant encore un déséquilibre persistant depuis plus de deux décennies.

Or, l'histoire économique montre que les droits de douane, loin de résoudre le déficit commercial, tendent à en modifier la composition sans en renforcer la dynamique. Leur effet premier est d'augmenter les prix à l'importation, ce qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages. Pour compenser cette pression inflationniste, Donald Trump a engagé des baisses d'impôts, au risque d'aggraver encore le déficit public. Il soutient que les recettes issues des droits de douane permettront de rééquilibrer le budget fédéral, une thèse que rejettent l'écrasante majorité des économistes.

L'Europe et la Chine : les deux puissances exportatrices fragilisées

Face à cette montée du protectionnisme américain, l'Union européenne et la Chine se trouvent directement exposées. Ce sont en effet les deux principales puissances exportatrices mondiales. En 2024, leurs excédents commerciaux en matière de biens s'établissaient respectivement à 992 milliards de dollars pour la Chine et 170 milliards pour l'Union européenne. Toutefois, une fois les services inclus, les deux zones affichent des excédents comparables, autour de 650 milliards de dollars.

La dépendance de ces deux régions aux exportations les rend particulièrement vulnérables à une contraction des échanges avec les États-Unis, principal importateur mondial. La perspective d'un ralentissement de la demande américaine pèse sur la trajectoire de croissance des deux zones. Plus encore à un moment où la Chine est engagée dans un processus de réorientation de son modèle économique et l'Europe peine à retrouver une dynamique industrielle forte.

Réponses monétaires divergentes

Ce choc exogène aura des effets différenciés selon les zones. Les banques centrales jouent ici un rôle essentiel d'amortisseur. En Chine comme en Europe, la réponse attendue est celle d'un assouplissement monétaire. Les taux directeurs devraient rester faibles, voire être abaissés, afin de soutenir l'investissement, le crédit et la demande interne pour compenser le recul des débouchés extérieurs.

À l'inverse, la Réserve fédérale américaine (Fed) se trouve confrontée à une situation délicate. La hausse des droits de douane risque d'alimenter l'inflation importée, ce qui contraindrait la Fed à maintenir des taux d'intérêt élevés pour ne pas perdre le contrôle de la stabilité des prix. Cette perspective contrarie les objectifs politiques de Donald Trump qui appelle ouvertement à une baisse des taux pour stimuler l'économie et favoriser sa réélection.

Cette tension entre l'exécutif et la banque centrale pourrait s'aggraver : certains proches du président évoquent la possibilité d'un changement à la tête de la Fed, en remplaçant Jerome Powell par un profil jugé plus conciliant. Une telle manœuvre, inédite depuis les années 1980, constituerait un tournant dans la gouvernance monétaire américaine et fragiliserait l'indépendance de la banque centrale.

HORIZON FINANCE

LES CRYPTOACTIFS : MAÎTRES DU MONDE FINANCIER !

Il n'y a pas si longtemps, dans les cercles feutrés de la haute finance, les cryptomonnaies suscitaient des sourires indulgents. Reléguées au rang d'expérimentations hasardeuses, parfois assimilées à des avatars numériques du jeu ou de l'arnaque, elles étaient regardées avec un scepticisme poli par les grands argentiers. Les plus orthodoxes ne voyaient dans les bitcoins, les jetons numériques et autres NFT qu'un miroir aux alouettes déconnecté des fondamentaux économiques. Ce monde était avant tout celui de la spéculation. Les partisans de la finance verte se plaignaient de leur côté du coût énergétique des nouvelles monnaies numériques.

Une nouvelle ère s'est ouverte avec le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche. Le 18 juillet 2025, le président américain lançait son propre jeton numérique, prélude à une offensive

réglementaire d'ampleur : le GENIUS Act. Ce texte confère un statut légal clair aux stablecoins – ces actifs numériques adossés à des monnaies traditionnelles, le plus souvent libellées en dollars –, leur retirant la qualification de titres financiers tout en exigeant une couverture intégrale par des actifs liquides et sûrs. En moins d'un mois, le secteur a changé de statut.

La tokenisation, ou la renaissance de la représentation financière

Loin des ambitions libertariennes de ses débuts au moment de la crise des subprimes, la finance crypto ne vise plus à renverser les institutions financières, elle en devient un des piliers. Ce qui se joue aujourd'hui n'est pas la fin de la monnaie, mais une redéfinition silencieuse de sa circulation, de sa forme, de son infrastructure. À la manière des ETF dans les années 1990 ou de la titrisation dans les années 1980,

la tokenisation transforme la manière dont les actifs sont conditionnés, échangés, rendus liquides.

263 milliards de dollars de stablecoins circulent aujourd'hui dans le monde, soit une hausse de 60 % sur un an. Selon Standard Chartered, ce montant pourrait atteindre 2 000 milliards à l'horizon 2028. JPMorgan, longtemps hostile à ces innovations, a récemment lancé son propre jeton, le Deposit Token, dans un retournement stratégique emblématique. Les actifs « tokenisés », pour l'instant plus modestes (25 milliards de dollars), ont doublé en un an. Quant à l'entreprise Robinhood, elle a lancé le 30 juin dernier plus de 200 nouveaux tokens à destination des investisseurs européens.

Des jetons aux usages tangibles

L'intérêt croissant pour les stablecoins tient à leur fonctionnalité. Ils permettent des paiements quasi instantanés, à très faible coût, en s'affranchissant des réseaux bancaires classiques. Pour les paiements transfrontaliers, souvent lents, coûteux, et fragmentés, ces outils sont particulièrement prometteurs. Amazon et Walmart songeraient à lancer leurs propres stablecoins, à l'instar de cartes-cadeaux numériques évoluées, capables de contourner les frais des réseaux Visa et Mastercard. À terme, l'ensemble du back-office bancaire et de la monétique pourrait ainsi être transformé.

Des parts de fonds monétaires, investis dans des bons du Trésor, peuvent être échangées sous forme de tokens adossés à des actifs sûrs, et utilisés à la

fois comme véhicule d'investissement et comme moyen de paiement. De tels fonds monétaires offrent un rendement de 4 % loin du 1,7 % du livret A. Le fonds tokenisé de BlackRock dépasse déjà les 2 milliards de dollars.

Des banques sous pression

Pour les banques, cette mutation est profondément disruptive. Les dépôts, jusqu'ici fondements stables du refinancement bancaire, deviennent vulnérables. Une fuite vers les fonds tokenisés ou les stablecoins pourrait fragiliser l'économie des bilans bancaires. Selon l'American Bankers Association, une perte de 10 % des dépôts de détail – soit environ 1 900 milliards de dollars aux États-Unis – provoquerait une augmentation du coût moyen de refinancement des banques de 2,03 % à 2,27 %. Les marges des banques risquent de diminuer. Ces dernières sont, par ailleurs, confrontées à la menace des monnaies digitales de banque centrale qui amplifierait le mouvement de disparition des dépôts.

Les nouveaux instruments financiers du monde de la crypto ne sont pas sans risques. Les tokens émis par Robinhood ne confèrent pas les droits associés aux actifs sous-jacents. Il s'agit de produits dérivés, répliquant performance et dividendes, mais sans droits de vote ni garantie d'accès au capital. En cas de faillite de l'émetteur, les détenteurs deviennent des créanciers ordinaires, sans protection particulière. Le cas de Linqto, fintech récemment mise en faillite, illustre les incertitudes profondes sur la propriété réelle des actifs.

La tentation du non coté, la complexité du droit

La tokenisation du capital non coté pourrait également modifier le monde de l'épargne. Cette tokenisation rend théoriquement possible une démocratisation inédite : permettre à des investisseurs particuliers d'accéder à des entreprises jusqu'ici réservées au capital-risque ou au private equity. Cette possibilité soulève des inquiétudes. Contrairement aux actions cotées, encadrées par des règles de transparence strictes, les parts tokenisées d'entreprises privées évoluent dans un entre-deux juridique. Liquides mais opaques, accessibles mais peu régulées, elles se situent à la frontière de la régulation financière. Aux États-Unis, le régulateur des marchés, la SEC, a rappelé, début juillet, que ces tokens demeurent des titres financiers et doivent respecter les obligations classiques de transparence et de protection des investisseurs. Face à la prolifération des structures hybrides, des véhicules non réglementés et des chaînes de valeur juridiquement floues, les régulateurs semblent courir après une innovation devenue difficile à circonscrire.

Vers une reconfiguration du système financier

La force de la crypto réside désormais dans sa banalisation. Elle infiltre les rouages de la finance traditionnelle : paiements, dépôts, trading, représentation d'actifs. Sa montée en puissance repose sur une promesse discrète mais redoutable : rendre liquide ce qui ne l'était pas, rendre programmable ce qui était rigide et, surtout, remettre en question les rentes structurelles du système financier.

Plus les stablecoins sont utilisés, plus ils deviennent perturbateurs. Plus les actifs tokenisés séduisent, plus ils fragilisent les équilibres existants. Ce n'est plus un marché parallèle, mais une architecture concurrente. La finance, dans son langage, ses outils, ses normes mêmes, est en train d'être reprogrammée.

La cryptofinance devient de plus en plus incontournable. Elle s'embourgeoise. Les ETF ont démocratisé l'accès aux cryptomanies. La tokenisation permet le passage des anciens actifs dans le monde de la blockchain.

À LA RECHERCHE DES VALEURS REFUGE

La question revient de manière récurrente à chaque période d'instabilité géopolitique ou économique : vers quels actifs les investisseurs se tournent-ils lorsqu'ils recherchent sécurité et stabilité ? Si le dollar américain est souvent désigné comme la monnaie de réserve par excellence, dans les faits, force est de constater que les comportements des investisseurs sont plus nuancés. L'analyse empirique des grandes crises de ce début de XXI^e siècle permet de dresser un bilan contrasté de la fonction de valeur refuge des différentes devises et de certains actifs tangibles.

Depuis 2000, l'économie mondiale a traversé une série de chocs majeurs :

- la crise Internet (1999-2000) ;
- la seconde guerre du Golfe (mars-mai 2003) ;
- la crise des subprimes (2007-2009) ;
- la crise des dettes souveraines de la zone euro (2010-2012) ;
- la pandémie de Covid-19 (mars 2020 à mai 2021) ;
- la guerre en Ukraine (depuis février 2022) ;
- les conflits au Proche-Orient, notamment à Gaza et autour de l'Iran (depuis octobre 2023).

L'étude de l'évolution du taux de change des principales devises internationales (dollar américain, euro, livre sterling, yen, franc suisse, renminbi), ainsi que du cours de l'or, lors de chacun de ces épisodes permet de dégager quelques enseignements solides sur la notion de valeur refuge.

Le dollar : valeur refuge partielle

Le dollar américain s'est apprécié lors de quatre crises sur sept : la bulle Internet, le Covid-19, la guerre en Ukraine, et dans une moindre mesure, les subprimes. Ces hausses ne traduisent pas uniquement un effet refuge, mais aussi une ruée vers la liquidité en période de panique. Les États-Unis disposant du marché financier le plus profond et liquide au monde, le dollar bénéficie d'une prime de sécurité structurelle. Néanmoins, son rôle refuge est moins systématique qu'on ne le croit : le billet vert ne se renforce pas automatiquement à chaque choc.

L'euro et la livre sterling : actifs sensibles au contexte régional

L'euro s'est apprécié lors de trois crises : la guerre du Golfe, les subprimes et le conflit à Gaza. Mais il a été durement affecté lors des tensions internes à la zone euro, en particulier pendant la crise des dettes souveraines. La livre sterling, quant à elle, a joué un rôle marginal de valeur refuge, ne s'appréciant que lors de deux crises – celles de la dette en zone euro et celle de Gaza. Ces deux devises pâtissent d'une perception plus régionale de leur stabilité, contrairement au dollar ou au franc suisse.

Le franc suisse : la constance d'un actif refuge

C'est le franc suisse qui apparaît comme la devise la plus régulièrement recherchée en période de crise. Il s'est apprécié dans six crises sur sept ; seule la crise des subprimes a échappé à cette

tendance. Cette régularité reflète la stabilité politique, budgétaire et monétaire de la Suisse, mais aussi la perception de neutralité du pays, y compris en période de conflit armé.

Le yen japonais : un actif refuge en déclin

Historiquement considéré comme une valeur refuge, Le yen n'a joué ce rôle que dans deux épisodes récents : la crise des dettes souveraines européennes et la pandémie de Covid-19. Depuis les années 2010, le vieillissement de la population, la stagnation économique et une politique monétaire très accommodante ont affaibli cette fonction traditionnelle.

Le renminbi chinois : émergence prudente

La devise chinoise (RMB) a connu une appréciation lors de deux événements : la crise des subprimes et la pandémie de Covid. Cette performance s'explique davantage par la stabilité macroéconomique relative de la Chine à ces moments-là que par un statut reconnu de valeur refuge. Le RMB reste soumis à des contrôles de capitaux et à une politique de change non totalement libéralisée, ce qui limite son attractivité en période de grande incertitude mondiale.

L'or : la valeur refuge par excellence

Le métal jaune s'est apprécié dans six crises sur sept. Seule la crise Internet (à une époque de désintérêt généralisé

pour les matières premières) ne s'est pas accompagnée d'une hausse significative du cours de l'once. L'or conserve, à travers les siècles, son statut d'actif ultime en période de doute systémique. Non soumis à la solvabilité d'un État ou d'une banque centrale, il représente une réserve de valeur universellement reconnue.

Une hiérarchie des refuges à relativiser

Les enseignements de ces vingt-cinq dernières années permettent de classer les actifs selon leur capacité à protéger les portefeuilles en temps de crise. Le franc suisse et l'or arrivent en tête, étant donné leur constance dans les périodes de turbulences. Le dollar, bien qu'inconstant, demeure également un refuge majeur en raison de la taille et de la profondeur des marchés américains offrant aux investisseurs des instruments liquides et rémunérateurs. Les autres devises jouent un rôle plus secondaire ou contingent.

Il convient néanmoins de rappeler que la valeur refuge n'est pas une qualité intrinsèque ni immuable : elle dépend des circonstances géopolitiques, du niveau de confiance dans les institutions émettrices et de la configuration des marchés financiers. L'or, le franc suisse et, dans une certaine mesure, le dollar constituent aujourd'hui les piliers de la sécurité financière en période de tempête. Toutefois, les transformations géoéconomiques à venir pourraient faire évoluer cette hiérarchie.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

L'ART COMME INDICATEUR AVANCÉ !

Dans un café parisien, deux présences se frôlent sans se toucher. Lui, absorbé ailleurs, une pipe aux lèvres ; elle, les épaules basses, l'œil perdu, contemple un verre d'absinthe dont le vert mousseux n'évoque ni fête ni consolation. En 1876, Degas présente « L'Absinthe ». Les critiques s'écharpent. Pour les uns, une leçon de morale contre l'oisiveté et le vice ; pour d'autres, la simple observation d'une humanité ordinaire. Un spectateur, choqué par l'allure négligée de la femme, la condamne... avant de se reprendre.

Un siècle et demi plus tard, la scène ne se lit plus seulement à travers le prisme du goût ou de la morale, mais à travers celui des données. Des milliers de regards contemporains, invités par le projet ArtEmis à exprimer ce qu'ils ressentent, y voient d'abord de la tristesse (plus de 60 %), un peu d'amusement (près de 20 %) et, pour une minorité, du contentement (10 %). Ces chiffres redessinent le monde de l'art. Ils permettent de mesurer la nature profonde des œuvres – ou du moins le ressenti subjectif de leurs contemplateurs. Avec la même méthode, il apparaît que Kandinsky incline vers l'amusement ou l'excitation, Monet vers la sérénité, Rembrandt vers la gravité. Les toiles britanniques ou danoises sont plus souvent perçues comme apaisantes que les italiennes ou espagnoles. L'Histoire aussi laisse sa marque : la guerre civile espagnole, la Contre-Réforme ou les grands conflits du XX^e siècle déplacent la balance

émotionnelle, comme un choc exogène bouleverse une courbe de demande.

Les artistes connaissent leurs cycles et les spectateurs aussi. Degas, vingt-cinq ans après « L'Absinthe », signe « Les Danseuses bleues » : diagonales lumineuses, mouvement suspendu, épure des lignes. La tristesse y est moins perçue par les admirateurs cent-vingt-cinq ans plus tard !

Le digital envahit l'art. Les biennales connectées, les expositions immersives, les plateformes numériques suivent à la seconde près la réaction des visiteurs. Les galeristes savent combien de temps un regard s'attarde, si l'admiration survit au premier choc, si la curiosité se transforme en désir d'achat. L'art est de plus en plus un monde de données. L'émotion devient un indicateur, presque une variable économique. Les œuvres qui accrochent vite mais s'éteignent rapidement ressemblent aux valeurs de croissance fragiles. Celles qui s'installent lentement mais durablement évoquent des obligations solides. Les plus rares combinent les deux : impact immédiat et rendement différé. C'est là qu'apparaissent, dans la continuité d'un Monet ou d'un Kandinsky, certaines signatures contemporaines capables de conjuguer la force du premier regard et la rémanence silencieuse.

L'art pratique en permanence la rupture, celle des âmes et celle des techniques. Aujourd'hui, plusieurs peintres se nourrissent de cet air du temps

numérique, combinant couleurs, vibrations émotionnelles, gestes et rythmes – comme chez l'artiste peintre canadienne, Stephanie MacKenzie, qui construit ses toiles au tempo d'une musique choisie. L'énergie de ses aplats, la tension des lignes, la respiration des vides donnent à voir ce qui, dans un marché saturé d'images, capte et retient. Ce n'est pas la brutalité d'un effet, mais l'architecture d'une émotion qui s'installe, comme une croissance organique dans un graphique économique. Le rythme du rap, de la techno ou les ondes des Dj sous les coups de pinceaux ou de crayons de Stephanie Mackenzie deviennent des indicateurs avancés de nos sociétés à la recherche de repères.

Les peintures sont les miroirs des sociétés. Une croissance économique élevée déplace légèrement la palette des couleurs : la part d'œuvres associées à la tristesse recule, celle du contentement progresse. L'ouverture économique agit de même : à la fin du XIX^e siècle, le commerce extérieur britannique explose, et l'art produit alors semble s'alléger, s'éclairer. Le libre-échange, défendu comme moteur de richesse, se révèle aussi assouplisseur d'humeur. Aujourd'hui, la peinture est de plus en plus empreinte de la violence de la rue, de la drogue et de l'emprise

des mafias sur la société. Elle exprime également l'importance de la sérénité intérieure, la recherche de beautés au-delà de la noirceur des temps.

Il serait exagéré de réduire l'art à une simple représentation de l'économie ou de la société. Les émotions ont leurs propres nuances indicibles. Cependant, leur observation fine peut livrer des signaux précoces. L'art peut se révéler comme un indicateur avancé. L'augmentation durable des œuvres perçues comme apaisantes peut précéder un regain de confiance ; la montée de la gravité, un repli, une crispation sociale. L'art n'annonce pas les chiffres, il murmure les tendances. L'Absinthe fut le thermomètre discret d'un XIX^e siècle partagé entre ivresse de la modernité et solitude urbaine. Certaines œuvres contemporaines, parfois nées d'un rythme pictural, captent le XXI^e siècle dans son balancement : vitesse de l'attention, lenteur de l'assimilation.

Les économistes aiment les indicateurs robustes ; les artistes livrent, des climats. Et dans ce dialogue entre chiffres et couleurs, on devine que la véritable prévision économique n'est peut-être pas dans les tableaux statistiques... mais dans les tableaux tout court.

DÉFENSE : LES LIMITES DE L'EXERCICE

Par une journée glaciale de juin, au large du Groenland, Emmanuel Macron, président de la République française, et Mette Frederiksen, Première ministre danoise, montaient à bord d'une frégate danoise dans un geste de solidarité résolue : défendre ce territoire éloigné de toutes les grandes routes commerciales, peuplé de moins de 60 000 habitants — une petite préfecture française. « *Le Groenland n'est ni à vendre, ni à prendre* », déclara M. Macron. Mais au-delà de ce message adressé à Washington, le chef de l'État français lançait un appel clair aux Européens : cesser leur dépendance stratégique vis-à-vis des États-Unis et apprendre à faire bloc.

Depuis son élection en 2017, Emmanuel Macron plaide pour une « *autonomie stratégique européenne* ». Longtemps perçue par les alliés atlantiques de la France comme une forme de nostalgie gaullienne — voire comme une tentative à peine voilée de saper l'alliance transatlantique —, cette idée connaît aujourd'hui un regain d'intérêt. Le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche a ébranlé les capitales européennes. Même Friedrich Merz, le chancelier allemand, en appelle désormais à une « *indépendance* » vis-à-vis des États-Unis, tout en souhaitant ardemment, dans le même temps, arriver à un accord commercial avec ces derniers afin de préserver les intérêts de l'industrie automobile allemande.

Le problème de la France est que ses ambitions dépassent ses moyens, ses capacités — et les autres États membres le savent. Elle s'illusionne sur son

pouvoir, sur sa capacité à infléchir le cours des choses. Les mémoires d'Angela Merkel sont révélatrices de l'incapacité française à peser réellement sur les événements. L'ancienne chancelière indiquait que lors des grandes crises — subprimes, dettes publiques — la France, contrairement aux affirmations de ses présidents, a été contrainte de suivre les positions américaines ou allemandes.

Face aux menaces géopolitiques, la France ne dispose d'aucune marge de manœuvre budgétaire, à la différence de l'Allemagne. L'augmentation des dépenses militaires sera un exercice délicat pour un pays déjà sous pression. Selon la Commission européenne, le déficit public français atteindra 5,6 % du PIB en 2025, comme en 2024. La dette publique continue inexorablement de progresser et devrait se rapprocher des 120 % du PIB — un ratio dépassé uniquement par la Grèce et l'Italie. Or, faire passer l'effort de défense de 2 % à 3,5 % du PIB d'ici à 2035, comme l'a acté le dernier sommet de l'OTAN, impliquerait d'aller au-delà du doublement du budget militaire actuel, soit une hausse de près de 80 milliards d'euros en valeur courante. Nul ne sait comment financer un tel surcroît de dépenses, sachant que le pays devra réaliser 100 milliards d'euros d'économies d'ici à 2029. Si un consensus existe sur la défense, il reste à construire sur le front des finances publiques.

L'annonce du plan portant sur 44 milliards d'euros d'économies ou de hausses d'impôts pour le budget 2026 a été condamnée par de nombreux partis

politiques. L'objectif de ramener le déficit à 4,6 % du PIB en 2026, en promettant un gel généralisé des budgets — à l'exception de la défense — et la suppression de deux jours fériés, n'a reçu qu'un assentiment discret, essentiellement de la part de Renaissance et du MoDem. Dans le même temps, quelques jours auparavant, le président de la République, évoquant une liberté « *plus menacée que jamais depuis 1945* », avait promis 6,5 milliards d'euros supplémentaires pour la défense sur deux ans.

Pour sortir de l'ornière budgétaire dans laquelle elle se débat, la France espère à nouveau trouver des solutions à Bruxelles. Un rapport publié en mai par France Stratégie plaide ainsi pour un recours à l'endettement commun au niveau européen afin de cofinancer l'effort de défense. « *Il n'existe pas de solution miracle* », reconnaît Clément Beaune, directeur de l'organisme et ancien ministre des Affaires européennes. « *Mais pour la première fois, l'Union européenne prend conscience de l'existence d'une menace commune et d'un besoin partagé de réarmement.* » Face au réarmement russe et à l'imprévisibilité américaine, un financement commun serait, selon Camille Grand, ancien secrétaire général adjoint de l'OTAN,

une « *excellente option* » pour la France et pour la sécurité collective européenne.

Cette option a toutefois une limite : elle n'est envisagée que par la France. Elle se heurte en particulier au scepticisme tenace des pays dits « frugaux », emmenés par l'Allemagne. Pour les convaincre, la France devra prouver qu'elle engage un effort crédible sur le plan national. Le débat récurrent sur l'abrogation de la réforme des retraites de 2023 et la perspective de l'élection présidentielle de 2027 n'ont rien de rassurant pour ses partenaires. Ces derniers estiment que l'heure de vérité — celle d'un ajustement brutal — pourrait survenir d'ici deux à quatre ans, avec des risques systémiques non négligeables. L'Italie, l'Espagne, le Portugal, et même la Grèce, sont revenus de l'enfer budgétaire en adoptant des réformes courageuses et impopulaires. Pour l'instant, les gouvernements français s'y refusent. Il n'est pas certain que la mansuétude des marchés dure encore longtemps, surtout si l'instabilité politique devait s'installer durablement.

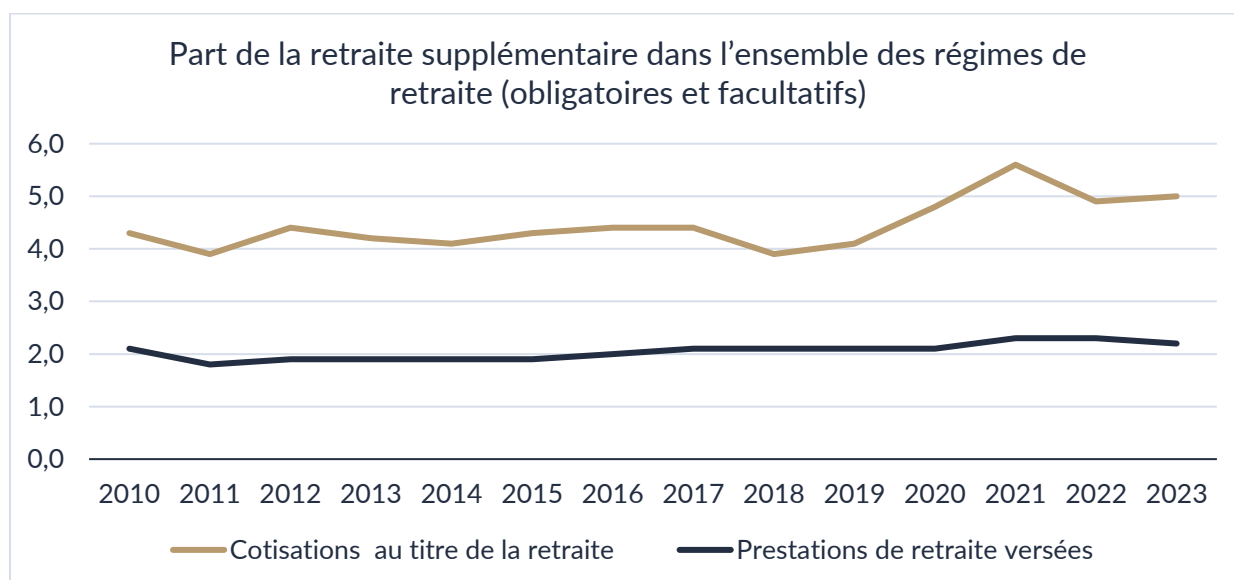
En visitant le Groenland, Emmanuel Macron a pu méditer sur l'exemple danois qui a porté son effort de défense à 3 % du PIB et l'âge de la retraite à 70 ans.

POINTS DE REPÈRE

ÉPARGNE – RETRAITE : DES MARGES DE PROGRESSION CERTAINES !

Selon la DREES, service statistique du ministère de la Santé, près de 20 millions de contrats d'épargne retraite à titre individuel ou collectif étaient détenus, en 2023, par les Français pour un encours de près de 282 milliards d'euros. Les cotisations de

la retraite supplémentaire représentait 5 % de l'ensemble des cotisations de retraite quand les prestations représentaient 2,2 % du montant des pensions servies aux Français. Au sein des pays de l'OCDE, en moyenne, ce dernier ratio est de 15 %.



Cercle de l'Épargne – données DREES

RÉSILIENCE DU TAUX DE MARGE EN FRANCE

En moyenne au 2^e trimestre 2025, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à France Travail et tenus de rechercher un emploi (catégories A, B, C) s'établit, selon la DARES, à 5 612 100. Parmi eux, 3 212 400 sont sans emploi (catégorie A) et 2 399 700 exercent une activité réduite (catégories B, C).

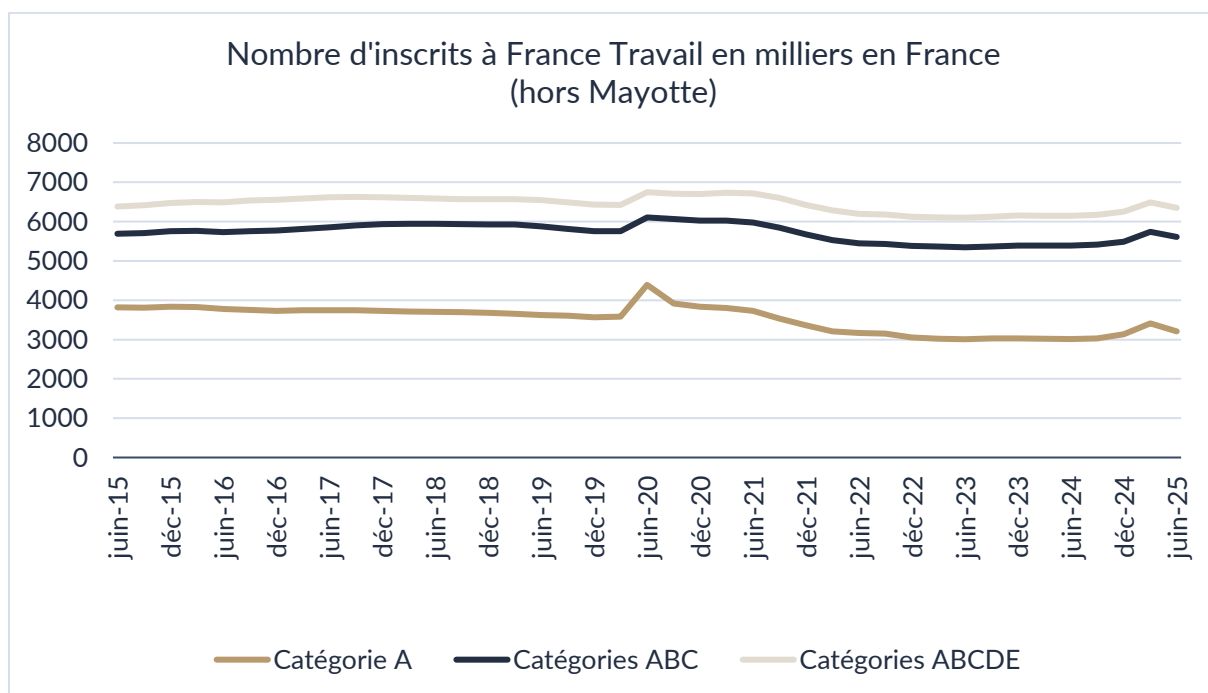
Au 2^e trimestre 2025, le nombre de personnes inscrites à France Travail qui ne sont ni en attente d'orientation ni en parcours social (catégories A, B, C, D, E)

recule de 2,2 % (-141 200) et augmente de 3,4 % sur un an. Le nombre de demandeurs d'emploi en catégories A, B, C baisse de 2,2 % sur le trimestre (-126 000) et augmente de 4,1 % sur un an. Le nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A diminue de 5,7 % (-195 700) ce trimestre et augmente de 6,6 % sur un an.

Sur un champ non affecté par l'inscription automatique de nouveaux publics, hors bénéficiaires du revenu de

solidarité active (RSA) et jeunes en parcours contractualisé d'accompagnement vers l'emploi et l'autonomie (Pacea), en contrat d'engagement jeune (CEJ) ou en accompagnement intensif des jeunes (AIJ), le nombre de demandeurs d'emploi en catégorie A baisse de 3,9 % ce trimestre et croît de 6,0 % sur un an.

Malgré une conjoncture maussade, la situation de l'emploi ne se détériore pas massivement en France. Les entreprises restent prudentes en matière de gestion de leur personnel, préférant ne pas licencier de peur de ne pas retrouver de main-d'œuvre disponible en cas de la hausse de la demande.



Cercle de l'Épargne – données DARES

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
Dettes publiques 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 % (29/08/2025)	3,512	2,715	3,615	3,322	-

*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	29 août 2025	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	7 703,90	-1,60	+1,18	7 380,74
DAXX	23 919,62	-0,88	+26,99	19 909,14
Footsie 100	9 197,45	+0,77	+9,86	7 451,74
Eurostoxx 50	5 351,73	-0,31	+7,95	4 895,98
Dow Jones	45 517,48	+1,97	+10,11	42 544,22
Nasdaq Composite	21 455,55	+1,69	+22,48	19 310,79
S&P 500	6 460,27	+1,32	+15,44	5 881,63
Nikkei	42 718,47	+4,20	+12,09	39 894,54
Shanghai Composite	3 857,93	+7,23	+35,10	3 351,76
Euro/dollar	1,1701	+0,67	+4,55	1,0380
Once d'or (USD)	3 447,32	+3,84	+36,77	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	68,16	-6,18	-14,86	74,30
Bitcoin (USD)	108 500,94	-7,5	+82,20	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 faire 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