

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
Le choc des empires	2
HORIZON FRANCE	4
Il y a encore un peu d'espoir en France....	4
France : la croissance quand malgré tout.....	6
HORIZON EXTERIEUR.....	13
Et si le problème de l'Europe, c'était celui de la mobilité	13
Le modèle indien de développement sur la corde raide.....	15
HORIZON FINANCE	18
Les marchés peuvent-ils craquer ?	18
La fin de l'indépendance de la FED est-elle envisageable ?	21
AU-DELÀ DE L'HORIZON	23
Pourquoi avons-nous besoin d'art ?	23
Quand le soleil fait de la résistance.....	24
POINTS DE REPÈRE	26
Crise sans fin du logement en France !	26
Pas de trêve dans la hausse de la dette publique en France	27
Tableau de bord des marchés financiers	28
Les statistiques économiques	29

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LE CHOC DES EMPIRES



Juste avant la Révolution, en 1789, la France, au bord de la faillite, n'avait plus les moyens de son ambition internationale. Louis XVI avait l'intention de nouer une alliance avec l'Autriche et la Russie, mais l'État, surendetté, ne disposait plus d'une armée en mesure de porter efficacement assistance à ses alliés. Les projets de Necker, ministre des Finances, restaient lettres mortes faute de consensus et de marges de manœuvre budgétaires. La convocation des États généraux, en mai 1789, a rapidement débouché sur l'effondrement de la monarchie absolue de droit divin, qui n'était plus qu'un château de cartes. Les libelles, souvent truffés de fausses informations, ont aussi contribué à discréditer le régime. La Révolution est née de la crise des finances publiques et d'un profond sentiment d'injustice sociale. Même si le système politique évoluait déjà, en donnant davantage de poids à la bourgeoisie, une soif de rupture s'est exprimée, nourrie par les écrits des philosophes des Lumières. La perte de légitimité de la noblesse a joué un rôle décisif : chargés de la défense et de l'administration du pays, les nobles avaient, par confort, laissé nombre de leurs fonctions aux roturiers, tout en conservant leurs privilèges fiscaux et symboliques. Accusés d'accaparer une part croissante de la richesse sans y

contribuer, ils sont devenus les cibles de la colère populaire. En quelques semaines, autour du 14 juillet 1789, le pays a basculé dans un autre monde : un enchaînement de remises en cause, comme un jeu de dominos, a provoqué l'effondrement d'institutions séculaires.

La France de 2025 n'est pas celle de 1789, loin de là. Le système politique demeure démocratique. L'armée française reste l'une des plus puissantes d'Europe. Mais la légitimité des dirigeants est fragilisée. Les « fake news » pullulent sur la toile. La dette publique affaiblit le pays. Aucun consensus n'existe pour la maîtriser, et encore moins pour la réduire. Les élites, souvent déconsidérées, sont accusées d'être à l'origine de la débâcle financière, même si la responsabilité est collective. Depuis quarante ans, les gouvernements ont acheté du temps à coups de déficits. Désormais, l'heure des comptes semble avoir sonné. Avec une croissance potentielle limitée à 1 % et des taux d'intérêt avoisinant 3,6 %, la France devrait dégager un solde primaire excédentaire — c'est-à-dire un excédent hors charge de la dette. Cela supposerait un effort supérieur à 120 milliards d'euros, soit près de trois fois le montant du plan de redressement proposé par François Bayrou et rejeté par l'Assemblée nationale. À force de différer les décisions, le pays risque un dérapage incontrôlé qui pourrait le conduire au précipice, synonyme de mise sous tutelle humiliante. Certains avancent que la France est « *trop importante pour chuter* »,

mais cela n'empêcha pas le Royaume-Uni, dans les années 1970, de dépendre du FMI, ni ce même pays, plus récemment, d'abandonner sous la pression des marchés un budget jugé irréaliste.

Depuis des décennies, par faiblesse, par peur de la rue, par démagogie, les gouvernements ont laissé filer les déficits. Leur objectif n'a jamais été de ramener le déficit à zéro, mais de le maintenir au mieux sous les 3 % du PIB. Cela n'a été atteint qu'exceptionnellement. La France doit se défaire de cette mauvaise habitude de l'« argent facile », qui ne l'est plus. Longtemps, la dépense publique a

permis de différer les adaptations et les réformes. Elle a servi de béquilles. Mais loin de protéger les Français, elle a fini par affaiblir économiquement le pays, sans empêcher la montée des inégalités. Le système public s'est retourné contre lui-même, fonctionnant comme une drogue, avec un syndrome aggravé de dépendance. Le problème est que, pour l'heure, nul ne paraît vouloir engager la cure de désintoxication indispensable.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

IL Y A ENCORE UN PEU D'ESPOIR EN FRANCE....

C'est bien connu, la France est le pays de la haute cuisine et de la haute couture, de l'élégance et de l'esthétique, de la sophistication et du charme. Ces stéréotypes ne sont pas totalement usurpés. Les plus grandes entreprises françaises appartiennent au secteur du luxe : LVMH, Hermès, Kering, L'Oréal, etc. Mais au-delà de ce secteur florissant, dont la valeur repose tout à la fois sur la tradition et sur un savoir-faire en matière de marketing, l'économie française est souvent présentée comme peu dynamique. La croissance du PIB demeure en effet faible et la balance commerciale fortement déficitaire. Avec la dérive des comptes publics, les investisseurs sont nerveux.

Les capital-risqueurs ont connu un deuxième trimestre atone, le plus mauvais en France depuis plus de cinq ans, selon PitchBook. Les fonds de private equity peinent à identifier des cibles prometteuses. L'indice CAC 40 se classe dernier parmi les grandes places boursières mondiales sur un an. Sa hausse de 4 % n'a représenté qu'un tiers de celle du FTSE 100 britannique et du Dow Jones américain. Les actions japonaises ont progressé de 20 %, les canadiennes de 25 %, celles de Hong Kong de 50 %. Les marchés allemands, italiens et espagnols se sont appréciés d'environ un tiers.

Minés par la guerre commerciale déclenchée par Donald Trump et par la morosité croissante des acheteurs chinois, LVMH et Hermès ont perdu près de 200 milliards d'euros de

capitalisation depuis la mi-février, soit environ 30 % de leur valeur cumulée. Malgré ces déboires, certaines entreprises françaises résistent. Danone, Orange Télécom et Société Générale figurent ainsi parmi les bonnes surprises de l'année. En janvier, quiconque avait acquis leurs titres en 2020 n'avait quasiment rien gagné, dividendes compris. Mais depuis, ces trois groupes figurent parmi les meilleures performances mondiales de leurs secteurs respectifs, leurs actions progressant de respectivement 15 %, 40 % et 100 %. Danone récolte les fruits de son repositionnement sur les produits laitiers et les eaux minérales. La Société Générale profite d'un plan de redressement entamé il y a deux ans. Orange, selon JPMorgan, s'apprête à connaître une année « décisive » grâce à la maîtrise de ses dépenses et à un contexte réglementaire européen désormais plus favorable aux rapprochements.

Les petites capitalisations françaises sont aussi moins vulnérables aux secousses mondiales causées par la politique commerciale erratique de Donald Trump. L'indice MSCI des petites valeurs françaises a augmenté de 15 % depuis janvier, soit trois fois plus que le CAC 40 et presque autant que le DAX allemand. Ces « petites valeurs françaises » ont aussi surpassé leurs homologues américaines du Russell 2000 et même devancé le Nasdaq, pourtant dopé par l'engouement en faveur de l'intelligence artificielle.

Depuis 2019, les bénéfices opérationnels d'Engie et de Veolia ont plus que doublé, soit une croissance deux fois plus rapide que celle de la moyenne de leurs concurrents mondiaux. Leur rentabilité du capital est supérieure. Saint-Gobain, spécialiste des matériaux de construction, dépasse la plupart de ses pairs. Vinci affiche la marge opérationnelle la plus élevée parmi les grands groupes de BTP occidentaux et domine en valeur avec 73 milliards de dollars de capitalisation. Schneider Electric et Legrand, dans l'équipement électrique, ont surpassé la majorité de leurs concurrents en croissance des ventes.

La France conserve par ailleurs des atouts dans les secteurs de la haute technologie. La start-up Mistral est devenue un acteur

réputé de l'intelligence artificielle hors États-Unis et Chine, attirant récemment 1,3 milliard d'euros d'ASML, une entreprise néerlandaise de semi-conducteurs. Airbus a réussi à doubler Boeing. Les Chantiers de l'Atlantique sont une référence pour la construction de navires de croisière. Les entreprises de la défense comme Dassault, Nexter, MBDA, DCNS, Safran, etc., confirment aussi ce dynamisme.

L'économie française dispose encore d'atouts importants grâce à la présence d'entreprises qui figurent parmi les plus importantes de la planète. Elles ne bénéficient pas toujours du soutien de la population, qui préfère parfois vanter les succès de leurs concurrentes. Nul n'est prophète en son pays.

FRANCE : LA CROISSANCE QUAND MALGRÉ TOUT

Dans sa note de conjoncture du mois de septembre, l'INSEE souligne la résilience de l'économie française malgré un contexte difficile. La bonne tenue de l'activité touristique et la production d'avions et de navires soutiennent l'économie. En revanche, la consommation des ménages demeure atone.

UN CONTEXTE MONDIAL COMPLEXE

Après une forte progression au premier trimestre 2025 (+1,3 %) en raison des achats de précaution réalisés par les importateurs américains (+8,4 % pour les importations), le commerce mondial a connu un repli au deuxième (-0,3 %). L'effet des droits de douane américains a été en partie compensé par l'intensification du commerce intra-asiatique, reflétant la capacité des industriels chinois à rapidement diversifier leurs débouchés. Au Vietnam, par exemple, les importations venant de Chine et les exportations à destination des États-Unis ont fortement augmenté.

Après la prolongation, pour trois mois, de la trêve tarifaire américaine avec la Chine début août, un accord conclu fin juillet avec l'Union européenne a relevé de 15 % les droits sur de nombreux produits en provenance du Vieux Continent, tandis que des hausses sont intervenues durant l'été vis-à-vis d'autres pays. L'ensemble de ces mesures a porté le taux effectif moyen des droits de douane à près de 18 %. Ce protectionnisme américain devrait peser sur le commerce mondial sans pour autant provoquer sa baisse. Celui-ci progresserait de +0,4 % par trimestre au second semestre. À l'automne, il augmenterait ainsi de +1,9 %

en glissement annuel. L'effet des droits de douane est évalué à un point par l'INSEE.

Détente sur le marché des matières premières et de l'énergie

Sur les marchés des matières premières, la pression continue de diminuer malgré des soubresauts car la résurgence des tensions commerciales et la faiblesse persistante de l'économie chinoise pèsent sur les perspectives de demande. Depuis juin, les cours du pétrole ont été marqués par une forte volatilité : après un pic en juin provoqué par le conflit de douze jours entre l'Iran et Israël, le prix du baril de Brent s'est replié en dessous de 70 dollars à la faveur du cessez-le-feu. L'INSEE table sur un baril de Brent relativement stable, autour de 68 dollars. Le prix du gaz, quant à lui, se maintient en dessous de 35 €/MWh, en baisse de 15 % sur un an.

Baisse des taux d'intérêt en lien avec la décrue de l'inflation

Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a déjà réalisé huit baisses de taux depuis juin 2024 : le taux de la facilité de dépôt est passé de 4,0 % à 2,0 %. Cette décrue a été rendue possible par la diminution de l'inflation qui ne s'élevait en zone euro qu'à 2,1 % en août, contre plus de 10 % trois ans plus tôt. L'INSEE table sur la poursuite, de cette politique d'assouplissement monétaire d'ici la fin de l'année.

Aux États-Unis, l'orientation de la politique monétaire est plus incertaine en raison de la résurgence inflationniste provoquée par la politique commerciale de Donald Trump. La Réserve fédérale a

de nouveau maintenu ses taux lors de sa réunion de juillet. Elle devrait néanmoins les assouplir durant l'automne, tout en les maintenant à un niveau significativement plus élevé qu'en Europe.

La transmission des assouplissements monétaires aux agents privés est affaiblie par la réduction de la taille du bilan des banques centrales et l'abondance de dette publique. Dans ce contexte, les taux appliqués aux agents privés diminuent moins fortement que les taux directeurs, limitant la reprise de l'investissement. Les forts besoins de financement des administrations publiques concourent également au maintien de taux longs plus élevés que dans le passé.

Une baisse de l'activité aux États-Unis attendue

Aux États-Unis, l'activité a progressé de +0,8 % au deuxième trimestre 2025, après - 0,1 % en début d'année, en phase avec l'évolution des importations depuis janvier. La demande intérieure privée hors stocks est restée dynamique dans la première partie de l'année (+0,5 % par trimestre au premier semestre). Si les fondamentaux concernant les entreprises demeurent positifs, le marché du travail semble se retourner. Les créations d'emplois et les indices ISM d'emploi fléchissent dans l'industrie comme dans les services, et le taux de rotation de la main-d'œuvre se situe à un niveau bas, signe d'un pouvoir de négociation plus favorable aux employeurs.

Ce fléchissement de l'emploi provient en partie du ralentissement de la population active, dans le sillage de la politique migratoire restrictive mise en place par la nouvelle administration. Il ne

s'accompagne pas d'une hausse marquée du taux de chômage mais pourrait peser progressivement sur le revenu des ménages et donc sur la consommation.

À court terme, la croissance resterait soutenue par une demande encore robuste au troisième trimestre (+0,5 %), stimulée par des achats anticipés de véhicules électriques avant l'extinction des aides fédérales prévue pour fin septembre dans le cadre du plan budgétaire de la nouvelle administration. Néanmoins, le ralentissement de l'emploi et le regain d'inflation provoqué par l'instauration des barrières tarifaires finiraient par gripper l'activité en fin d'année. La croissance tomberait à +0,3 % au quatrième trimestre, pour atteindre +1,9 % sur l'ensemble de 2025, après +2,8 % en 2024.

Europe : espoir d'un rebond de l'investissement

Au deuxième trimestre 2025, l'activité de la zone euro n'a augmenté que de +0,1 %, pénalisée par le repli du PIB dans les économies qui avaient bénéficié de la hausse des importations américaines au cours de l'hiver. L'Allemagne a ainsi connu une baisse de son PIB de 0,3 % au deuxième trimestre (après +0,3 % au premier). En Italie, le PIB a reculé de 0,1 % après +0,3 %. À l'inverse, l'Espagne maintient une forte croissance (+0,7 % après +0,6 %), portée par la consommation privée et un investissement soutenu. En France, la croissance a bien résisté (+0,3 %), soutenue par l'aéronautique et le tourisme.

Hors zone euro, le Royaume-Uni conserve un rythme correct de croissance (+0,3 % après +0,7 %), porté par les dépenses

publiques et une contribution positive des exportations, notamment de services.

Pour la fin de l'année, les enquêtes de conjoncture confirment la persistance des divergences entre les économies européennes, avec une Allemagne toujours à la peine, tandis que l'Espagne et dans une moindre mesure l'Italie, bénéficient d'une conjoncture plus favorable.

En Espagne, la croissance atteindrait +0,6 % par trimestre au second semestre. Le pays profite de l'arrivée continue d'une immigration d'Amérique du Sud plutôt qualifiée et, côté demande, du soutien du plan de relance européen. En Italie, l'activité conserverait un rythme modéré (+0,2 % au troisième trimestre, comme au quatrième). L'investissement en équipement serait en hausse, mais celui en construction commencerait à se replier.

L'Allemagne devrait se contenter d'une croissance de +0,1 % au troisième trimestre et de +0,2 % au quatrième. La consommation privée et l'investissement se redresseraient progressivement, mais la contribution du commerce extérieur resterait négative, reflétant des pertes de parts de marché persistantes. En France, malgré le manque de moral des consommateurs et des entreprises de services, l'activité résisterait avec une croissance de +0,3 % au troisième trimestre et de +0,2 % au quatrième, soutenue ponctuellement par quelques branches échappant à l'atonie ambiante (énergie, agriculture, aéronautique, marché immobilier, tourisme). Au Royaume-Uni, la croissance faiblirait (+0,2 % par trimestre), tirée par la consommation privée mais pénalisée par

le repli de l'investissement public après un pic en début d'année.

Si l'activité s'accélérait en 2025 en zone euro (+1,4 % après +0,8 % en 2024), cette dynamique ne concernerait pas les quatre principales économies de la zone qui, prises ensemble, garderaient peu ou prou le même rythme de croissance qu'en 2024. La demande intérieure progresserait modérément, sous l'effet de la reprise de l'investissement et d'une consommation des ménages mieux orientée, en Allemagne et en Espagne notamment. De ce fait, la demande mondiale adressée à la France progresserait de +3,1 % en 2025 et serait donc nettement plus dynamique que le commerce mondial, ce dernier étant principalement entravé par le ralentissement des flux à destination des États-Unis, avec qui les liens commerciaux de la France sont plus ténus.

PETITE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE EN FRANCE

En France, la croissance du PIB au deuxième trimestre 2025 s'est établie à +0,3 %. Ce bon résultat s'explique pour l'essentiel par le dynamisme de la production manufacturière en juin, en particulier dans l'aéronautique, et par la hausse continue du solde touristique.

En revanche, la demande intérieure finale demeure atone au deuxième trimestre (contribution de +0,1 point). La consommation des ménages résidents a déçu. À l'inverse, la consommation des non-résidents est dynamique. Les dépenses en hébergement-restauration ont fait preuve d'une belle tenue (+0,3 %). La consommation en produits manufacturés a progressé (+0,8 %) grâce au rebond de la consommation alimentaire

et à la hausse des achats de carburants, stimulés par la baisse des prix à la pompe. La consommation en énergie du logement s'est repliée sous l'effet des températures douces du début de printemps (-4,7 %).

L'investissement des ménages a, quant à lui, de nouveau progressé (+0,4 %) : leur investissement résidentiel s'est presque stabilisé (-0,1 %) et leur investissement en services, constitué des frais de notaire et d'agence, continue de remonter la pente (+2,3 %) malgré le relèvement de la fiscalité sur les transactions immobilières par la plupart des départements au printemps. L'investissement des entreprises reste en convalescence (-0,2 %).

Le commerce extérieur a pesé négativement sur la croissance (-0,3 point). Les exportations de biens manufacturés n'ont pas progressé, alors que les importations ont nettement rebondi (+2,1 %).

Les variations de stocks ont de nouveau soutenu la croissance (+0,5 point après +0,7 point), constituées pour l'essentiel de matériel aéronautique, déjà produit ou importé, mais pas encore assemblé ni exporté.

La situation conjoncturelle d'ensemble demeure dégradée. Depuis juin, le climat des affaires est stable, à 96, en-deçà de sa moyenne de longue période. La situation est globalement comparable dans l'industrie et les services, où les indicateurs sont quasi stables depuis l'été, au-dessous de leur moyenne de long terme. À l'inverse, le climat s'éclaircit dans le bâtiment et se rapproche de sa moyenne : les entrepreneurs du secteur se montrent nettement plus optimistes en août qu'en

début d'année sur leurs perspectives d'activité.

Un second semestre positif

Selon l'INSEE, l'activité en France augmenterait de +0,3 % au troisième trimestre puis de +0,2 % au quatrième trimestre. Au niveau sectoriel, l'activité continuerait de progresser dans l'industrie manufacturière au troisième trimestre (+0,2 %), avant de se stabiliser au quatrième. Sur l'année, la production aéronautique augmenterait de 7 %, une progression pour l'essentiel acquise dès le printemps. Après deux trimestres de recul marqué, l'activité de la branche énergie rebondirait (+2,6 %) puis serait quasi stable, sous l'hypothèse d'un retour à la normale des températures. Sur l'ensemble de l'année, elle se replierait du fait de la douceur du climat en début d'année.

Dans la construction, l'activité reculerait légèrement au troisième trimestre (-0,2 %) avant de presque se stabiliser à l'automne. Enfin, dans les services marchands, l'activité resterait en sous-régime, reflétant l'atonie de la demande intérieure (+0,3 % au troisième trimestre puis +0,2 % au quatrième).

L'emploi résiste mieux que prévu

Au deuxième trimestre 2025, l'emploi salarié a progressé de 43 000 postes, contre une contraction de 28 000 en début d'année. En particulier, l'emploi en alternance a continué d'augmenter au premier semestre malgré la baisse des soutiens publics, et le boom touristique a soutenu les embauches dans l'hébergement-restauration.

Cependant, l'emploi en alternance — dont l'essentiel des embauches a lieu en

septembre — se retournerait d'ici la fin de l'année, avec 65 000 postes détruits en six mois. L'emploi dans le secteur privé reculerait en 2025 (-51 000 sur l'ensemble de l'année), notamment en raison de l'alternance. De son côté, après des hausses annuelles ininterrompues depuis 2019, l'emploi public se stabiliserait sous l'effet de la raréfaction des emplois aidés.

Au total, fin 2025, l'emploi salarié total diminuerait légèrement sur un an (-0,1 %, soit -34 000 emplois), principalement en raison du recul dans le privé. En tenant compte de la hausse prévue du travail non salarié, l'emploi resterait quasi stable au second semestre. Sur un an, à la fin 2025, l'emploi total ralentirait à +0,1 % (+36 000 emplois), après +0,3 % en 2024.

Au deuxième trimestre 2025, le taux de chômage au sens du BIT s'établit à 7,5 % de la population active, en hausse de 0,2 point sur un an. La France compte 140 000 actifs supplémentaires en un an, principalement sous l'effet de la réforme des retraites. Au second semestre, la population active ralentirait (+20 000 environ par trimestre) : confrontés au repli du nombre de postes en alternance, une majorité d'étudiants choisiraient de poursuivre leurs études en formation initiale et n'entreraient donc pas sur le marché du travail.

Compte tenu de la quasi-stabilisation de l'emploi, le taux de chômage augmenterait légèrement en fin d'année 2025, pour atteindre 7,6 % de la population active.

L'inflation resterait contenue d'ici la fin de l'année

L'inflation en France a fortement diminué en février 2025 et se situe désormais nettement en-deçà de celle des autres pays européens. Ce résultat est lié au recul des prix de l'énergie et des télécommunications.

Elle devrait rester basse, avec une légère augmentation d'ici la fin de l'année, consécutive à l'arrêt de la guerre tarifaire entre opérateurs téléphoniques.

Augmentation des salaires réels

En 2025, dans un contexte d'inflation faible, le rythme de progression des salaires nominaux se maintiendrait autour de +0,4 % par trimestre pour le Salaire mensuel de base (SMB). Le salaire moyen par tête (SMPT) progresserait légèrement plus vite au second semestre (+0,4 % au troisième puis +0,5 % au quatrième trimestre), du fait d'un effet de composition : la baisse des aides à l'alternance réduirait en effet le nombre de bénéficiaires, alors que leurs salaires sont, en moyenne, nettement plus faibles que ceux des autres salariés.

En moyenne annuelle, les salaires nominaux continueraient de ralentir en 2025 : +2,1 % pour le SMPT (après +2,6 % en 2024) et +1,8 % pour le SMB (après +2,9 %). Ce ralentissement serait un peu moins marqué que celui des prix, si bien que l'évolution du SMPT réel atteindrait +1,0 % en moyenne annuelle (+0,8 % pour le SMB).

En cumul sur 2024 et 2025, les salaires réels des branches marchandes non agricoles auraient ainsi regagné environ les

trois quarts des pertes subies en 2022 et 2023 (+1,8 % de regain en 2024-2025, après -2,4 % en 2022-2023 pour le SMB, et +1,7 % après -2,5 % pour le SMPT).

Le pouvoir d'achat des ménages en hausse en 2025

Après avoir progressé modérément aux deux premiers trimestres 2025 (+0,1 % à l'hiver puis +0,4 % au printemps), le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) diminuerait au second semestre (-0,1 % au troisième trimestre, puis -0,7 % au quatrième).

Cette baisse proviendrait en grande partie du recul des revenus de la propriété et du calendrier des prélèvements fiscaux. D'une part, le versement de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus est prévu en fin d'année. D'autre part, le rendement de l'impôt sur le revenu se redresserait mécaniquement : les revenus soumis à l'impôt en 2024 ayant progressé davantage que l'indice des prix à la consommation sur lequel est indexé le barème, le solde d'impôt acquitté par les ménages au second semestre serait plus dynamique que l'an passé.

En termes réels, les prestations sociales, notamment les pensions de retraite, resteraient la principale source de gains de pouvoir d'achat des ménages en 2025 (+0,9 point après +1,5 point en 2024), tandis que les revenus d'activité n'y contribueraient que modestement (+0,4 point après +0,7 point). Pour la deuxième année consécutive, les prestations progresseraient plus de deux fois plus vite que les revenus d'activité. Les revenus du patrimoine, qui avaient fortement soutenu le pouvoir d'achat depuis 2021, n'y contribueraient presque plus en 2025.

Des perspectives toujours négatives pour la consommation

La consommation des ménages reste faible, notamment en raison du fort taux d'épargne, et ce malgré de nouveaux gains de pouvoir d'achat. La confiance des ménages connaît une érosion continue depuis février et s'établit désormais à 87, un niveau en-deçà de sa moyenne de longue période (100), au plus bas depuis près de deux ans.

De même, le climat des affaires s'est nettement dégradé dans le commerce de détail en août, principalement du fait de la chute des intentions de commandes et des perspectives générales d'activité. Dans le commerce automobile, le climat s'établit même à son plus bas depuis 2013 (hors crise sanitaire).

Dans ce contexte, la consommation n'augmenterait que modérément au second semestre 2025 (+0,3 % par trimestre). Sur l'ensemble de l'année, elle ralentirait (+0,5 % après +1,0 % en 2024). Elle progresserait une nouvelle fois moins vite que le pouvoir d'achat (+0,8 %), le taux d'épargne continuant d'augmenter en 2025 à 18,5 % (après 18,2 % en 2024), son plus haut niveau depuis 45 ans (hors crise sanitaire). En trimestriel, ce taux baisserait légèrement au second semestre, du fait de la hausse des impôts sur le revenu, pour s'établir à 17,8 % en fin d'année.

L'investissement des ménages en hausse

Depuis fin 2024, l'investissement des ménages a recommencé à progresser, principalement grâce au rebond du marché de l'ancien et donc aux dépenses en services d'agences et de notaires. Ces dernières se stabiliseraient malgré la

hausse récente de la fiscalité sur les transactions décidée par la plupart des départements au printemps. Quant à l'investissement en construction, il progresserait légèrement à l'été (+0,2 %), puis à l'automne (+0,4 %), porté surtout par la construction de logements neufs. Au total, l'investissement des ménages continuerait de croître à l'été (+0,2 %), puis à l'automne (+0,3 %).

Des entreprises dans l'attente

Après sa chute de 2024 (-2,4 %), l'investissement des entreprises reste en convalescence depuis trois trimestres. Il a légèrement reculé au printemps (-0,2 % après +0,1 % au premier trimestre) et cette tendance se prolongerait d'ici la fin de 2025.

Les décisions d'investissement restent soumises à des vents contraires : d'une part, les assouplissements monétaires passés commencent à se diffuser ; d'autre part, les incertitudes liées à l'économie mondiale et à la situation politique en France freinent les projets.

Sur l'ensemble de l'année, le taux de marge des sociétés non financières s'établirait à 31 % de leur valeur ajoutée, en baisse de 1,2 point par rapport à 2024. Les gains de productivité (+0,9 point) compenseraient partiellement le dynamisme des salaires réels (-0,8 point).

Une légère reprise du commerce extérieur

Après un premier semestre morose, les exportations de biens manufacturés s'accéléraient au second (+2,0 % au

troisième trimestre, +4,0 % au quatrième), portées par d'importantes livraisons aéronautiques et navales. En dehors de ces livraisons, les exportations progresseraient plus modestement (+1,0 % puis +0,3 %). Les exportations françaises totales augmenteraient de +1,4 % au troisième trimestre et de +2,6 % au quatrième, tandis que les importations progresseraient faiblement à l'été (+0,3 %), puis se stabiliseraient à l'automne. Ainsi, le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance (+0,4 point au troisième trimestre, +0,9 point au quatrième), mais cette dynamique serait contrebalancée par un déstockage marqué (-0,2 point puis -0,9 point). La croissance resterait donc principalement portée par la demande intérieure (+0,2 point par trimestre).

UNE CROISSANCE EN-DEÇÀ DE 1 % EN 2025

En 2025, la croissance atteindrait +0,8 % en moyenne annuelle (après +1,1 % en 2024), soit +0,6 % après +1,2 % corrigé des jours ouvrés. La demande intérieure y contribuerait pour +0,4 point (après +0,6 point en 2024). La consommation des ménages ralentirait (+0,5 % après +1,0 %), l'investissement public reculerait (-1,5 % après +4,7 %), tandis que la consommation publique resterait stable (+1,3 % après +1,4 %). L'investissement des ménages rebondirait légèrement, et celui des entreprises baisserait moins qu'en 2024 (-0,9 % après -2,4 %). Le commerce extérieur contribuerait négativement (-0,5 point, après +1,3 point en 2024), tandis que les entreprises reconstitueraient leurs stocks (+0,9 point après -0,8 point).

*

La France sauve sa croissance en 2025, mais celle-ci demeure faible, insuffisante pour combler les déficits publics. La faible augmentation de la population et

l'accélération du vieillissement pèsent sur la demande intérieure. L'investissement peine à redémarrer malgré la décrue des taux, en raison de l'attentisme généré par la crise politique nationale et les incertitudes internationales.

HORIZON EXTERIEUR

ET SI LE PROBLÈME DE L'EUROPE, C'ÉTAIT CELUI DE LA MOBILITÉ

Avec près de 450 millions d'habitants, L'Europe prend du retard face aux États-Unis et à la Chine sur le plan de la productivité. En 2024, Mario Draghi avait dressé un programme ambitieux, exhortant les responsables européens à approfondir le marché unique en abaissant les barrières aux échanges internes et en unifiant les marchés de capitaux. Or, selon le European Policy Innovation Council, un cercle de réflexion, à peine 10 % de ses recommandations ont été mises en œuvre. « *Les gouvernements n'ont pas pris la mesure de la gravité de la situation* », a averti l'ancien président de la BCE, le 16 septembre dernier.

Mais Mario Draghi et les dirigeants européens, paralysés, ne négligent-ils pas une piste ? De nouvelles recherches menées par des économistes du continent suggèrent que des réformes méconnues du marché du travail pourraient apporter une réponse. La priorité a été donnée ces dernières années à la réduction du taux de chômage en Europe. Il est ainsi passé de 12 à 6 % de 2013 à 2025 notamment grâce à des

politiques assouplissant les conditions d'embauche et de licenciement. La faible progression de la population active a également facilité la décrue du chômage. En revanche, l'aspect mobilité a été passé au second plan.

Les marchés du travail fonctionnent d'autant mieux qu'ils rapprochent les compétences des besoins réels, ce qui suppose des mobilités entre entreprises. Quand ils changent d'employeur, les salariés acquièrent et transmettent de nouvelles compétences, accélérant la diffusion des idées. Ils permettent aussi aux entreprises les plus productives de croître plus vite et donc d'augmenter les salaires. Le problème est qu'en Europe, les travailleurs restent trop souvent « sédentaires ». Un quart d'entre eux demeure plus de vingt ans dans la même entreprise, contre seulement un Américain sur dix. Des travaux de Niklas Engbom (Université de New York), fondés sur des données suédoises, montrent que les salariés âgés changent encore moins volontiers d'employeur, ce qui laisse présager un affaiblissement des gains de productivité.

Les longues carrières au sein d'une même entreprise avaient jadis leur logique. Dans un environnement relativement stable, les entreprises tiraient parti de travailleurs qualifiés et spécialisés, et investissaient volontiers dans leur formation. Les pratiques du marché du travail adaptées à ce contexte — coûts élevés de licenciement, avantages liés à l'ancienneté, négociations collectives structurées — restent fréquentes en Europe. Mais elles apparaissent de plus en plus négatives et peu propices à l'innovation. Selon certains, l'attachement durable entre employeurs et salariés pourrait être un atout, notamment en période de pénurie de main-d'œuvre. Mais les risques ne sont pas négligeables : face à des salariés anciens et âgés, les entreprises hésitent à changer de technologie et privilégient des améliorations incrémentales.

Comment, dès lors, favoriser une plus grande fluidité ? Une première option consisterait à rendre portables les avantages sociaux en les attachant à la personne et non à l'emploi. Une deuxième serait de détacher les grilles salariales des conventions collectives de la durée passée dans l'entreprise. Une troisième serait de ne plus réserver aux seuls licenciés les droits au chômage et de les ouvrir à ceux qui démissionnent. En France, les ruptures conventionnelles jouent en partie ce rôle, mais elles sont coûteuses pour les entreprises comme pour le régime d'assurance-chômage. Enfin, pour encourager la mobilité, il conviendrait de limiter les subventions incitant à conserver artificiellement l'emploi, telles que les dispositifs de

chômage partiel, aux seules périodes de crise.

Des travaux de Simon Jäger (Université de Princeton) à partir d'une enquête allemande montrent que des salariés pouvant obtenir 10 % de salaire supplémentaire en changeant d'emploi n'anticipent en moyenne qu'une hausse de 1 % dans leur poste actuel. Une meilleure information des salariés pourrait les inciter à changer d'entreprise. La mobilité ne se réduit toutefois pas à une simple question de marché du travail. Les politiques du logement, qui renchérissent les mobilités résidentielles, enferment des travailleurs dans des régions moins productives. De même, les jeunes entreprises ont autant besoin de financements que de talents.

Le retard de productivité de l'Europe ne résulte pas seulement de son inachèvement institutionnel ou de ses hésitations industrielles : il s'enracine aussi dans la rigidité de ses marchés du travail et dans des structures sociales peu propices à la mobilité. L'Europe doit repenser son modèle, non pour copier servilement les États-Unis mais pour concilier sécurité et dynamisme. La portabilité des droits sociaux, la révision des conventions collectives, l'adaptation des politiques de logement et un meilleur accès aux financements constituent autant de leviers pour relancer l'innovation et la croissance. Sans une telle évolution, le Vieux Continent risque de rester à la traîne, prisonnier de ses inerties, au moment où les grandes puissances mondiales accélèrent.

LE MODÈLE INDIEN DE DÉVELOPPEMENT SUR LA CORDE RAIDE

Sept ans se sont écoulés depuis la dernière visite de Narendra Modi en Chine. Son arrivée le 31 août dernier à Tianjin, port situé à environ deux heures de Pékin, marque son retour. Le Premier ministre indien y a assisté à une réunion de l'Organisation de coopération de Shanghai (OCS), un groupement de sécurité eurasiatique dont sont membres la Russie et l'Iran. Cette rencontre symbolise la détente entre l'Inde et la Chine, qui s'étaient affrontées en 2020. Cette réconciliation intervient alors que les relations entre l'Inde et les États-Unis se sont considérablement dégradées en raison de la hausse des droits de douane et de la prise de position de Donald Trump en faveur du Pakistan.

Depuis son indépendance en 1947, l'Inde a choisi de n'adhérer pleinement à aucun grand bloc. Elle revendique toujours un « non-alignement » dans les affaires internationales et refuse d'entrer dans des alliances formelles. Pour autant, elle a oscillé entre les différents camps rivaux. Depuis vingt-cinq ans, l'inclinaison indienne a été largement pro-occidentale. En 2001, les États-Unis ont levé les sanctions liées au programme nucléaire indien. En 2005, ils ont entamé des négociations sur un accord de coopération nucléaire signé en 2008. Il y a neuf ans, Washington a fait de l'Inde un « partenaire majeur de défense », statut offrant l'accès à de nombreuses technologies de pointe sans exiger une alliance formelle. Cette convergence était nourrie par l'intérêt partagé de contenir la puissance chinoise. Certes, les deux pays ont souvent voté dans des camps opposés à l'ONU sur les guerres et les sanctions, mais aux yeux de nombreux

Indiens, les États-Unis étaient devenus un allié fiable. Les volte-face récentes semblent avoir changé la donne et donné raison aux sceptiques qui mettaient en garde contre une dépendance excessive vis-à-vis de Washington. Même certains artisans de ce rapprochement expriment aujourd'hui leur désarroi. Navtej Sarna, ex-ambassadeur à Washington, résume à propos de Donald Trump : « *Nous ne pouvons pas suivre aveuglément quelqu'un qui ne sait pas ce qu'il dira demain.* »

L'Inde dépend moins de ses exportations de biens que d'autres pays d'Asie : l'équivalent de 11 % du PIB, contre 85 % pour le Vietnam. Plusieurs catégories d'exportations importantes, comme les smartphones ou les produits pharmaceutiques, sont pour le moment exemptées. Mais les tarifs élevés remettent en cause la stratégie industrielle de l'Inde qui pouvait espérer récupérer une partie des usines chinoises.

Les Indiens évaluent les conséquences de la nouvelle politique économique américaine. Une escalade commerciale pourrait menacer plusieurs piliers clés de leur économie.

Depuis le 27 août 2025, les États-Unis ont imposé des surtaxes allant jusqu'à 25 % en plus des taux de base déjà applicables aux produits importés d'Inde, portant ainsi le taux global à environ 50 % sur de nombreux produits indiens. Avant cette mesure, les droits de douane moyens appliqués étaient plutôt faibles, avec des taux pondérés de 2 à 3 % selon les secteurs. La hausse est présentée comme une réponse aux importations

indiennes de pétrole russe, jugées contraires aux intérêts américains.

Les exportations indiennes de vêtements et textiles sont particulièrement exposées, avec des tarifs passant de 12 % à 62 % selon les segments. Celles de pierres précieuses, bijoux et diamants sont également pénalisées, tout comme celles concernant les pièces automobiles et les produits chimiques.

En revanche, les exportations de services (logiciels, centres d'appel, etc.) échappent à l'augmentation des droits. Elles progressent par ailleurs plus vite que celles concernant les biens.

Les Américains n'ont aucun intérêt à entrer en conflit commercial avec les Indiens, et réciproquement. En effet, les États-Unis sont le premier pourvoyeur d'investissements en Inde (en tenant compte des flux transitant par Singapour et l'île Maurice). De nombreuses entreprises américaines ont créé des centres de services mondiaux — dotés de compétences en code et en finance. Ce secteur a généré 65 milliards de dollars l'an dernier et devrait atteindre 100 milliards de chiffre d'affaires d'ici 2030.

Aux frictions commerciales s'ajoute une querelle en matière de défense. Depuis des années, l'Inde accuse le Pakistan de tolérer, voire d'appuyer, des djihadistes opérant depuis son territoire. Washington a longtemps affirmé partager ces préoccupations. Ce consensus s'est fissuré lors du conflit entre l'Inde et le Pakistan en mai, déclenché après l'assassinat de deux dizaines de personnes au Jammu-et-Cachemire administré par l'Inde. Les États-Unis ont

d'abord indiqué que l'Inde pouvait gérer seule la situation, avant de faire volte-face, appelant « les deux parties » à cesser le feu — donnant à New Delhi le sentiment d'être désignée comme agresseur. La colère indienne a redoublé quand Donald Trump a affirmé avoir imposé la paix en menaçant les deux camps d'un embargo commercial américain. Le président a ensuite proposé de médiatiser la question explosive du Cachemire. Depuis des décennies, l'Inde rejette vigoureusement toute médiation extérieure avec le Pakistan. Elle a affirmé s'être désengagée parce qu'elle avait atteint ses objectifs. Au fil des mois, Donald Trump semble pencher plus nettement vers les Pakistanais, allant jusqu'à laisser entendre que ceux-ci l'auraient proposé pour le Nobel. La vexation s'est poursuivie avec l'invitation en juin dernier, à déjeuner à la Maison-Blanche, du chef de l'armée pakistanaise, Field-Marshal Asim Munir — honneur rare pour un militaire étranger. À cette occasion, le président américain a annoncé que les États-Unis aideraient le Pakistan à exploiter ses réserves pétrolières et minières, ajoutant qu'« *un jour* » l'Inde pourrait avoir à acheter de l'énergie à son voisin...

Les relations militaires américano-indiennes pâtiront de cette dispute. Or, au cours des quatre dernières années, l'Inde avait réduit son exposition à la Russie qui ne fournit plus que 36 % des armes importées par le pays. New Delhi craint un désengagement russe en cas de guerre avec la Chine. L'Inde doute aussi de la qualité d'une partie des équipements militaires russes. Or, la montée en puissance de l'armée pakistanaise équipée par Pékin impose à l'Inde de faire de même. Lors du conflit de mai, cinq

avions indiens auraient été abattus par des chasseurs chinois.

À Delhi, les autorités espèrent que la colère de Donald Trump contre l'Inde passera. En cas de paix en Ukraine, la question des achats indiens de pétrole à la Russie s'évanouirait. D'ici là, la réponse de l'Inde combinera sans doute, deux axes. Le premier : chercher un accommodement avec Donald Trump. New Delhi s'est gardée, pour le moment, de riposter aux tarifs américains et même de critiquer directement le président. Le second axe consistera à resserrer les liens avec d'autres partenaires. Depuis 2021, le pays a signé une demi-douzaine d'accords commerciaux, dont un avec le Royaume-Uni et espère en conclure bientôt un avec l'Union européenne. Côté armements, il pourrait s'en remettre davantage à la France ou à Israël, qui fournissent déjà plus de 45 % de ses importations. Depuis le retour de Donald Trump au pouvoir, l'Inde se rapproche à nouveau de la Russie. Les deux gouvernements entendent accroître les échanges bilatéraux. Vladimir Poutine pourrait être reçu à New Delhi d'ici la fin de l'année.

Comme l'illustre le récent voyage de Narendra Modi à Tianjin, les relations entre la Chine et l'Inde se réchauffent. Pendant des années, aucun touriste ne

circulait entre les deux pays. Certes, aucun avion commercial ne relie encore l'Inde et la Chine, mais un arrangement sur le différend frontalier a permis d'organiser une rencontre entre les deux dirigeants. Les discussions se déplacent désormais sur le terrain économique. Depuis les heurts de 2020, l'Inde a refusé de nombreux investissements chinois et bloqué des visas de dirigeants. Pourtant, sur la période, les importations indiennes en provenance de Chine ont augmenté : 114 milliards de dollars sur l'année close en mars, soit 75 % de plus en cinq ans. Les exportations de l'Inde intègrent de nombreux composants chinois, traduisant une intégration croissante des deux économies. Des flux de capitaux et de savoir-faire chinois pourraient soutenir l'industrie indienne, favoriser une montée en gamme manufacturière et réduire la dépendance aux importations. Le gouvernement indien prend son temps pour négocier avec la Chine, de peur de s'aliéner définitivement les Américains. Pour répondre à l'affront infligé par Donald Trump, le gouvernement souhaite accélérer les réformes intérieures longtemps repoussées afin de mieux résister aux pressions externes. S'attaquer aux rigidités domestiques permettrait de gagner en compétitivité et en croissance.

HORIZON FINANCE

LES MARCHÉS PEUVENT-ILS CRAQUER ?

Depuis plus d'une décennie, les indices « actions » américains battent record sur record. Régulièrement, des oiseaux de mauvais augure prédisent la survenue d'un krach boursier qui, pour le moment, ne s'est pas produit. L'indice Nasdaq Composite a ainsi progressé de +91 % en cinq ans, et le S&P 500 de +89 %. En 2025, malgré la multiplication des incertitudes économiques, le Nasdaq a gagné 12 % et le S&P 500 10 %. L'intelligence artificielle porte le cours de nombreuses valeurs, dont celles de NVIDIA, d'Oracle ou de Microsoft.

DES VALORISATIONS ÉLEVÉES

Avec l'engouement pour l'intelligence artificielle, le PER (Price Earning Ratio – ratio cours/bénéfice) est en forte hausse. Il atteint 34,5 pour le Nasdaq Composite et 26,6 pour le S&P 500. Pour mémoire, lors de la bulle internet de 2000, le PER du Nasdaq dépassait 40 et, avant la crise de 2007 quand le S&P 500 culminait à 27.

Pour que de tels niveaux soient justifiés, il faudrait que les bénéfices progressent de manière soutenue et durable. En 2024, les profits du Nasdaq 100 ont certes augmenté de +25 % et ceux du S&P 500 de +11,9 %, mais cette croissance des bénéfices est imputable en grande partie à la compression des salaires réels par rapport à la productivité, comme le montre le décalage croissant observé depuis une décennie. Or, une telle

asymétrie dans le partage de la valeur finit toujours par se corriger, que ce soit par des hausses salariales ou par un ralentissement des marges bénéficiaires. De 2010 à 2025, les salaires réels aux États-Unis ont augmenté de 15 %, contre +25 % pour la productivité.

UN CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE FRAGILISÉ

Après un cycle d'expansion alimenté par le rebond post-Covid et les plans de relance, la croissance américaine ralentit nettement. Au premier semestre 2025, le PIB n'a progressé que de +1 % en rythme annualisé.

Les politiques menées par l'administration Trump expliquent en grande partie ce ralentissement. L'augmentation des droits de douane sur les importations perturbe les chaînes de valeur mondiales, provoque une hausse des prix et réduit le pouvoir d'achat des ménages. Les restrictions migratoires – avec 1,4 million d'entrées en moins entre janvier et juin 2025 – pèsent sur le dynamisme démographique et la disponibilité de main-d'œuvre. Ces mesures pénalisent la consommation, l'investissement productif et les perspectives d'innovation. En termes comparatifs, la croissance américaine de 1 % contraste avec les rythmes plus soutenus de l'Asie. La Chine devrait enregistrer une croissance de +4,8 % en 2025 et l'Inde de +6,2 %.

L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE : PROMESSE OU MIRAGE ?

La rentabilité des investissements réalisés dans l'intelligence artificielle (IA) reste incertaine. Les quatre principales sociétés du secteur de l'information et de la communication — Amazon, Meta, Microsoft et Alphabet — ont prévu de consacrer 364 milliards de dollars à l'IA en 2025, après 223 milliards en 2024 et 140 milliards en 2023. Cette trajectoire d'investissements, qui triple en deux ans, n'a guère d'équivalent dans l'histoire économique récente, si ce n'est lors de la bulle internet ou des investissements dans le pétrole de schiste au début des années 2010. Les revenus attendus sont loin d'être garantis. La concurrence entre les différents acteurs du secteur pèse sur les marges ; la gratuité de nombreux outils et langages d'IA rend complexe la rentabilisation des investissements, dont les coûts augmentent. Le risque est celui d'une bulle d'investissement où la dépense précède la génération de flux de trésorerie, un scénario qui rappelle le destin des opérateurs télécoms au début des années 2000.

LA PSYCHOLOGIE DES MARCHÉS : LE RETOUR DES PARTICULIERS

Comme souvent avant les grandes corrections, l'euphorie actuelle est alimentée par les investisseurs individuels. La part des actions dans les portefeuilles des ménages américains dépasse 45 % de leurs actifs financiers, un niveau proche de celui atteint en 1999 ou en 2007. Or, l'histoire montre que ces phases de montée en puissance des actionnaires individuels précèdent un krach. Lors des précédentes bulles, les ajustements ont été violents. En 2000, la bulle internet a effacé près de 80 %

de la valeur du Nasdaq en deux ans. En 2007-2008, la crise des subprimes a entraîné une chute de -57 % du S&P 500. Un choc comparable aujourd'hui pourrait retrancher plusieurs trillions de dollars de capitalisation, avec des effets directs sur la consommation via l'effet richesse négatif.

UNE CORRECTION CONNOTÉE POLITIQUEMENT

Au-delà des marchés, une correction majeure serait un désaveu pour l'administration américaine. La promesse de Donald Trump d'un renouveau industriel et d'une prospérité durable serait remise en cause. Un krach boursier amplifierait le ralentissement de la croissance américaine. Pour le reste du monde, les conséquences seraient immédiates. Les marchés européens, déjà fragilisés, subiraient un contrecoup. L'Asie, bien que plus dynamique, verrait son commerce extérieur ralenti. Quant aux capitaux, ils se réfugierait probablement vers l'or, le dollar et les obligations souveraines de qualité, accentuant encore les déséquilibres financiers mondiaux.

TROIS SCÉNARIOS DE CORRECTION BOURSIÈRE PEUVENT ÊTRE IMAGINÉS

Une baisse de -20 % des indices

Une telle correction retrancherait environ 9 000 milliards de dollars de capitalisation aux marchés américains (la capitalisation totale étant proche de 45 000 milliards de dollars fin 2024). Avec 45 % des actifs financiers des ménages américains placés en actions, cet ajustement représenterait une perte de 4 000 milliards de dollars pour ces derniers. L'effet richesse réduirait la consommation de -0,6 à -0,8 point de PIB en 2026, ramenant la

croissance américaine à un niveau proche de 0 %. En Europe, une baisse équivalente de -15 % serait probable, amputant le CAC 40 ou le DAX de leurs gains récents.

Une chute de -40 % des indices

La capitalisation boursière américaine perdrait près de 18 000 milliards de dollars. Les ménages américains subiraient une perte de 8 000 à 9 000 milliards de dollars, un choc comparable en intensité à celui de 2008. La consommation reculerait de -1,5 à -2 points de PIB, provoquant une récession américaine dès 2026. Le commerce international ralentirait d'au moins -3 %, équivalant à une contraction de 0,5 point de PIB pour la zone euro et de 0,8 point pour la Chine, plus exposée aux échanges avec les États-Unis.

Un effondrement de -60 %, à la manière de 2000-2002

Plus de 27 000 milliards de dollars s'évaporerait, soit l'équivalent du PIB cumulé des États-Unis et du Japon. Les ménages américains perdrait 12 000 milliards de dollars, une onde de choc systémique. La consommation reculerait de -3 à -3,5 points de PIB, entraînant une récession prolongée. Les

fonds de pension et assureurs seraient contraints de réduire leurs allocations, provoquant un « credit crunch ». Les pays émergents subiraient une fuite des capitaux, avec des chutes de devises de l'ordre de 15 à 20 %. L'Europe verrait sa croissance amputée de -1,5 point, basculant elle aussi en récession.

En cas de survenue d'un de ces scénarios, les actifs suivants seraient gagnants :

- **Obligations souveraines américaines** : le rendement des Treasuries à 10 ans pourrait baisser de 100 à 150 points de base.
- **Or** : une correction de 40 % des marchés pourrait propulser le prix de l'once au-delà de 4 000 dollars.
- **Dollar** : malgré la crise américaine, la devise resterait recherchée, en particulier face aux monnaies émergentes.

Wall Street vit aujourd'hui dans un paradoxe. Les incertitudes se multiplient, or les cours augmentent. Les investisseurs fixent peu la ligne d'horizon, préférant regarder celle des taux directeurs. Cette vision court-termiste peut déboucher sur un ajustement violent.

LA FIN DE L'INDÉPENDANCE DE LA FED EST-ELLE ENVISAGEABLE ?

Depuis la présidence de Paul Volcker (6 août 1979 - 11 août 1987) et celle d'Alan Greenspan (11 août 1987 - 31 janvier 2006), la Réserve fédérale américaine bénéficie d'une forte crédibilité. Depuis 2021, elle a réussi à maîtriser une forte vague inflationniste — l'indice des prix à la consommation dépassant 9 % à son pic en 2022 — sans que ses anticipations de long terme ne s'emballent. Les acteurs des marchés financiers continuent de croire en elle malgré la politique économique de Donald Trump et les pressions de ce dernier sur le Comité de politique monétaire. Les swaps d'inflation à 5 ans dans 5 ans restent ancrés autour de 2,5 %, preuve d'une crédibilité intacte. La banque centrale américaine parviendra-t-elle à conserver sa capacité à agir librement et à faire les bons choix dans les prochaines années ?

LA CRÉDIBILITÉ : PIERRE ANGULAIRE DE LA STABILITÉ MONÉTAIRE

La légitimité d'une banque centrale repose sur la confiance qu'elle inspire. Si les acteurs économiques croient en sa détermination, ils peuvent se conformer à ses souhaits. La hausse des taux directeurs décidée par les banques centrales à partir de 2022 avait un objectif quantitatif évident – la réduction du volume de prêts – mais aussi un objectif psychologique – faire comprendre que les autorités monétaires n'accepteraient pas l'installation d'une inflation de longue durée. Grâce à ce double effet, le scénario redouté des années 1970 — où l'inflation américaine avait dépassé 12 % en 1974 et 14 % en 1980 — ne s'est pas reproduit. La Fed a donc su, par ses hausses de taux rapides (de 0 % en 2021 à plus de 5 % en 2023), réaffirmer son rôle de gardien de la

monnaie. La Fed, et plus globalement toutes les banques centrales, sont menacées par :

- Le risque politique ;
- Le risque budgétaire.

PREMIÈRE MENACE : LE RISQUE POLITIQUE

Depuis le début de son second mandat, Donald Trump multiplie les déclarations à l'encontre de la banque centrale. Il reproche à son gouverneur Jerome Powell de ne pas accompagner sa politique économique en baissant les taux directeurs. Il a limogé, sous un prétexte contesté, Lisa Cook (accusée de fraude hypothécaire pour avoir, a priori, déclaré deux propriétés comme « résidences principales » en juillet 2021). Première femme afro-américaine à être nommée au conseil d'administration de la Fed, elle était réputée pour son indépendance et son professionnalisme en matière de politique monétaire. Donald Trump l'a jugée trop indépendante. Il a nommé comme gouverneur son principal conseiller économique, Stephen Miran.

Le successeur de Jerome Powell, en fin de mandat en mai 2026, pourrait être choisi parmi les partisans d'une baisse rapide des taux et d'un retour au financement monétaire.

La banque centrale américaine pourrait ainsi perdre son indépendance et sa crédibilité. La taille de son bilan, après avoir été réduite de 9 000 à 7 000 milliards de dollars entre 2022 et 2025, pourrait repartir à la hausse. La Fed serait ainsi instrumentalisée au service du cycle politique. En la matière, l'histoire est sévère avec les banques centrales qui agissent de

la sorte. La Banque d'Italie des années 1970 ou la Banque du Japon des années 1990 ont perdu leur crédibilité, laissant l'inflation ou la stagnation miner l'économie.

DEUXIÈME RISQUE : LA VULNÉRABILITÉ BUDGÉTAIRE

Depuis 2017, le Trésor américain a transformé la structure de sa dette. Alors qu'autrefois il privilégiait les obligations de long terme, il s'appuie désormais massivement sur des émissions à court terme : Bills (moins d'un an) et Notes (1 à 5 ans). De ce fait, une remontée des taux d'intérêt par la Fed se répercute immédiatement sur le coût du service de la dette. En 2025, les intérêts payés représentent 3,8 % du PIB, contre moins de 1,5 % en 2015. À titre de comparaison, l'Italie consacre 4,2 % de son PIB aux intérêts, la France 2,4 %. L'Amérique s'italianise par sa dépendance au refinancement court terme. L'État dépend donc directement des taux de la Fed. Toute hausse trop forte de ses taux risquerait d'alourdir la facture du Trésor, créant une tension insoutenable entre stabilité monétaire et soutenabilité budgétaire. La dérive du déficit en lien avec la politique menée par Donald Trump accroît ce risque.

Pour résumer, la Réserve fédérale est ainsi menacée sur deux fronts :

- **Politique** : une possible mainmise de Trump, qui imposerait une politique monétaire expansionniste, au risque de réactiver l'inflation ;
- **Budgétaire** : un Trésor qui a réduit sa marge de manœuvre en se finançant trop à court terme, exposant le pays à une vulnérabilité immédiate.

Ces deux dynamiques convergent, avec à la clé une forte pression pour le maintien de taux artificiellement bas, quitte à sacrifier la crédibilité de la banque centrale.

TROIS TRAJECTOIRES POSSIBLES

Scénario de continuité : la Fed conserve son indépendance. Les anticipations d'inflation restent autour de 2,5 %. La dette publique augmente mais reste finançable grâce à une croissance de 1,5 à 2 % par an.

Scénario de perte partielle de crédibilité : Donald Trump influence la politique monétaire. Les taux baissent trop vite, l'inflation remonte vers 4 %. Les marchés exigent une prime de risque accrue, augmentant le coût du financement.

Scénario de rupture : la Fed perd son indépendance. Le financement monétaire est relancé, l'inflation anticipée dépasse 5 %. La spirale prix-salaires se réactive. Les États-Unis basculent dans une crise monétaire rappelant l'Amérique de 1979.

La Réserve fédérale a pour objectifs la lutte contre l'inflation, la croissance et l'emploi. Sur ces deux derniers points, Donald Trump souhaite une baisse des taux directeurs, avec comme risque une reprise de l'inflation. Par ailleurs, le président souhaite des taux d'autant plus bas que le poids du service de la dette entrave de plus en plus le budget fédéral. Les pressions sur la banque centrale peuvent remettre en cause sa crédibilité et, par voie de conséquence, le rôle de réserve de change du dollar (près de 60 % des réserves de change mondiales). La fin de l'indépendance de la Fed ne serait pas une affaire exclusivement américaine : ce serait une affaire mondiale.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

POURQUOI AVONS-NOUS BESOIN D'ART ?

La France aime la culture. Elle la célèbre, la finance, l'institutionnalise. Paris demeure l'une des capitales mondiales de l'art, mais un paradoxe s'impose, notre pays est davantage le conservateur du passé que le laboratoire de l'avenir. Nous construisons et rénovons des musées magnifiques qu'ils soient privés ou publics, nous sanctuarisons les œuvres patrimoniales, nous applaudissons les expositions « événement » de Paris au moindre village, nous ne pouvons échapper à notre patrimoine, à sa richesse, à sa diversité, à sa beauté. Mais il sent de plus en plus la naphtaline. Nous peinons à offrir un espace de visibilité, et parfois de scandales à la création contemporaine. Le Café de Flore ou les Deux Magots sont devenus des lieux touristiques, les débats philosophiques d'après-guerre ayant disparu depuis longtemps. Le Centre Pompidou, fermé pour travaux jusqu'en 2030, en est un symbole paradoxal. Une rénovation à la hauteur de son statut est engagée, mais en attendant, la scène parisienne du contemporain se délite. Elle s'est institutionnalisée. Le Grand Palais accueillera au mois d'octobre, Art Basel Paris, un rendez-vous d'importance, certes, mais qui reflète surtout un marché global dominé par quelques galeries internationales. Le triomphe médiatique de la réouverture de Notre-Dame illustre également cette tendance. La France se réjouit à juste titre de restaurer un joyau gothique, mais elle consacre bien moins d'attention à la vitalité de ses ateliers, de ses friches, de ses créateurs en quête de reconnaissance. Le transgressif n'a plus

droit de cité. Où sont les nouveaux Niki de Saint Phalle, les nouveaux Christo, les nouveaux Matisse ? Certes, il existe des initiatives comme POUISH à Aubervilliers ou les Ateliers Médicis à Clichy-sous-Bois, mais elles demeurent limitées et méconnues. Les commandes publiques de sculptures ou de peintures contemporaines sont rares et trop peu visibles du grand public. À l'heure des réseaux sociaux, les débats et les polémiques ont été étouffés par la segmentation de la pensée. Chacun reste enfermé dans son couloir d'opinion, avec ses certitudes. Les rares controverses récentes – Jeff Koons et son Bouquet of Tulips pour la commémoration des attentats, ou encore les querelles autour de certaines installations éphémères au Palais-Royal ou place Vendôme – restent anecdotiques et se réduisent à de simples polémiques médiatiques.

Le monde culturel ressemble à notre économie, il vit sur des acquis qui s'effritent. Or, les grandes périodes artistiques de l'histoire – la Renaissance, le Grand Siècle, le Paris du XIX^e ou l'après-guerre – ont toujours coïncidé avec un renouveau économique. La création économique répondait à la création culturelle, et inversement.

Aujourd'hui, l'art en France est à l'image de l'économie atone. L'envie demeure, mais elle est sans relief, en voie d'attrition. Le pays est en quête d'un nouvel élan, d'une dynamique. L'art pourrait être cette bouffée d'air. L'art contemporain devrait réinvestir l'espace public, provoquer de

nouveaux débats, réveiller l'esprit créatif. Comme l'économie, il ne doit pas être consensuel et aseptisé. Il faut investir dans la production, pas seulement dans la conservation. Favoriser le choc esthétique, l'irruption de l'imprévu, les controverses qui dérangent, afin de renouer avec les grandes périodes artistiques de la France et de générer du plaisir, des idées. L'art contemporain ne

cherche pas à plaire : il doit provoquer et questionner. La vitalité artistique est un ferment de confiance collective. Une société sans création vivante est une société qui se regarde vieillir, au lieu d'inventer son avenir.

Stephanie MacKenzie
Artiste-peintre

QUAND LE SOLEIL FAIT DE LA RÉSISTANCE

À la tribune de l'ONU, Donald Trump a répété qu'à ses yeux le réchauffement climatique était « *la plus grande arnaque jamais menée* ». Au-delà de ces propos iconoclastes, il a engagé une offensive tous azimuts contre les énergies renouvelables. Dans son One Big Beautiful Bill Act (BBB), il a décidé de saper les incitations fiscales à l'éolien et au solaire. Déjà, plusieurs projets majeurs d'éolien offshore ont été annulés. Pourtant, cette année à Las Vegas, les 37 000 participants au salon RE+ (Renewable Energy Plus), le plus grand rassemblement professionnel nord-américain consacré aux énergies renouvelables et aux technologies associées, ont affiché un enthousiasme combatif. Dans son discours d'ouverture, Abigail Hopper, présidente de la Solar Energy Industries Association, organisatrice de l'événement, a reconnu que « *les responsables politiques en place nous sont ouvertement hostiles* », mais elle a assuré que si « *le marché et les politiques publiques semblent en contradiction [...]* notre industrie ne reculera pas ».

La bataille entre le marché et la politique est engagée. À long terme, les gains spectaculaires d'efficacité du solaire et la

chute continue de ses coûts pourraient assurer le succès de cette énergie indépendamment du contexte politique. Le court terme s'annonce également plus favorable qu'attendu. Les analystes prévoient en effet une forte hausse des investissements solaires aux États-Unis. Le cabinet Wood MacKenzie anticipe même un « Trump bump », une relance paradoxale. Brian Nelson, cadre du groupe européen ABB, qui investit 120 millions de dollars dans l'extension de deux usines américaines, affirme : « *Nous anticipons une croissance continue du solaire.* »

L'Agence internationale de l'énergie (AIEA) a estimé qu'au premier semestre 2025, 12 gigawatts (GW) de capacités solaires ont été mis en service aux États-Unis ; 21 GW supplémentaires devraient l'être d'ici la fin de l'année. Dans son dernier rapport publié le 9 septembre, l'AIEA prévoit une croissance de 2,3 % de la production électrique américaine en 2025, et de 3 % en 2026, le solaire représentant la majeure partie de cette progression. Deux facteurs expliquent ce regain d'investissement. D'abord, une course contre la montre : les producteurs d'énergie s'empressent d'installer les

infrastructures avant l'expiration des crédits d'impôt. Ensuite, la demande reste soutenue. Chris Seiple, de Wood MacKenzie, estime que les compagnies américaines d'électricité ont 17 GW de projets en construction et se sont engagées pour 99 GW supplémentaires, soit l'équivalent de 16 % de la demande actuelle. La montée en puissance de l'intelligence artificielle et des centres de données accentue encore les besoins en électricité. Dans ce contexte, le solaire, couplé à d'imposantes batteries de stockage, apparaît comme la solution privilégiée. La construction de centrales nucléaires demeure lente et coûteuse, tandis que les centrales à gaz à cycle combiné nécessitent de longues années de développement. Quant au charbon, il reste cher et polluant. L'innovation accompagne par ailleurs l'essor des énergies renouvelables. Lors du salon RE+, le groupe AES a présenté

« Maximo », un robot dopé à l'intelligence artificielle, capable d'assister les équipes dans l'installation de panneaux solaires à grande échelle. Le 3 septembre, une flotte de Maximos a été déployée pour la création d'un parc solaire en Californie destiné à fournir plus de 1 GW d'électricité propre à Amazon.

Malgré un climat politique défavorable, l'industrie solaire américaine démontre une capacité de résilience remarquable. Les avancées technologiques, la dynamique des investissements et l'appétit insatiable de l'économie numérique pour l'électricité nourrissent une croissance que les décisions politiques, si hostiles soient-elles, semblent impuissantes à enrayer. La confrontation entre Washington DC et le marché pourrait, paradoxalement, accélérer encore la transition énergétique.

POINTS DE REPÈRE

CRISE SANS FIN DU LOGEMENT EN FRANCE !

La construction de logements en France est en forte baisse depuis 2022, atteignant un plancher d'environ 280 000 mises en chantier en 2024, soit le niveau le plus bas depuis 25 ans. Ce recul est d'autant plus marquant qu'il intervient après une longue période de volatilité où, malgré les cycles financiers et économiques, la production restait globalement comprise entre 350 000 et 450 000 logements. En deux ans, près de 150 000 mises en chantier ont disparu, soit une baisse de plus de 35 %.

Après avoir dominé le marché jusqu'au milieu des années 2000 (plus de 250 000 unités en 2006-2007), la maison individuelle n'a cessé de reculer. La baisse s'accélère après 2021, moins de 100 000 unités en 2024, soit une division par trois en 17 ans.

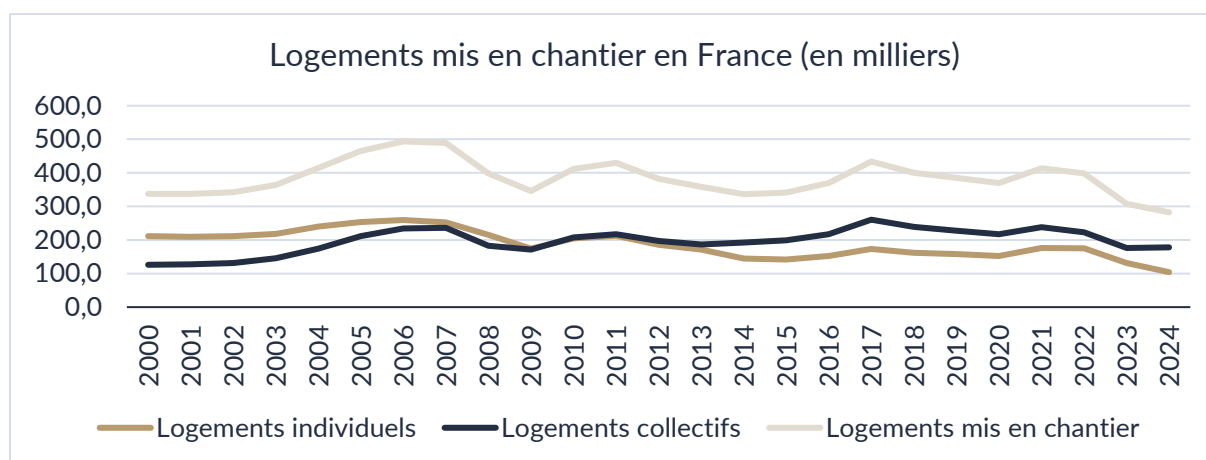
Cette chute traduit la raréfaction et le renchérissement du foncier, les contraintes liées à la loi ZAN (zéro artificialisation nette), la hausse des coûts de construction et la

perte de solvabilité des ménages face à des taux d'intérêt plus élevés.

Le logement collectif a longtemps compensé le recul de l'individuel. Il est même devenu dominant à partir de 2015, culminant à près de 260 000 unités en 2017. Mais lui aussi subit depuis 2022 une contraction forte. En 2024, à peine 180 000 unités sont mises en chantier, soit un retour à des niveaux proches de 2010.

La construction de logements est aujourd'hui confrontée à l'allongement des délais d'instruction, à l'inflation des coûts des matériaux, aux difficultés de financement des promoteurs et des bailleurs sociaux ainsi qu'à la frilosité des acheteurs institutionnels.

Les besoins en logements sont régulièrement évalués à 450 000-500 000 unités par an pour répondre à la croissance démographique, aux décohabitations et à la nécessité de renouveler le parc. L'offre couvre à peine 60 % des besoins estimés.

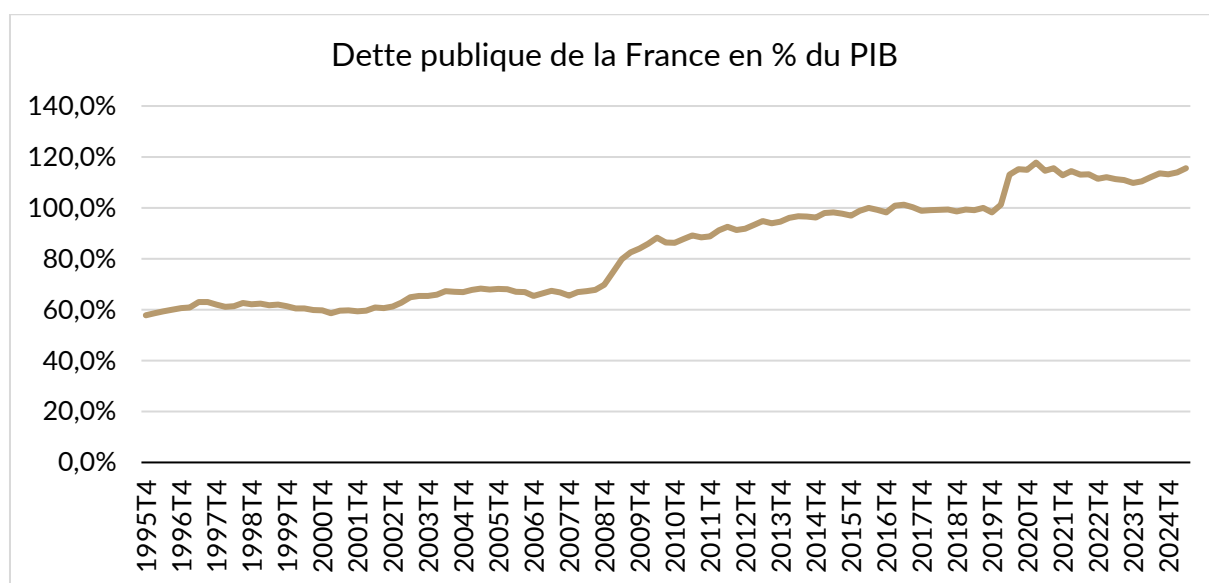


Cercle de l'Épargne - INSEE

PAS DE TRÊVE DANS LA HAUSSE DE LA DETTE PUBLIQUE EN FRANCE

À la fin du deuxième trimestre, la dette publique de la France, au sens de Maastricht, s'établit à 3 416,3 milliards d'euros, soit une augmentation de 70,9 milliards d'euros en un trimestre.

Exprimée en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), elle s'établit à 115,6 %, après 113,9 % au premier trimestre.



Cercle de l'Épargne - données INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

Indice	30 septembre 2025	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	7 895,94	+2,40	+3,41	7 380,74
DAXX	23 879,63	-0,91	+23,15	19 909,14
Footsie 100	9 358,84	+1,49	+13,31	7 451,74
Eurostoxx 50	5 529,96	+2,79	+10,32	4 895,98
Dow Jones	46 397,89	+2,43	+10,06	42 544,22
Nasdaq Composite	22 660,01	+6,49	+26,52	19 310,79
S&P 500	6 688,46	+4,25	+17,16	5 881,63
Nikkei	44 932,63	+6,50	+18,49	39 894,54
Shanghai Composite	3 882,78	+0,19	+16,37	3 351,76
Euro/dollar	1,1729	+0,19	+5,37	1,0380
Once d'or (USD)	3 839,86	+10,04	+45,32	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	67,07	-1,38	-6,33	74,30
Bitcoin (USD)	113 214,10	+4,93	+77,37	93 776,61

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 % - septembre 2025	1,1	2,4	1,8	3,0	2,2
Taux de chômage En % - juillet 2025	7,6	3,7	6,0	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 % (1/10/2025)	3,544	2,719	3,568	3,257	-

*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

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