

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
La tentation Zucman !	2
HORIZON FRANCE	4
<i>France : dérapages plus ou moins contrôlés</i>	4
<i>À la recherche de la croissance perdue !</i>	7
HORIZON EXTERIEUR	9
<i>Russie : toujours pas coulée</i>	9
<i>La Chine : la grande gagnante de la politique de Donald Trump ?</i>	10
<i>États-Unis : la nouvelle politique économique extérieur en action</i>	13
HORIZON FINANCE	15
<i>L'infailibilité des agences de notation en question</i>	15
<i>La productivité : le talon d'Achille de la France</i>	17
<i>États-Unis : de la valeur et du pouvoir</i>	19
AU-DELÀ DE L'HORIZON	21
<i>Le luxe en pleine redéfinition</i>	21
<i>Les jeunes plus optimistes que prévu</i>	22
POINTS DE REPÈRE	26
<i>Vol aériens, le covid pas encore effacé !</i>	26
<i>88 % du PIB en zone euro</i>	27
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	29
<i>Les statistiques économiques</i>	30

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LA TENTATION ZUCMAN !



La France se déchire autour de la taxe dite « Zucman », du nom d'un jeune économiste formé auprès de Thomas Piketty. Le principe paraît simple : soumettre à un prélèvement annuel

d'au moins 2 % tous les patrimoines dépassant 100 millions d'euros. Sur le papier, la mesure semble séduisante : à peine 1 800 personnes seraient concernées, pour un rendement évalué entre 15 et 25 milliards d'euros. De quoi faire rêver une opinion publique toujours sensible à la rhétorique du « faire payer les riches ».

Dans un pays où l'égalitarisme se confond trop souvent avec la jalousie sociale, la proposition de Gabriel Zucman ne pouvait que rencontrer un écho favorable. Mais derrière cette apparente évidence morale se cache une profonde erreur économique.

La France ne souffre pas d'un déficit de fiscalité, mais d'une « overdose ». Avec un taux de prélèvements obligatoires avoisinant 45 % du PIB — l'un des plus élevés du monde développé — notre pays figure déjà parmi les champions de la taxation du capital au sein de l'OCDE. La France a inventé l'ISF, puis l'IFI ; elle a multiplié les impôts de production, les droits de succession et de donation. Les impôts sur le capital représentent

environ 10 % du PIB en France, contre 7,5 % en Allemagne et 3 % aux États-Unis ; un écart qui illustre déjà la singularité fiscale française. À force de surtaxer, elle finit par assécher.

La « taxe Zucman » s'inscrit dans cette logique pavlovienne : dès que les comptes publics virent au rouge, on songe d'abord à lever un nouvel impôt plutôt qu'à maîtriser la dépense. C'était déjà le cas en 1789 ; cela l'est encore aujourd'hui. Il est toujours plus simple, politiquement, de brandir la justice fiscale que de réduire un train de vie public hypertrophié.

Gabriel Zucman entend aussi taxer les biens professionnels, ce qui pose immédiatement la question de leur évaluation. La valorisation boursière d'une entreprise cotée varie sans qu'il y ait le moindre enrichissement réel pour l'actionnaire. Une hausse de 20 % du cours ne produit aucun gain tant qu'aucune action ne soit vendue ; inversement, personne ne compense les pertes lorsque le marché se retourne. Assimiler une fluctuation de valorisation à un revenu, c'est confondre patrimoine et liquidités.

Ajoutons que la valeur d'une entreprise dépend étroitement de la confiance qu'inspirent ses dirigeants. Si, par hypothèse, Bernard Arnault décidait de vendre brutalement toutes ses parts, la capitalisation de LVMH s'effondrerait aussitôt. La « taxe Zucman » repose sur

une fiction : celle d'un patrimoine à rendement permanent, supposé supérieur à 2 % — l'économiste évoque même 6 %. Or, dans la réalité, les cycles d'activité, les phases de croissance, de redressement ou d'investissement exigent des capitaux patients et non fiscalement pressurés.

Une telle taxe reviendrait à pénaliser l'actionnariat stable, à freiner la réindustrialisation et à décourager l'investissement dans les secteurs d'avenir. Elle frapperait indistinctement les héritiers oisifs et les entrepreneurs innovants : ceux-là mêmes dont dépend la vitalité économique du pays.

Montrer du doigt ceux qui détiennent du capital est toujours plus facile que d'expliquer qu'ils constituent un rouage essentiel de la création de richesses, de l'emploi et du financement de l'innovation. Mettre en place une fiscalité d'exception, c'est faire exactement le contraire de ce qu'il

faudrait. Le bon impôt est celui qui possède une assiette large et des taux faibles. Il doit être neutre sur le plan économique — tout le contraire de la taxe Zucman, qui, par ses effets, détruirait ou ferait fuir le capital.

La pédagogie économique n'a jamais la force émotionnelle de la dénonciation. Pourtant, c'est elle seule qui permet de comprendre qu'à trop vouloir corriger les inégalités par la taxation, on finit par détruire les conditions mêmes de la prospérité.

La « taxe Zucman » n'est pas un impôt sur la fortune ; c'est un impôt sur l'avenir. Et, comme souvent en France, la tentation de la facilité pourrait bien précipiter un nouveau déclin. À bon entendeur...

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

FRANCE : DÉRAPAGES PLUS OU MOINS CONTRÔLÉS

Depuis toujours, les Français entretiennent une relation passionnelle avec l'État. L'État y est à la fois protecteur, garant de l'égalité, dispensateur de services et d'aides, et, en même temps, le bouc émissaire commode des échecs collectifs. Les déficits et la dette d'aujourd'hui sont tout à la fois la conséquence d'une demande de la population et de l'impuissance des pouvoirs publics à s'imposer des règles de bonne gestion publique.

Cette incapacité à maîtriser les comptes publics est un fil rouge de l'histoire française. Les crises des finances publiques sont légion et se transforment régulièrement en crises politiques, comme en témoigne la Fronde au début du règne de Louis XIV ou la Révolution française.

En 2025, la situation est connue de toutes et de tous : l'endettement public atteint 115 % du PIB, le déficit primaire, avant paiement des intérêts de la dette, s'élève à plus de 3 % du PIB. Les taux d'intérêt à dix ans dépassent ceux de l'Italie et excèdent la croissance nominale.

LE MIRAGE BUDGÉTAIRE : TAXER LES RICHES, TAXER LES GRANDES ENTREPRISES ET RÉDUIRE LES DÉPENSES DES ÉTRANGERS

Un sondage IFOP du 17 septembre 2025 a souligné que 86 % des Français sont favorables à la « taxe Zucman », visant à instituer un prélèvement de 2 % sur les patrimoines supérieurs à

100 millions d'euros. De même, 85 % soutiennent l'idée d'imposer davantage les grandes entreprises. La justice sociale, au prisme de l'opinion publique, prend la forme d'une taxation ciblée sur les ultra-riches et les multinationales. Le discours est, en apparence, simple et séduisant : que quelques-uns doivent payer pour tous les autres. Or, la taxe Zucman, dans sa version extrême, rapporterait au mieux 25 milliards d'euros la première année, sachant que certaines évaluations ramènent ce montant à 15 milliards d'euros. En outre, cette taxe risque de s'étioler d'elle-même par attrition de l'économie ou par expatriation des grandes fortunes. En taxant les riches et les grandes entreprises, l'État pourrait au mieux récupérer une trentaine de milliards d'euros, bien loin des 130 milliards nécessaires à la stabilisation des finances publiques.

Plusieurs mesures ciblées sur les étrangers ont été proposées afin de réduire les dépenses, mais celles-ci, au-delà des questions d'ordre éthique et social, sont loin d'être à la hauteur des besoins financiers du pays. La réduction de l'aide médicale d'État rapporterait 1 milliard d'euros. De même, la limitation de la prime d'activité aux seuls Français, qui poserait en outre un problème au niveau du droit européen, rapporterait également 1 milliard d'euros.

La réduction de la contribution de la France à l'Union européenne, qui

créerait une véritable crise en son sein au moment où la France a besoin de l'Europe pour faire face à ses difficultés, a été avancée à 5 milliards d'euros par le RN. Dans le même esprit, certains avancent l'idée de diminuer l'aide publique au développement à hauteur de 2 milliards d'euros. La fin des aides en faveur de la transition écologique « rapporterait » 6 milliards d'euros. En supprimant quelques agences, au mieux, une dizaine de milliards d'euros pourrait être récupérée.

En l'absence de croissance, la capacité à assainir les finances publiques sans revoir en profondeur notre modèle social est une illusion. Or, les enquêtes d'opinion sont unanimes :

- 60 % des Français refusent l'idée qu'ils ne travaillent pas assez ;
- 63 % rejettent l'idée de travailler plus chaque année ;
- 69 % refusent le report de l'âge de la retraite ;
- 72 % rejettent la suppression de l'abattement d'impôt des retraités ;
- 78 % refusent la désindexation des pensions ;
- 59 % s'opposent à toute économie sur la santé ;
- Seuls 28 % accepteraient une réduction des dépenses sociales.

(Source : « Les Français et les finances publiques », Elabe pour BFMTV, 16 avril 2025)

L'opinion publique réclame une baisse globale des dépenses, mais dès qu'un domaine précis est mentionné, le rejet l'emporte massivement. Toujours selon le même sondage, 84 % des Français affirment qu'il y a trop de dépenses

publiques, mais refusent toute réduction concrète. De la même manière, 72 % déclarent qu'il faut produire davantage, mais 60 % rejettent l'idée qu'ils travaillent trop peu. À chaque fois, c'est l'autre qui doit réaliser des efforts.

LA FRANCE EST-ELLE EN ROUTE VERS LA CRISE FINANCIÈRE ?

La stabilisation de la dette suppose de compenser l'écart entre les taux d'intérêt et la croissance nominale. En septembre 2025, avec des taux d'intérêt autour de 3,5 % et une croissance nominale de long terme estimée à 2,5 %, un excédent primaire de 1,1 % du PIB est nécessaire. Or la France affiche un déficit primaire de 3,3 %. L'ajustement requis est donc de 4,4 points de PIB, soit environ 130 milliards d'euros.

Avec la crise politique, l'écart de taux entre l'OAT et le Bund atteint près de 90 points de base, reflet de la défiance croissante des investisseurs. Un point de taux d'intérêt en plus pour la France, c'est, en quelques années, un surcoût annuel de 10 milliards d'euros.

L'INTERVENTION EXTÉRIEURE COMME PLANCHE DE SALUT

Puisque les Français rejettent toute politique intérieure d'ajustement, la seule perspective est celle d'une contrainte imposée de l'extérieur. L'histoire n'est pas sans précédent : la Grèce, en 2010, avait dû accepter une cure de rigueur dictée par la « troïka » européenne. La France n'est pas la Grèce. Sa taille, son poids politique et économique ainsi que son rôle central dans la zone euro rendent cette

intervention extérieure plus délicate à mener. Mais, le Royaume-Uni, dans les années 1970, n'a-t-il pas eu recours au FMI ? Plus récemment, les investisseurs ont conduit au changement de Premier ministre dans ce même pays : Liz Truss, après avoir présenté un budget jugé irréaliste le 23 septembre 2022, a été contrainte de démissionner le 20 octobre 2022.

Dans les prochaines semaines, la France pourrait faire l'objet d'une pression croissante des marchés avec un spread en hausse, d'une dégradation de la note souveraine et, à terme, d'une dépendance accrue au soutien conditionnel de la BCE via son Transmission Protection Instrument. Dans un tel scénario, la rigueur n'apparaîtrait pas comme un choix souverain, mais comme une obligation dictée par les circonstances. La souveraineté budgétaire serait amputée par l'incapacité à réformer de l'intérieur. Une telle situation pourrait être explosive sur le terrain politique et social, avec une radicalisation des opinions.

UN BLOCAGE POLITIQUE MAJEUR

Aucun parti, qu'il soit au pouvoir ou dans l'opposition, ne prendra le risque de porter un programme frontal de réduction des dépenses sociales. Les promesses électorales continueront de jouer sur l'ambiguïté : réduire les déficits sans toucher aux acquis, augmenter la production sans travailler plus, taxer les riches sans perdre d'emplois. Il est assez frappant que l'abandon de la réforme des retraites de 2023 reçoive l'assentiment d'une large majorité de la population et de la classe politique. La réalité budgétaire reste pour autant indifférente aux slogans.

À court terme, le déficit public risque de rester entre 5 et 6 % du PIB en 2026 et en 2027, la dette continuer à croître, de même que le spread avec l'Allemagne. Ce chemin n'est pas tenable au-delà de 2027. Au bord du précipice, les sacrifices seront coûteux. Des économies devront être réalisées dans la douleur, dans les domaines des retraites et de la santé.

À LA RECHERCHE DE LA CROISSANCE PERDUE !

La faiblesse de la croissance de la France alimente la dégradation des comptes publics qui, en retour, perpétue cette première. Un cercle vicieux s'est installé sur fond de crise politique dont il semble, pour l'heure, impossible de s'extraire.

Depuis la crise financière de 2008, la France n'a jamais retrouvé un rythme de croissance soutenu. Entre 2008 et 2025, la progression annuelle moyenne du PIB est d'à peine 1 %. Seules 2017, avec 2,3 %, et 2019, avec 2,1 %, font figure d'exception. La pandémie de 2020 a provoqué un recul du PIB de 7,6 %, suivi d'un rebond de 7,1 % en 2021. Depuis, la croissance s'étiole d'année en année : 2,8 % en 2022, 1,6 % en 2023, 1,1 % en 2024 et à peine 0,8 % attendu en 2025. Les gouvernements sont confrontés à une pénurie de ressources les contraignant à multiplier les rustines en matière de finances publiques. Les pouvoirs publics n'ont pas adapté les dépenses publiques à la faible croissance ; bien au contraire, ils ont tendance à compenser les effets de celle-ci en multipliant les aides et les réductions d'impôts.

La France est confrontée à une attrition de son économie en raison du déclin de la productivité et d'un volume de travail faible. Depuis 2002, la productivité par tête, en France, n'a progressé que de 12,9 % et a même reculé de 2,2 % depuis 2019. Aux États-Unis, elle a augmenté de plus de 40 % en vingt ans. La France se caractérise par un taux d'emploi et un nombre d'heures travaillées faibles, ce qui n'est pas sans incidence sur le PIB.

La France figure parmi les pays de l'OCDE ayant un des plus faibles taux d'emploi :

- Allemagne : 77,6 % ;
- Danemark : 76,2 % ;
- Royaume-Uni : 75,3 % ;
- États-Unis : 71,7 % ;
- Espagne : 71,4 % ;
- France : 69,3 % ;
- Italie : 62,9 %.

En 2025, seuls 67 % des 15-64 ans ont un emploi, contre plus de 75 % en Allemagne, au Royaume-Uni ou en Suède. La faiblesse du taux d'emploi concerne essentiellement les jeunes et les plus de 50 ans. Le taux d'emploi des 55-64 ans est de 79 % au Japon, de 75 % en Allemagne, de 65 % au Canada et de 60 % en France.

Le nombre d'heures annuelles moyennes par personne en emploi en recul au cours de ces deux dernières décennies est relativement faible en France :

- France de 1 530 heures (-70 h en 20 ans) ;
- Allemagne de 1 430 heures (-40 heures en 20 ans) ;
- Italie de 1 750 heures (-40 heures en 20 ans) ;
- États-Unis de 1 810 heures (-10 heures en 20 ans).

Les racines du déclin de la productivité sont à retrouver dans la spécialisation de l'économie dans les services domestiques à faible valeur ajoutée, dans la faiblesse de la recherche et dans les compétences insuffisantes de la population active.

Les entreprises françaises consacrent moins de 2,3 % de leur PIB à la R&D, contre 3 % en Allemagne et près de 3,5 % aux États-Unis. Les dépenses en technologies de l'information et de la communication représentent à peine 0,7 % du PIB, quand ce ratio est en Allemagne de 1,2 % et de 1,8 % aux États-Unis. La valeur ajoutée des TIC ne pèse que 4 % du PIB français, contre 7 % en Allemagne et plus de 8 % aux États-Unis.

À cela s'ajoute le faible niveau de compétences de la population active. Les enquêtes internationales PIAAC de l'OCDE placent la France parmi les derniers grands pays développés : score de 255 en 2023, contre 289 pour la Finlande et 285 pour le Japon. Même les États-Unis, pourtant mal classés en matière éducative, obtiennent un score légèrement supérieur (257). La stagnation de la productivité est donc la conséquence directe d'un triple déficit : de recherche, d'investissement et de compétences.

DES RECETTES FISCALES ATONES ET UN DÉFICIT CHRONIQUE

Un taux d'emploi faible rime avec des recettes fiscales amoindries. Si la France avait un taux comparable à celui de ses principaux partenaires, le PIB serait de près de 10 points supérieur à son niveau actuel.

La faiblesse des recettes fiscales, couplée à une forte propension à la dépense publique, nourrit une trajectoire d'endettement inquiétante. Après avoir franchi les 100 % du PIB au début des années 2020, la dette publique française continue de croître inexorablement et a atteint 115 % en 2025. Contrairement à

l'Allemagne et à d'autres pays européens, qui ont su réduire leur dette après la crise de 2010, la France n'y parvient pas. La différence tient à l'absence d'excédents primaires. L'équation est connue : quand le taux d'intérêt à long terme est supérieur à la croissance nominale, un excédent primaire est nécessaire pour stabiliser la dette. Or la France cumule déficit primaire et faible croissance nominale. L'ajustement nécessaire, donc de l'ordre de 4 points de PIB, est politiquement inacceptable.

LE CERCLE VICIEUX : ENTRE STAGNATION ET RIGUEUR

Pour réduire le déficit, un accroissement des recettes fiscales est indispensable, sachant que les besoins en dépenses publiques sont importants : retraite, santé, dépendance, défense, éducation, sécurité. Une relance de la croissance est tout aussi nécessaire. Celle-ci suppose une augmentation du volume de travail et une progression de l'investissement dans la recherche, l'éducation et les technologies. Or ces investissements nécessitent des moyens budgétaires que la France n'a pas, précisément à cause de son déficit. Seules des mesures de réduction drastiques des dépenses sociales, couplées à des baisses d'impôts permettraient de créer un choc de croissance.

Le blocage politique empêche la mise en place d'une politique audacieuse. La France ne manque pourtant pas d'atouts : un secteur tertiaire dense, un État-providence robuste, un tissu industriel certes affaibli mais encore doté d'avantages comparatifs dans certains secteurs (aéronautique, défense, transports).

À terme, comme pour la Grèce jadis, la dépendance à la BCE pourrait devenir inévitable. Mais la différence est de taille : la France, deuxième économie de la zone euro, ne peut pas être mise sous tutelle externe sans mettre en péril l'ensemble de l'Union. C'est peut-être ce qui explique l'inaction : le sentiment que, quoi qu'il arrive, l'Europe viendra au secours de Paris. Le cercle vicieux français n'est pas seulement

économique : il est politique et psychologique. La France entretient l'illusion qu'elle peut éternellement vivre avec une croissance faible, un déficit élevé et une dette croissante, sans jamais être sanctionnée. Mais l'histoire économique enseigne que les illusions finissent toujours par se briser. La France s'est enfermée dans une économie de l'illusion.

HORIZON EXTERIEUR

RUSSIE : TOUJOURS PAS COULÉE

Bruno Le Maire avait déclaré, de manière un peu présomptueuse, que les sanctions mettraient l'économie russe « à genoux » après l'invasion de l'Ukraine. L'Union européenne a adopté dix-huit trains de sanctions depuis mars 2022 et, le 19 septembre dernier, la Commission européenne en a proposé un dix-neuvième. Les États-Unis, de leur côté, ont placé sous sanctions quelque 5 000 personnes et entités. Et pourtant, malgré ces mesures sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, la Russie a fait preuve d'une réelle résilience, grâce au contournement des embargos et à ses fonds souverains. Elle n'a connu qu'une brève récession en 2022. Scott Bessent, le secrétaire au Trésor américain, a récemment affirmé que des sanctions plus sévères, incluant des tarifs visant les pays achetant du pétrole russe, provoqueraient l'effondrement total de l'économie russe et contraindraient Vladimir Poutine à s'asseoir à la table des négociations. Mais cette prophétie a-t-elle davantage de chances de se réaliser que celle de 2022 ?

Après un rebond en 2023 et 2024, en lien avec la mise en place d'une économie de guerre, la croissance russe s'essouffle depuis le début de l'année 2025. En juillet, le PIB n'a progressé que de 0,4 % sur un an. Selon une enquête auprès des directeurs d'achat, l'activité se contracterait depuis plusieurs mois. La croissance des bénéfices des entreprises reste faible, pesant sur le cours des actions, tandis que les salaires réels décélèrent également, signe avant-coureur d'une récession.

Le ralentissement de l'activité s'explique par la remise en cause des mesures de soutien économique édictées après l'invasion de 2022. Le montant des aides avait atteint l'équivalent de 5 % du PIB en 2023. L'appui coûteux à l'investissement privé a pris fin. Par ailleurs, la politique monétaire a été durcie afin de contenir l'inflation : le relèvement des taux directeurs par la banque centrale pèse désormais sur les investissements.

Les conséquences des sanctions sont difficiles à mesurer. La production de pétrole recule. Entre janvier et mars 2025, la Russie a exporté pour 96 milliards de dollars de biens, catégorie dominée par les produits pétroliers, contre 155 milliards sur la même période en 2022. La baisse des cours du pétrole s'ajoute aux sanctions pour expliquer cette évolution. Les dernières mesures restrictives pourraient accentuer la pression : elles visent les entreprises qui achètent du pétrole en violation des embargos, ainsi que celles qui approvisionnent la Russie en biens stratégiques. Pour l'heure, les Russes ont fait preuve d'ingéniosité pour contourner les sanctions, en créant une flotte fantôme et en acheminant des biens occidentaux via des pays non alignés. Le contrôle reste ardu, la réexportation multipoints et la

faible visibilité sur les approvisionnements des raffineurs compliquant la traçabilité du brut. La Russie a également recouru au troc avec ses partenaires — du blé contre des voitures, par exemple — afin d'éviter les transferts financiers.

Cette résilience n'incite guère Vladimir Poutine à négocier. Pour l'instant, aucune détérioration majeure du marché du travail n'est visible et les salaires réels restent à des niveaux historiquement élevés. À rebours du pessimisme qui domine dans les économies occidentales, les Russes n'ont que rarement eu une perception aussi favorable de leur situation économique. Dans le même temps, les finances ukrainiennes apparaissent de plus en plus sous tension. Le temps, pour l'instant, joue en faveur de Moscou.

LA CHINE : LA GRANDE GAGNANTE DE LA POLITIQUE DE DONALD TRUMP ?

Depuis son retour au pouvoir en janvier 2025, Donald Trump s'est-il engagé dans un grand sabotage de l'économie américaine ou poursuit-il une vision de long terme pour son pays dans les trente prochaines années ? Le président américain est parti d'un constat : celui d'un déclin des États-Unis, exploités selon lui par des nations qui profiteraient du travail et de la richesse des Américains. Cette analyse *a priori* surprenante au regard du taux de croissance et des gains de productivité enregistrés ces dernières années, s'appuie sur l'évolution de la balance commerciale et sur le processus de désindustrialisation.

Pour rétablir l'équilibre des échanges commerciaux et réindustrialiser son pays, Donald Trump a opté pour une

politique de repli fondée sur la majoration des droits de douane et une réduction drastique de l'immigration. Reste à savoir si cette stratégie permettra de préserver la suprématie américaine pour les prochaines décennies ou si elle entraînera, au contraire, le basculement du centre de gravité économique mondial vers la Chine et l'Asie.

LE REJET DE L'IMMIGRATION

Depuis mars 2025, le nombre d'immigrés ayant un emploi aux États-Unis a reculé de 1,5 million de personnes. Ce changement de cap historique n'est pas sans conséquences. Les immigrés jouent un rôle essentiel, comme en Europe, dans les secteurs de la restauration, de l'hôtellerie, de la logistique ou du

bâtiment. Mais ils sont également présents au cœur de la haute technologie : 29 % des entrepreneurs américains sont issus de l'immigration, alors qu'ils ne représentent que 15 % de la population totale. 44 % des fondateurs de licornes (entreprises valorisées à plus d'un milliard de dollars) sont d'origine étrangère. 26 % des immigrés travaillent dans les secteurs des sciences, de la technologie, de l'ingénierie et des mathématiques.

La vitalité de la Silicon Valley, la puissance d'innovation américaine, la productivité globale du pays reposent en grande partie sur ces talents venus d'ailleurs. Nombre de figures emblématiques, symboles de la réussite américaine — Elon Musk pour Tesla, Andrew Grove pour Intel — sont des immigrés. Longtemps, l'immigration hautement qualifiée a permis de compenser les faiblesses du système de formation américain.

L'ANTIPOLITIQUE CLIMATIQUE

Depuis le début de l'année 2025, les émissions de CO₂ américaines ont augmenté de 4,2 % par rapport à l'année précédente, conséquence directe d'une hausse de 14 % de la consommation de charbon pour produire de l'électricité. Donald Trump a décidé de retirer à nouveau les États-Unis des Accords de Paris, qui visent la décarbonation des activités humaines d'ici 2050. Les États-Unis empruntent ainsi une trajectoire inverse de celle de toutes les grandes économies développées.

Tandis que la Chine, paradoxalement, accélère ses investissements dans les énergies renouvelables, l'Amérique de

Donald Trump rouvre des mines, annule des projets solaires et supprime les subventions aux filières vertes. Le coût économique de ce virage est considérable. En affaiblissant ses filières technologiques vertes (batteries, éoliennes, cellules photovoltaïques), les États-Unis compromettent leurs positions industrielles sur les marchés de demain.

LA DÉSORGANISATION SANITAIRE

En 2025, le ministère de la Santé a été amputé d'un tiers de ses effectifs : 25 000 licenciements sur 82 000 agents. Cette mesure sans précédent a été décidée par le nouveau secrétaire d'État à la Santé, Robert Kennedy Jr., connu pour avoir défendu plusieurs thèses dites complotistes. Le budget des National Institutes of Health a été réduit de 18 %, tandis que les programmes de recherche médicale sont gelés. Le budget de Medicaid, assurance santé destinée aux plus modestes, devrait être amputé de 610 milliards de dollars sur dix ans. Ce démantèlement du système de santé américain risque d'accélérer le recul de l'espérance de vie à la naissance, amorcé depuis 2016 et, depuis, toujours en baisse. Celle-ci atteint désormais 77 ans, soit quatre ans de moins qu'en France.

LE FREINAGE DE LA PRODUCTIVITÉ : LE TALON D'ACHILLE AMÉRICAIN

Les conséquences de ces politiques se lisent déjà dans plusieurs chiffres. La productivité par tête stagne depuis 2023, après deux décennies de progression continue. La croissance du PIB réel ralentit à moins de 1,5 %, et les créations d'emplois sont désormais inférieures à 100 000 par mois.

LA CHINE TRACE SA ROUTE

Malgré le déclin de sa population, la Chine continue de progresser et de gagner des parts de marché à l'échelle mondiale. Ses investissements en recherche et développement ont atteint 723 milliards de dollars en 2023, presque à parité avec les 784 milliards des États-Unis. Ses dépenses publiques ciblent massivement les secteurs d'avenir : semi-conducteurs, intelligence artificielle, batteries, biotechnologies.

En parité de pouvoir d'achat, le PIB chinois devrait dépasser celui des États-Unis de près de 4 000 milliards de dollars (40 000 milliards contre 36 000). Même en valeur nominale, le croisement des courbes pourrait survenir avant 2030. Dans de nombreux domaines — terres rares, batteries, voitures électriques, informatique — la Chine est désormais incontournable. Les grandes entreprises américaines de haute technologie exercent une forte pression sur Donald Trump pour qu'il mette un terme à la guerre commerciale. La Chine, de son côté, entend devenir le numéro un mondial dans tous les domaines, à l'horizon 2049, centenaire de la prise de pouvoir du Parti communiste.

UNE ERREUR DE VISION

En optant pour le protectionnisme, Donald Trump pense protéger les États-Unis et défendre leur souveraineté

nationale. Mais en réalité, il risque de priver le pays de son moteur historique : sa capacité à absorber le monde, à transformer la diversité en innovation. Les politiques menées depuis 2025 tournent le dos à celles qui ont fait la grandeur des États-Unis au cours des quatre-vingts dernières années.

Donald Trump estime que la Chine mène une politique hostile à l'Amérique, ce qui l'obligerait à réagir avec fermeté. Mais ces mesures apparaissent avant tout comme un aveu de faiblesse de la part de la première puissance mondiale.

Le déclin des grandes puissances provient plus souvent de l'intérieur que de l'extérieur. Les États-Unis n'ont pas, à ce jour, de raisons objectives de se sentir menacés par la Chine. Pourtant, leurs dirigeants adoptent une politique qui pourrait, à terme, renforcer leur rival. La Chine, pragmatique, disciplinée, investit, innove, apprend. Les États-Unis, eux, doutent et contestent. Le XXI^e siècle pourrait bien être marqué par le retour de la Chine à la première place des puissances économiques et militaires mondiales ; non pas parce que Pékin l'aura conquise, mais parce que Washington l'aura abandonnée.

ÉTATS-UNIS : LA NOUVELLE POLITIQUE ÉCONOMIQUE EXTÉRIEUR EN ACTION

Le président Donald Trump a décidé d'apporter son soutien à son homologue argentin, Javier Milei, avec lequel il partage un goût affirmé pour la disruption. En visite officielle le 14 octobre dernier à Buenos Aires, le chef de l'État américain a accordé une ligne financière de 20 milliards de dollars, soit l'équivalent de la moitié des réserves de change de l'Argentine, afin de rassurer les investisseurs sur la solidité des réformes monétaires engagées. Ce soutien vise à enrayer la dépréciation du peso argentin. Le Trésor américain envisage même de mobiliser l'Exchange Stabilisation Fund, un fonds en dollars qui n'avait plus été utilisé pour venir en aide à un pays étranger depuis 2002.

Huit mois après le début de son second mandat, Donald Trump a profondément remodelé la diplomatie financière américaine. Pendant des décennies, celle-ci visait à réduire la pauvreté tout en consolidant l'influence des États-Unis. Les financements passaient par l'aide bilatérale, le FMI ou la Banque mondiale, dont Washington demeure le principal actionnaire. Désormais, la Maison-Blanche a coupé la moitié des flux financiers sortants, provoquant l'inquiétude des institutions multilatérales. Les États-Unis ne se retirent pas du développement international : ils en redéfinissent les règles. La diplomatie financière américaine devient plus sélective et instrumentalisée. Les ressources sont réservées aux alliés idéologiques, aux dirigeants jugés stratégiques par Donald Trump et aux pays qu'il souhaite soustraire à l'influence de Pékin. Le soutien américain est désormais explicitement politique.

En avril, Scott Bessent, secrétaire au Trésor, avait cherché à apaiser le FMI et la Banque mondiale en promettant de maintenir l'appui américain, sous condition d'une réforme de leurs pratiques. Depuis, il leur demande de réduire leurs engagements globaux. L'administration affiche une volonté claire de désarticulation progressive des institutions multilatérales. Dans le même temps, trois grandes agences américaines ont été réorganisées pour servir cette nouvelle orientation. En juillet, l'USAID, principale agence d'aide, a transféré ses derniers crédits au département d'État, chargé de leur trouver de nouveaux usages. La Millennium Challenge Corporation, organisme de prêts aux infrastructures, gelée au printemps, a été autorisée à reprendre ses activités, mais son budget a été réduit de 75 %. En 2026, le département d'État devrait contrôler la quasi-totalité du budget des affaires internationales (31 milliards de dollars), soit deux fois moins qu'en 2025. Troisième pilier, la Development Finance Corporation (DFC), créée par Donald Trump lors de son premier mandat, dispose d'un portefeuille de prêts plafonné à 60 milliards de dollars, financé en partie par des investisseurs privés. La Maison-Blanche souhaite relever ce plafond à 250 milliards, ce qui nécessiterait l'approbation du Congrès. Dans ces trois institutions, la ligne directrice est désormais claire : moins de subventions, davantage de prêts à des conditions proches du marché et d'investissements en capital. Tout projet non rentable devra répondre à des priorités très ciblées, sous peine d'être rejeté.

Les fonds ainsi économisés doivent être redirigés vers les partenaires jugés loyaux. Alors que les États-Unis évitaient traditionnellement les plans de sauvetage bilatéraux, préférant les confier au FMI, cette approche est désormais privilégiée. L'Argentine en est l'un des premiers bénéficiaires. Malgré son tropisme isolationniste, Donald Trump n'hésite pas à mobiliser les ressources publiques pour se constituer de nouveaux alliés. Fidèle à la doctrine Monroe, il entend faire de l'Amérique latine son arrière-cour. Faute de pouvoir compter sur le président brésilien Lula, il a jeté son dévolu sur Javier Milei. Mais Washington prend un risque. Buenos Aires puise rapidement dans ses réserves de change pour soutenir le peso, condition essentielle à la maîtrise de l'inflation. Même avec l'appui américain, les besoins de l'Argentine en devises restent considérables pour financer ses importations et honorer ses remboursements.

À travers cette nouvelle stratégie d'aide aux pays émergents, Washington cherche avant tout à contrer la Chine, devenue le premier créancier bilatéral mondial. Depuis 2016, Pékin a accordé quelque 185 milliards de dollars de prêts de sauvetage, se plaçant juste derrière le FMI. Les gouvernements bénéficiaires de ces fonds se montrent généralement peu enclins à soutenir les positions américaines, notamment lorsqu'il s'agit de relever les droits de douane à l'encontre de la Chine.

La rivalité sino-américaine s'intensifie. Donald Trump a ainsi demandé à Javier Milei de mettre fin à la ligne de swap de 18 milliards de dollars conclue avec les banques chinoises, et de cesser la vente de soja à Pékin.

Les États-Unis s'engagent également dans le financement d'infrastructures à l'étranger, imitant la stratégie chinoise. Un nouvel instrument, l'America First Opportunity Fund, doté de 3 milliards de dollars et confié à Marco Rubio, secrétaire d'État, pourrait financer des projets jugés stratégiques, tels que des réseaux de télécommunications en Asie du Sud-Est ou des programmes d'exploitation halieutique dans le Pacifique Sud. Des prêts pourraient aussi être accordés à certains gouvernements latino-américains prêts à refuser l'accès à leurs ressources minières stratégiques aux groupes chinois.

Pour Donald Trump, toute aide extérieure doit avant tout servir les intérêts nationaux américains. Le département d'État place désormais au cœur de ses priorités les ressources rares, les composants électroniques de pointe et les équipements de défense. La Maison-Blanche a offert à la Zambie des incitations pour accélérer l'exploitation de ses mines, conditionné une partie de l'aide militaire à l'Ukraine à l'accès à ses minerais, et prépare un accord du même type avec la République démocratique du Congo.

La réorientation de la politique extérieure pourrait s'avérer coûteuse. Si, dans un premier temps, la Maison-Blanche avait promis de réduire l'aide internationale, rivaliser avec Pékin sur le terrain du crédit extérieur demeure une gageure. Selon le Council on Foreign Relations, les deux principales banques publiques chinoises totalisaient à elles seules plus de 500 milliards de dollars de prêts en 2024. Même avec le soutien du Congrès, Donald Trump ne pourrait mobiliser qu'environ 300 milliards de dollars. En Chine, certains appels à une réduction de ces aides

émergent, ce qui constituerait une aubaine pour Washington.

Jusqu'à présent, Donald Trump a agi sans réelle considération pour le coût de sa stratégie. Ses conseillers espèrent que, confronté à l'ampleur des financements requis, il modérera ses ambitions. Dans ce cas, les plans de sauvetage bilatéraux et

les contre-mesures anti-Chine pourraient céder la place à des projets miniers plus ciblés. Mais si l'extension du mandat de la DFC se concrétise, la Maison-Blanche pourrait paradoxalement devenir un bailleur de fonds plus généreux encore que sous Joe Biden — une orientation qui risquerait de heurter une partie des partisans du mouvement « MAGA ».

HORIZON FINANCE

L'INFAILLIBILITÉ DES AGENCES DE NOTATION EN QUESTION

Les agences de notation se présentent comme les vigies de la finance mondiale. Par leur grille de notation fondée sur un grand nombre de paramètres, elles établissent un classement des différents actifs financiers en mesurant les risques encourus par les investisseurs. Dans les faits, elles ne prévoient rien, mais établissent avant tout un constat.

LA MYOPIE DU COURT TERME

Les agences de notation — Standard & Poor's, Moody's, Fitch — prétendent juger de la capacité d'un État ou d'une entreprise à honorer ses engagements dans la durée. Or, leurs évaluations reposent essentiellement sur des variables de court terme : le niveau actuel du déficit public, de la dette, la croissance observée, le climat politique immédiat.

La France, notée AA- avec perspective négative, est évaluée sur la base d'un déficit public de 5,4 % du PIB et d'une dette avoisinant 115 %. Ces chiffres exacts ne disent rien de la trajectoire future du pays ni de son potentiel de redressement.

À l'inverse, l'Espagne, dont la dette publique dépasse 108 % du PIB et dont la productivité reste inférieure à celle de la France, conserve une notation A+ stable. Les agences valorisent sa croissance immédiate (2,5 % en volume), ce qui donne l'illusion d'une dynamique vertueuse.

L'Italie, avec une dette publique à 140 % du PIB et une croissance inférieure à 1 %, a vu sa note relevée par Fitch, cette dernière ayant retenu la nette amélioration récente des finances publiques — amélioration qui pourrait pourtant se révéler temporaire.

LES TENDANCES STRUCTURELLES NÉGLIGÉES

La productivité est en recul sur la période 2017-2024 en France (-2,2 %). En Italie, elle est stable depuis vingt ans. En Allemagne, en revanche, elle progresse de 5 % depuis 2019. Ces différences conditionnent la capacité future des États à financer leur dette. Au vu de la productivité, la France comme l'Italie devraient être dégradées.

Autre facteur susceptible de justifier une révision des notes : la démographie.

La France, avec un taux de fécondité de 1,68, vieillit plus lentement que l'Allemagne (1,45), mais plus vite que les États-Unis (1,72). La trajectoire française, en la matière, est alarmante : son taux de fécondité converge à toute vitesse vers la moyenne européenne. Autrefois atout, la démographie devient désormais un facteur négatif pour l'économie française.

LE CAPITAL HUMAIN, UN MAILLON FAIBLE

Autre élément qui plaide pour une révision à la baisse de la note française : le capital humain. Selon l'OCDE, le niveau de compétence moyen (PIAAC) des adultes français est inférieur de 10 % à celui des Allemands et de 15 % à celui des Néerlandais. Cette faiblesse pèsera sur la croissance potentielle dans les prochaines années.

À l'inverse, certains facteurs militent pour une note plus élevée : le taux d'épargne des ménages reste élevé (près de 19 % du revenu disponible brut), le système bancaire est solide, et la croissance potentielle, bien que modeste, demeure proche de la moyenne de la zone euro. La France bénéficie, en outre, de l'appui de la monnaie unique et du rôle central de la Banque centrale européenne.

LES BIAIS DES MODÈLES D'ÉVALUATION

Les agences de rating affirment intégrer des facteurs de long terme dans leurs grilles d'analyse — gouvernance, stabilité institutionnelle, environnement réglementaire, etc. — mais, dans la pratique, ces variables restent secondaires.

L'essentiel de la note repose sur deux ratios : dette/PIB et déficit/PIB. Ainsi, un pays qui augmente temporairement ses dépenses publiques pour investir dans la transition énergétique ou la défense — comme la France avec sa loi de programmation militaire (413 milliards d'euros sur 2024-2030) — est pénalisé. À l'inverse, un pays qui réduit ses investissements publics pour afficher un déficit plus faible voit sa note améliorée, même s'il compromet son potentiel de croissance.

DES ERREURS RÉCURRENTES

Dans le passé, les agences de notation se sont lourdement trompées.

En 2008, à la veille de la crise des subprimes, elles attribuaient les meilleures notes à des produits financiers adossés à des crédits immobiliers qui se sont révélés toxiques. Elles n'ont pas anticipé l'effondrement de ces actifs, lequel a provoqué la plus grande crise financière depuis 1929.

VERS UNE APPROCHE PLUS COMPLÈTE

Les agences devraient mieux intégrer :

- la stratégie d'investissement : un pays qui consacre 3 % de son PIB à la R&D devrait être noté plus favorablement qu'un autre qui se contente de réduire ses dépenses ;
- la soutenabilité démographique : la dynamique de la population active est un indicateur clé de la capacité future à rembourser la dette ;
- la cohérence politique et institutionnelle : la stabilité des politiques économiques à long terme, au-delà des alternances, conditionne la confiance des marchés.

Les agences de notation incarnent la contradiction d'un monde financier qui tente, par tous les moyens, de délimiter les risques tout en recherchant des rendements élevés.

L'analyse de court terme l'emporte souvent sur la vision de long terme. Elles privilégient les données tangibles

retrçant une situation passée et, par prudence, s'aventurent peu sur le terrain des prévisions.

La France, par certains aspects, pourrait se voir attribuer une note bien plus mauvaise, et par d'autres, une note relevée. En définitive, sa note actuelle est peut-être, paradoxalement, la plus juste.

LA PRODUCTIVITÉ : LE TALON D'ACHILLE DE LA FRANCE

Longtemps, les responsables politiques ont mis en avant que la France pouvait s'enorgueillir de posséder l'un des taux de productivité les plus élevés parmi les pays de l'OCDE. Ce haut niveau de productivité était censé compenser une faible ardeur au travail. Or, ce n'est plus le cas : depuis 2019, la productivité du travail a reculé de plus de 2 %. Dans le même temps, les dépenses publiques ont progressé de 7,6 % en termes réels. Ce décalage explique à lui seul l'essentiel de l'ouverture du déficit public français, qui dépasse désormais cinq points de PIB. Le pays vit à crédit parce qu'il ne produit pas assez.

UNE PRODUCTIVITÉ EN REcul DANS UNE ÉCONOMIE IMMOBILE

Depuis le début de l'année 2019, la France a vu sa productivité du travail reculer de plus de 2 %. La productivité par tête, qui progressait encore régulièrement jusque dans les années 2010, stagne désormais. L'explication tient à une combinaison de facteurs structurels :

- un sous-investissement dans les nouvelles technologies ;
- la faiblesse du secteur numérique ;

- un déficit chronique de compétences au sein de la population active ;
- un vieillissement démographique qui réduit la mobilité du travail.

Ce recul de la productivité est d'autant plus préoccupant qu'il ne s'accompagne d'aucune contraction des dépenses publiques. Bien au contraire : dans un pays où le mot réforme suscite aussitôt la peur du déclassement, l'augmentation de la dépense sert de béquille à la croissance défaillante. À chaque crise, le montant des dépenses s'accroît fortement. Le retour à la normale ne s'accompagne jamais d'une réduction correspondante. Elles se figent ainsi à un niveau toujours plus élevé.

L'AUGMENTATION CONTINUE DES DÉPENSES PUBLIQUES

Entre 2019 et 2024, les dépenses publiques ont augmenté de 7,6 % en termes réels, soit plus rapidement que la croissance du PIB. Sur cette période, les dépenses de protection sociale ont progressé de 3,4 % en volume. Après l'épidémie de Covid, les gouvernements ont maintenu plus longtemps qu'ailleurs les dispositifs de soutien aux entreprises

et aux ménages afin d'atténuer les effets de la vague inflationniste.

Les pouvoirs publics ont été incapables de démonter l'ensemble des aides, face à la pression de la population pour leur maintien. À force d'amortir tous les chocs, la France a neutralisé les mécanismes d'adaptation naturelle de l'économie.

LA MÉCANIQUE DU DÉFICIT

Ce décalage entre productivité et dépenses conduit mécaniquement à l'augmentation du déficit public. Entre 2019 et 2025, celui-ci a progressé de plus de deux points de PIB. Si la productivité baisse, la richesse nationale stagne. Si, dans le même temps, les dépenses publiques continuent d'augmenter, alors le déficit se creuse, l'État redistribuant une richesse qu'il ne crée plus. En France, la productivité du travail est désormais inférieure à son niveau de 2019, alors que les dépenses de santé, de retraite, d'éducation et de subventions publiques sont en forte hausse. Le poids de la protection sociale, qui représente 33 % du PIB, agit comme un multiplicateur budgétaire inversé : ces dépenses soutiennent le revenu des ménages à court terme, mais freinent l'ajustement productif à long terme.

LE DÉNI COLLECTIF

Le refus de l'adaptation est assez logique de la part de la population. Nul ne souhaite partir à la retraite plus tard ni accepter un reste à charge plus élevé en matière de santé. Selon le baromètre Elabe de septembre 2025, 69 % des Français refusent le report de l'âge de la retraite, 63 % rejettent l'idée de

travailler davantage chaque année, 59 % s'opposent à toute économie sur la santé, et 72 % refusent la suppression de l'abattement fiscal des retraités.

Pendant des années, le respect du seuil des 3 % du PIB faisait l'objet d'un relatif consensus au sein de la classe politique. Or, par populisme, ce consensus s'est délité. Plusieurs partis réclament désormais une augmentation des dépenses sociales ou des dépenses en faveur des services publics, sans pour autant accepter le principe d'un accroissement du volume de travail.

COMMENT REGAGNER DE LA PRODUCTIVITÉ ?

La France devrait accroître ses dépenses dans la recherche et la formation. En 2024, le pays ne consacrait que 0,7 % de son PIB à l'investissement dans les technologies de l'information et de la communication, contre 1,2 % en Allemagne et 1,8 % aux États-Unis. Le poids du secteur des technologies numériques reste faible : 4 % du PIB, contre 7 % en Allemagne et 8 % outre-Atlantique.

En matière de formation, la France obtient un score médiocre dans le classement PIAAC de l'OCDE : 253 points, bien en deçà de la Finlande (289), du Japon (285) ou de l'Allemagne (267). Cette faiblesse du capital humain pèse lourdement sur la productivité du travail. Le problème ne tient pas au niveau des dépenses d'éducation, mais à leur efficacité. Le pays dépense plus que la moyenne européenne pour ses

écoles et universités, mais obtient des résultats inférieurs.

UNE CRISE DE PRODUCTION AVANT D'ÊTRE BUDGÉTAIRE

La crise budgétaire de la France est avant tout une crise de la production. Le pays continue de raisonner comme s'il pouvait dépenser sans lien avec la productivité réelle. Tant que les taux d'intérêt étaient quasi nuls, cette illusion demeurait tenable.

Mais avec un taux à dix ans revenu à plus de 3,5 %, la charge de la dette augmente d'année en année et dépasse désormais 50 milliards d'euros. Ce poids réduit d'autant la capacité de l'État à investir. Plus la dette croît, moins il est possible d'investir ; moins on investit, plus la productivité recule, et plus la dette s'alourdit encore. Pour enrayer cette spirale, la France doit absolument regagner de la productivité et accroître son volume de travail.

ÉTATS-UNIS : DE LA VALEUR ET DU POUVOIR

Aux États-Unis, l'économie se caractérise par une concentration croissante de la valeur et du pouvoir. Quatre des dix entreprises les plus valorisées — Alphabet, Berkshire Hathaway, Meta et Oracle — demeurent contrôlées par leurs fondateurs. Tesla reste dirigée par Elon Musk, dont la fortune est intimement liée à ses actions. Nvidia, devenue première capitalisation mondiale, est toujours sous l'autorité de Jensen Huang, son créateur. À ce dernier, Donald Trump a récemment déclaré : « *Vous êtes en train de conquérir le monde.* »

Dans tous les secteurs, les premiers de cordée américains renforcent leur puissance, qu'il s'agisse de la musique, incarnée par Taylor Swift, du sport ou des hautes technologies. Quelques individus détiennent désormais un pouvoir sans précédent, non seulement sur l'économie américaine mais aussi sur l'économie mondiale. La technologie comme la culture placent l'individu, davantage encore que l'entreprise, au centre du jeu économique.

Cette personnalisation des sociétés est particulièrement manifeste dans la Silicon Valley. À l'ère de l'intelligence artificielle, quelques figures font « la pluie et le beau temps ». Autrefois, les entreprises mettaient en avant leurs équipes dirigeantes ; aujourd'hui, ce sont les chercheurs vedettes en IA qui dictent l'agenda. L'idée que les cent meilleurs valent, de manière exponentielle, plus que tous les autres est largement répandue. Mark Zuckerberg, PDG de Meta, aurait proposé des rémunérations à huit ou neuf chiffres pour attirer les meilleurs programmeurs et combler son retard sur OpenAI. Sam Altman, à la tête de cette dernière, affirme qu'« *une poignée de personnes seulement* » est capable de franchir les véritables frontières technologiques. Elon Musk parle, lui, de « *la guerre des talents la plus folle* » qu'il ait jamais connue.

Cette bataille ne se limite pas à la technologie. Dans la finance, les grandes banques et fonds d'investissement recrutent à prix d'or des gérants de

portefeuilles vedettes. Les grands cabinets d'avocats suivent la même logique : dans les dix premiers, les associés sont en moyenne 40 % plus rentables que dans les suivants, accélérant le déclin du modèle égalitaire où la rémunération dépendait avant tout de l'ancienneté.

Dans le divertissement, les écarts se creusent également. Depuis 2017, le nombre d'artistes gagnant plus de 10 millions de dollars via Spotify a progressé trois fois plus vite que celui des artistes franchissant le seuil des 100 000 dollars. Les célébrités créent leurs propres marques, à l'image de Kim Kardashian ou Hailey Bieber, pour diversifier leurs revenus. Les écrivains eux-mêmes délaissent les journaux traditionnels pour des plateformes comme Substack, valorisée près du double du vénérable Daily Telegraph.

L'économie des superstars n'est pas une invention contemporaine. Dès 1890, l'économiste Alfred Marshall s'interrogeait sur la rémunération des individus dotés de talents exceptionnels. Le public accepte de payer davantage pour assister au récital d'un pianiste de génie que pour aller écouter deux pianistes simplement bons. Les nouvelles technologies de communication amplifient cet « effet superstar » en permettant aux meilleurs de toucher un public mondial, réduisant le rôle des intermédiaires.

Dans l'IA, la compétition entre géants américains pousse les salaires vers des sommets. Plus de 400 milliards de dollars sont investis chaque année dans ce secteur, et les investisseurs attendent des résultats rapides. En

Californie, l'interdiction des clauses de non-concurrence accroît le pouvoir de négociation des ingénieurs, libres de changer d'employeur. En juillet, deux chercheurs d'Anthropic sont partis chez Anysphere avant d'être réembauchés quelques semaines plus tard, illustrant cette fluidité.

Les autorités antitrust limitant désormais les acquisitions, les grands groupes nouent des accords de partenariat avec des start-up afin de s'assurer les services de leurs têtes d'affiche : Google avec Windsurf et Character.ai, Microsoft avec Inflection et Mustafa Suleyman, Meta avec Scale AI et Alexandr Wang.

La même dynamique prévaut à Wall Street. Jane Street, l'un des leaders du trading haute fréquence, a engrangé 6,9 milliards de bénéfices nets au deuxième trimestre 2025 avec seulement 3 000 employés. Hudson River Trading, avec 1 000 salariés, a gagné 1,6 milliard, quand Goldman Sachs, pourtant forte de 46 000 collaborateurs, n'a dégagé « que » 3,7 milliards.

Les technologies de communication accentuent encore ces écarts. Les plateformes comme Substack ou OnlyFans permettent aux créateurs de s'adresser directement à leur public et de capter l'essentiel de la valeur créée.

Certains redoutent que cette focalisation sur les grandes figures ne soit le signe avant-coureur d'une bulle. Cette « économie des superstars » interroge l'équilibre du capitalisme mondial. Si elle stimule l'innovation et attire les capitaux, elle concentre aussi

richesses et pouvoir entre les mains de quelques individus. À l'heure où l'intelligence artificielle, la finance et la culture fonctionnent de plus en plus sur

le mode du « winner takes all », le droit à la concurrence, un des principes cardinaux de l'économie contemporaine est remis en question.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

LE LUXE EN PLEINE REDÉFINITION

En 2023, une bouteille de Château d'Yquem valait 60 % de plus qu'en 2015. À l'époque, tous les produits de luxe connaissaient des augmentations à deux chiffres faisant le bonheur des grands groupes comme LVMH, Kering ou Hermès. De 2015 à 2023, l'indice des investissements de luxe publié par le cabinet immobilier Knight Frank s'était envolé de 70 %. Depuis son sommet de 2023, l'indice a reculé de 6 %. Les grands crus classés de Bordeaux — Lafite-Rothschild, Margaux et consorts — ont perdu près de 20 %. Aux États-Unis, les prix des jets privés et des yachts ont baissé de 6 %. Les Rolex d'occasion se négocient près de 30 % en-dessous de leurs niveaux de 2022. Le marché de l'art contemporain est en berne. À Londres comme à Paris, les logements « prime » reculent. À San Francisco, une villa de la fameuse Billionaires' Row, affichée 32 millions de dollars il y a deux ans, cherche aujourd'hui preneur à 26 millions.

La baisse du marché du luxe ne s'explique pas par celle du nombre de milliardaires ni par le recul de leurs revenus. Selon Forbes, leur nombre est de plus de 3 000 dans le monde, contre 2 800 l'an dernier. Les 0,1 % d'Américains les plus riches détiennent désormais 14 % du

patrimoine des ménages — un record depuis plusieurs décennies.

Contrairement aux ménages modestes, les 3,3 % d'Américains les plus aisés ont accru leurs dépenses depuis 2022. Le ralentissement ne vient donc pas d'un appauvrissement des riches, mais de l'économie même du luxe en mutation rapide.

Le marché du luxe repose sur deux piliers : la rareté et la rivalité. Un bien n'est véritablement luxueux non pas parce qu'il est cher, mais parce que sa possession empêche les autres de l'obtenir. Le problème, pour les ultra-riches, est que les biens d'exception ne le sont plus vraiment. Des dizaines de domaines produisent désormais d'excellents vins. Le meilleur Bordeaux vaut-il encore tant mieux que les autres ? Les diamants de laboratoire sont identiques aux naturels. Avec un peu d'argent, il est possible de s'offrir une veste Kiton d'occasion ou d'affréter un jet privé pour quelques heures. Le monde de l'art expérimente la « fractionnalisation » : plusieurs centaines d'investisseurs peuvent désormais détenir ensemble un fragment d'un tableau de Rembrandt. La tokenisation de l'art aboutit à la banalisation des œuvres. Les plaisirs jadis réservés à quelques-uns se sont démocratisés et, surtout, affichés

sur les réseaux sociaux. Le raffinement est devenu reproductible. Ces biens ne sont plus rares, ni vraiment enviés. Le luxe en se banalisant ne relève plus du « luxe », et avec lui, le désir qu'il suscitait s'amointrit.

Les riches se tournent donc vers d'autres horizons : plus grands, plus exclusifs, plus personnels. Les riches comme le reste de la population se détournent des biens matériels pour des services et des univers plus immatériels. Assister à un concert des Rolling Stones en statut VIP offrant droit à une rencontre avec Mick Jagger prime désormais sur la possession d'une Ferrari ou d'une Porsche. Les billets du Super Bowl ont doublé en quelques années. La hausse des prix des services de luxe obéit à la même logique que le déclin des objets de luxe : la rareté absolue. L'hôtellerie de luxe l'a bien compris. Les palaces offrent des suites avec des piscines privées et avec des vues impossibles comme sur la Tour Eiffel ou

l'Arc de Triomphe à Paris. Avec moins de 200 chambres, le Bristol à Paris illustre cette soif d'identité de la part des riches, la demande excède largement l'offre, ce qui a permis de multiplier par deux le prix d'une nuit en six ans. En période de déclin démographique et de lutte contre l'immigration, le personnel de maison devient une denrée rare aux États-Unis. Aux États-Unis, le salaire d'un employé de maison a ainsi augmenté de 50 %. À Palm Beach, en Floride, certains gagnent plus de 150 000 dollars par an. Les Philippines sont particulièrement recherchés.

La finale de la prochaine coupe du monde devrait être l'occasion d'une nouvelle envolée des tarifs. Il en sera de même pour les prochains concerts de Taylor Swift ou des Stones. Pour ces derniers, la rareté sera d'autant plus présente que la probabilité que cela soit la dernière tournée augmente.

LES JEUNES PLUS OPTIMISTES QUE PRÉVU

Depuis 2016, le baromètre DJEPVA-INJEP du Crédoc étudie le moral, les attentes et les formes d'engagement de la jeunesse en France. L'édition 2025 repose sur un échantillon de 4 504 jeunes âgés de 15 à 30 ans et de 1 024 adultes de plus de 30 ans, interrogés en ligne en France métropolitaine et par téléphone dans les territoires ultramarins.

UNE TENDANCE LONGUE : LA STABILISATION DU MORAL, LA FATIGUE DE L'ENGAGEMENT

Depuis près d'une décennie, la jeunesse française évolue dans un contexte marqué par une série de crises -

économiques, sanitaires, géopolitiques, environnementales. Malgré cet environnement, les jeunes conservent une certaine forme d'optimisme. Les premières éditions du baromètre (2016-2018) mesuraient déjà une satisfaction de vie oscillant entre 62 % et 65 % et une confiance dans l'avenir supérieure à 70 %. Les données de 2025 s'inscrivent dans cette continuité.

L'euphorie post-crise sanitaire, perceptible en 2022-2023 avec la reprise de la vie collective et associative après l'épisode du Covid, a cédé la place à un sentiment d'équilibre instable. La

satisfaction recule, la confiance se maintient et l'engagement se fragmente. Cette combinaison traduit moins une désaffection qu'une adaptation.

UNE SATISFACTION DE VIE EN RETRAIT, SIGNE D'UN DÉSAJUSTEMENT GÉNÉRATIONNEL

Au printemps 2025, 67 % des jeunes déclarent que leur vie correspond à leurs attentes. Ce taux est en baisse de quatre points par rapport à 2024. Surtout, pour la première fois depuis 2016, le taux de satisfaction des 15-30 ans passe en-dessous de celui des plus de 30 ans (72 %).

L'analyse par sous-groupes confirme que les facteurs travail et revenus restent décisifs. Parmi les demandeurs d'emploi, seuls 48 % estiment que leur vie est conforme à leurs attentes, contre 70 % des jeunes en emploi et 69 % des étudiants ou élèves. Dans les ménages à faibles revenus, le taux de satisfaction n'est que de 58 %. Pour les jeunes ayant comme seul diplôme le baccalauréat, le ratio est de 60 %. Les hommes sont un peu plus satisfaits que les femmes, 69 % contre 65 %. Cet écart peut surprendre car les jeunes femmes s'insèrent mieux professionnellement que les hommes. En revanche, elles sont plus sensibles aux questions liées à l'insécurité et se déclarent davantage victimes d'inégalités sociales et culturelles.

Souvent invoqué, l'effet territorial reste secondaire. La satisfaction varie peu entre grande ville et campagne (66 % à 69 %), mais chute à 62 % dans les agglomérations intermédiaires, ces villes moyennes où la perception du déclassement est la plus vive.

UN ÉTAT D'ESPRIT EN DEMI-TEINTE : LA POSITIVITÉ RECULE LENTEMENT

Pour définir leur état d'esprit, en 2025, 55 % des jeunes optent pour un terme positif (-3 points par rapport à 2024), 28 % pour un mot négatif et 17 % pour une formule neutre. Les adultes, eux, sont plus sombres : 47 % emploient des mots positifs et 40 % des mots négatifs.

Le taux de positivité est de 60 % chez les jeunes hommes contre 50 % chez les jeunes femmes. Il s'élève à 53 % chez les jeunes actifs ayant un faible niveau de qualification et à 50 % dans les foyers à faibles revenus. Il est de 45 % chez les chômeurs.

LA CONFIANCE DANS L'AVENIR : UNE ENDURANCE DISCRÈTE

En 2025, 69 % des jeunes se déclarent confiants dans les trois années à venir : 51 % sont plutôt confiants et 18 % très confiants. Le taux est stable depuis deux ans et nettement supérieur à celui des adultes (53 %).

Le taux de confiance atteint 72 % chez les hommes contre 65 % chez les femmes. Il est de 73 % chez les jeunes en emploi et de 68 % chez les étudiants. Pour les chômeurs, il est de 56 %. Le diplôme et le revenu accentuent ces écarts : 67 % de confiance parmi les actifs titulaires d'un diplôme inférieur au baccalauréat et 65 % dans les foyers modestes.

La corrélation entre satisfaction présente et confiance future reste linéaire. Parmi ceux qui jugent leur vie insatisfaisante, la confiance chute à 41 %. Les jeunes ruraux affichent une

confiance légèrement inférieure (65 %), reflet d'un horizon professionnel plus étroit.

L'ENGAGEMENT ASSOCIATIF : LA STABILITÉ DANS LA CONTRAINTE

Le bénévolat régulier concerne 28 % des jeunes. 14 % consacrent chaque semaine du temps à des activités associatives et 15 % une à trois fois par mois. L'écart entre hommes (30 %) et femmes (26 %) se réduit d'une enquête à l'autre, tandis que les différences selon l'âge se resserrent. Le taux d'engagement dans les activités bénévoles est de 25 % chez les 15-17 ans, 30 % chez les 18-24 ans et 28 % chez les 25-30 ans.

L'engagement augmente avec le niveau d'études et la stabilité économique. 36 % des actifs diplômés du supérieur sont bénévoles réguliers, contre 30 % des jeunes actifs en moyenne. La vie de couple et la parentalité semblent également jouer un rôle d'ancrage. 44 % des jeunes vivant en couple avec enfants s'impliquent bénévolement, contre 26 % des célibataires. La participation à la gestion d'associations est souvent liée aux activités des enfants (sports, culture, etc.). 32 % des jeunes satisfaits s'impliquent régulièrement, contre 22 % des insatisfaits ; 31 % des confiants, contre 23 % des inquiets. L'engagement nourrit le sentiment d'utilité sociale, qui lui-même entretient la confiance. Les domaines d'action traduisent une hiérarchie stable. Le sport reste en tête (32 %), devant la jeunesse et l'éducation (18 %), la culture et les loisirs (17 %), l'environnement (15 %) et l'humanitaire (14 %).

LA PARTICIPATION CITOYENNE EN QUESTION

La signature de pétitions ou la prise de position en ligne reste la pratique la plus répandue : 40 % des jeunes y ont eu recours au cours de l'année. Les femmes y sont plus actives (43 %) que les hommes (38 %), les 18-24 ans davantage que les 25-30 ans (44 % contre 36 %), et les diplômés du supérieur (46 %) plus que les autres. Les fonctions de représentation — élus ou désignés pour représenter leurs pairs — concernent 24 % des jeunes. La participation aux manifestations et aux grèves est en forte baisse, à 22 % (-8 points par rapport à la précédente enquête). Les plus jeunes (15-17 ans) sont les moins présents (14 %), les 18-24 ans les plus actifs (24 %). Les jeunes en emploi (24 %) et ceux issus de foyers modestes (25 %) demeurent les plus mobilisés. La concertation publique recule à 19 % (-4 points), l'adhésion à un parti ou à un syndicat à 15 % (-3 points). Les taux observés excèdent toutefois les estimations d'adhésion effective : le baromètre saisit davantage une sympathie déclarée qu'une inscription réelle.

UNE JEUNESSE EN QUÊTE DE COHÉRENCE

Le tableau d'ensemble qui ressort du baromètre 2025 est celui d'une jeunesse réaliste, ni désenchantée ni militante, mais en quête de cohérence : deux tiers des jeunes se disent satisfaits de leur vie, sept sur dix confiants dans leur avenir et trois sur dix engagés régulièrement. Loin des clichés sur le désintérêt politique, elle manifeste un engagement sélectif, conditionné par la crédibilité des dispositifs et la lisibilité des résultats. La participation en ligne

ou ponctuelle ne remplace pas l'action collective, mais elle constitue une adaptation aux contraintes de la vie étudiante ou professionnelle. Les jeunes privilégient les formes d'implication à faible coût temporel, sans pour autant renoncer au principe de solidarité. Leur engagement se déplace : moins durable, mais plus ciblé ; moins idéologique, mais plus concret. Malgré un contexte

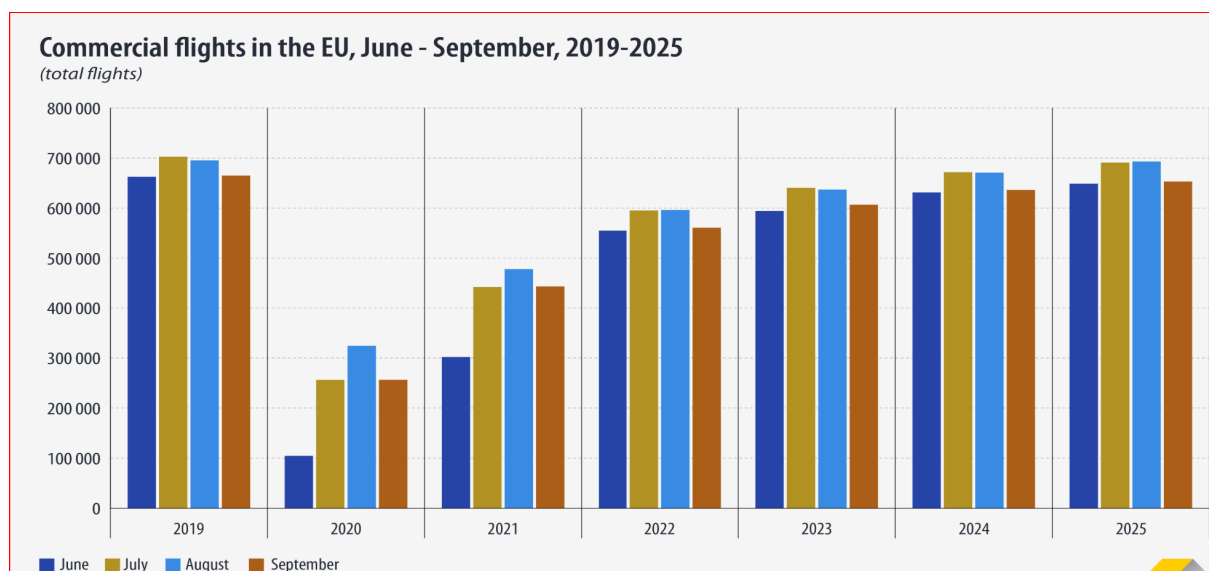
économique morose et une offre politique peu mobilisatrice, sept jeunes sur dix continuent de croire en leurs trois prochaines années. Cette confiance, plus individuelle que collective, repose sur la conviction qu'il existe encore des marges d'action, à condition que l'effort personnel soit reconnu.

POINTS DE REPÈRE

VOL AÉRIENS, LE COVID PAS ENCORE EFFACÉ !

En septembre dernier, 653 072 vols commerciaux ont été, selon Eurostat, effectués dans l'Union européenne (UE). Cela représente une augmentation de 2,6 % par rapport à septembre 2024. Cependant, ce nombre reste inférieur de 1,8 % à celui du même mois en 2019.

La même tendance a été observée tout au long de la période juin-août. Tous les mois ont enregistré une hausse par rapport à 2024 : juin (+2,8 %), juillet (+2,9 %) et août (+3,3 %). Si les chiffres restent inférieurs à ceux d'avant la pandémie de 2019, ils s'en rapprochent toutefois : juin (-2,1 %), juillet (-1,7 %) et août (-0,3 %)

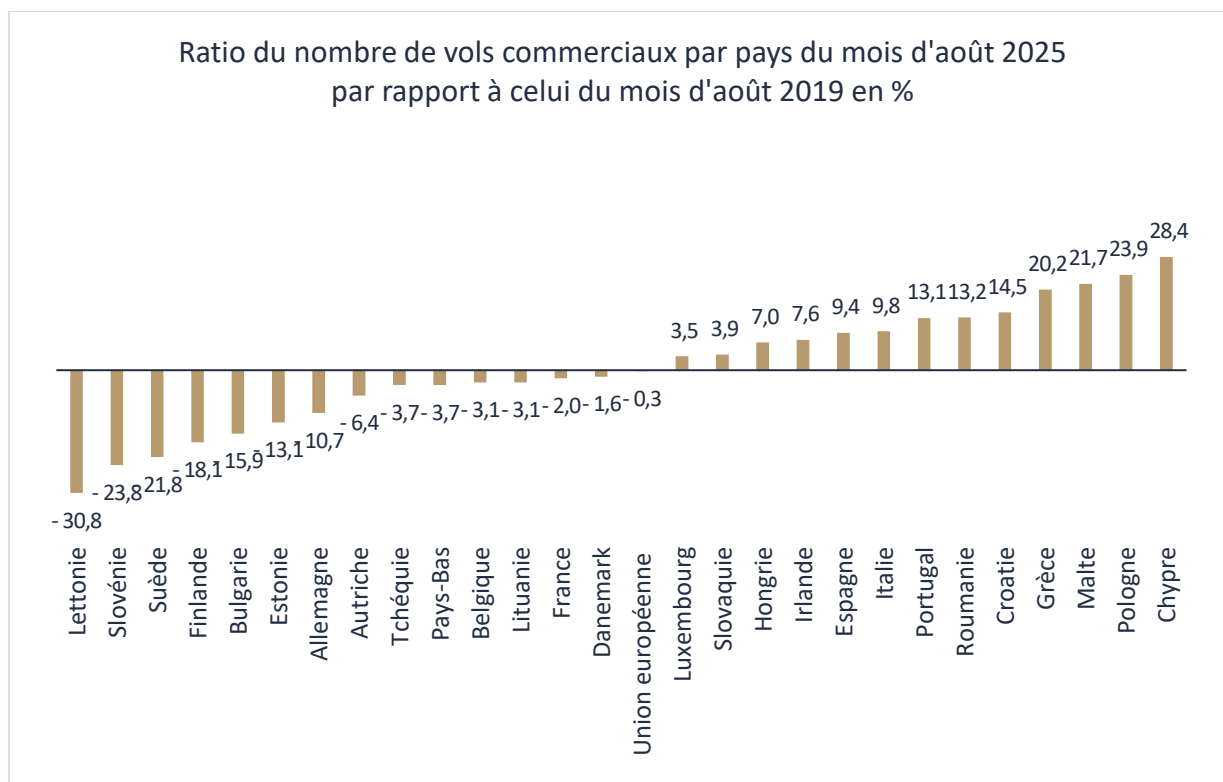


Données : Eurostat

Selon les dernières données nationales de septembre, 12 pays ont enregistré un nombre de vols supérieur à celui de 2019. Chypre (+24,1 %), la Pologne (+22,4 %) et la Grèce (+21,4 %) ont enregistré les plus fortes hausses par rapport à 2019 et ont enregistré une

hausse significative du nombre de vols commerciaux. En revanche, la Lettonie (-29,8 %), la Suède (-27,3 %) et la Finlande (-23,9 %) sont encore loin des chiffres de 2019. Pour la France, l'écart reste négatif de 2 %.

Ratio du nombre de vols commerciaux par pays du mois d'août 2025
par rapport à celui du mois d'août 2019 en %



Cercle de l'Épargne - données Eurostat

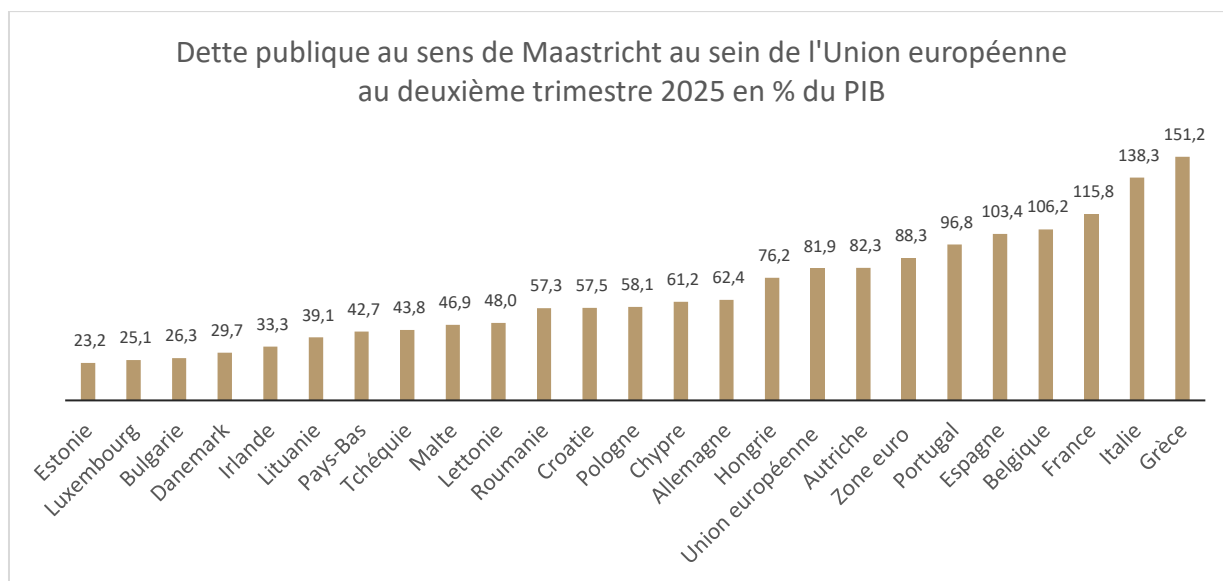
88 % DU PIB EN ZONE EURO

Selon Eurostat, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB dans la zone euro a atteint 88,2 % à la fin du deuxième trimestre 2025, en hausse par rapport à celui de 87,7 % enregistré à la fin du premier trimestre. Dans l'Union européenne (UE), ce ratio a également augmenté, passant de 81,5 % à 81,9 %. Par rapport au deuxième trimestre 2024, le ratio de la dette publique par rapport au PIB a augmenté tant dans la zone euro (de 87,7 % à 88,2 %) que dans l'UE (de 81,2 % à 81,9 %).

Les ratios les plus élevés de la dette publique par rapport au PIB à la fin du deuxième trimestre ont été enregistrés en Grèce (151,2 %), en Italie (138,3 %), en France (115,8 %), en Belgique (106,2 %)

et en Espagne (103,4 %). Les plus faibles ont été observés en Estonie (23,2 %), au Luxembourg (25,1 %), en Bulgarie (26,3 %) et au Danemark (29,7 %).

Par rapport au deuxième trimestre 2024, seize États membres ont enregistré une hausse de leur ratio de la dette publique par rapport au PIB à la fin du deuxième trimestre 2025 et onze États membres ont affiché une baisse. Les plus fortes hausses du ratio ont été enregistrées en Finlande (+7,8 pp), en Pologne (+6,1 pp), en Roumanie (+5,8 pp), en Bulgarie (+4,3 pp) et en France (+3,5 pp). Les baisses les plus importantes ont été observées en Grèce (-8,9 pp), en Irlande (-7,2 pp), à Chypre (-6,5 pp), au Danemark (-3,5 pp) et au Portugal (-2,3 pp).



Cercle de l'Épargne - données Eurostat

TABLEAU DE BORD DES MARCHÉS FINANCIERS

Indice	31 oct. 2025	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	8 121,07	+1,93	+10,49	7 380,74
DAXX	23 958,30	-0,64	+25,71	19 909,14
Footsie 100	9 717,25	+2,87	+19,82	7 451,74
Eurostoxx 50	5 662,0	+1,45	+17,48	4 895,98
Dow Jones	47 562,87	+2,42	+13,89	42 544,22
Nasdaq Composite	23 724,96	+4,41	+31,30	19 310,79
S&P 500	6 840,20	+1,92	+19,89	5 881,63
Nikkei	52 411,34	+16,36	+35,76	39 894,54
Shanghai Composite	3 954,79	+2,39	+10,04	3 351,76
Euro/dollar	1,1526	-1,64	+6,69	1,0380
Once d'or (USD)	4 009,87	+3,97	+45,35	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	65,05	-0,54	-11,12	74,30
Bitcoin (USD)	109 194,06	-7,03	+55,22	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 %
Troisième trimestre 2025	+0,5 %	0,0 %	0,0	+0,6 %	+0,2 %
Inflation En % - octobre 2025	0,9	2,3	1,3	3,2	2,1
Taux de chômage En % - septembre 2025	7,6	3,9	6,1	10,5	6,3
Durée annuelle du Travail (2024)	1499	1338	1704	1624	-
Âge légal de départ à la retraite (2025)	62,9	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2024)* en %	34,8	35,2	38,4	30,8	34,3
Dépenses publiques En % du PIB 2024	57,5	48,9	50,7	45,4	49,5
Solde public En % du PIB 2024	-5,8	-2,2	-3,8	-3,0	-3,0
Dette publique En % du PIB 2024	113	63	136,6	102,3	89,3
Balance des paiements courants En % du PIB - déc., -24	+0,4	+5,7	+1,4	+3,0	+2,8
Échanges de biens En % du PIB - déc., -24	-2,8	+5,6	+2,5	-2,5	+1,1
Parts de marché à l'exportation En % 2024	2,5	6,6	2,6	1,7	22,8
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut déc., - 24	18,0	20,2	11,2	13,4	15,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (31/10/2025)	3,419	2,631	3,383	3,140	-

*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