



# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS.....	2
<i>Et si nous revenions aux fondamentaux ? .....</i>	2
HORIZON FRANCE.....	4
<i>France : au-delà des faiblesses ! .....</i>	4
<i>Le défi de la productivité ! .....</i>	6
HORIZON EXTERIEUR .....	8
<i>États-Unis - Europe : deux planètes différentes.....</i>	8
<i>Le modèle européen en plein doute.....</i>	9
<i>Allemagne : rien ne va plus ? .....</i>	12
HORIZON FINANCE.....	14
<i>Et si un krach se produisait ? .....</i>	14
<i>Les sept failles de la finance américaine.....</i>	16
<i>De quoi sont faits les taux d'intérêt longs ? .....</i>	19
AU-DELÀ DE L'HORIZON .....	22
<i>L'Europe de la défense : un concept à construire.....</i>	22
<i>Mais où est donc passé Schumpeter ? .....</i>	24
POINTS DE REPÈRE.....	27
<i>Salaires réels, : cinq ans pour rien en France ! .....</i>	27
<i>Défaillances des entreprises en France : toujours au plus haut ! .....</i>	28
<i>Tableau de bord des marchés financiers .....</i>	29
<i>Les statistiques économiques.....</i>	30

# L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

## ET SI NOUS REVENIONS AUX FONDAMENTAUX ?



L'année 2025 s'achève. Elle ne restera pas parmi les grands crus du millénaire, même si elle se révèle moins délétère que prévu.

L'économie mondiale a fait preuve de résilience face à la majoration des droits de douane annoncée avec grand fracas, le 2 avril dernier, par Donald Trump. La récession redoutée n'a pas eu lieu. Le commerce international s'est adapté, notamment grâce à une réorientation des exportations chinoises dont l'Europe a fait les frais. Cette dernière subit toujours les contrecoups de la guerre en Ukraine : compétitivité dégradée par un coût de l'énergie élevé, incapacité chronique à entrer pleinement dans le nouveau siècle industriel et technologique.

La croissance française devrait avoisiner 1 %. Ce niveau demeure insuffisant pour stabiliser la dette publique et moderniser un pays empêtré dans une crise politique et financière inédite depuis l'avènement de la Ve République en 1958. La France n'est pas un cas isolé : l'Espagne n'a toujours pas de budget voté depuis trois ans, ce qui ne l'empêche pas de caracoler en tête de l'Union européenne en matière de croissance. Mais, « vérité en-deçà des Pyrénées, erreur au-delà ». Les deux pays diffèrent profondément : la France est

très centralisée, quand l'Espagne est fortement régionalisée ; les dépenses publiques représentent près de 57 % du PIB en France contre environ 45 % en Espagne. L'Espagne, surtout, a mieux valorisé ses secteurs touristique et agro-alimentaire.

Dans le débat public français, les mots « compétitivité », « créativité » et « efficacité » sont étrangement absents. On disserte sur l'âge de départ à la retraite, l'indexation des pensions ou la fiscalité des plus riches, mais très peu sur la création de richesses – un terme souvent assimilé à Méphistophélès. Pourtant, sans croissance, il est illusoire de maintenir un État-providence confronté au choc du vieillissement démographique : la France comptait 5 millions de retraités en 1981, 17 millions en 2025, et devrait en compter 23 millions vers 2050. Les dépenses de santé et de retraite ne peuvent qu'augmenter. Faute de croissance, le pays devra choisir entre sacrifier ses seniors ou ses actifs ; quant à l'endettement massif des dernières années, il ne constitue pas une solution durable.

La fatalité de la non-croissance semble désormais installée. Les partisans de la décroissance ont-ils gagné la bataille culturelle ?

Cette décroissance est subie, douloureuse et improductive. Les Français se rendent compte que leur

pouvoir d'achat stagne voire diminue, que leur qualité de vie se dégrade et que leur système de protection sociale, autrefois le meilleur du monde, se fissure.

L'Espagne ou le Portugal montrent, de leur côté, qu'il est possible de renouer avec une progression soutenue du PIB et d'assainir les comptes publics. Ces pays, au bord de la faillite lors de la crise des dettes souveraines dans les années 2010, ont redressé la barre sous la pression, il faut l'avouer des autorités européennes. Leur retour à bonne fortune n'est pas le produit de la magie ou de l'obscurantisme, il n'est que la conséquence d'un surcroît de travail.

En cette fin d'année, il n'est pas inutile de rappeler que la France dispose de

nombreux atouts : une épargne importante, une population relativement bien formée, un positionnement clef, au cœur de l'Europe avec une importante façade maritime, plusieurs secteurs performants dont l'aéronautique, la construction navale.

Simplement, pour s'en sortir, la France doit faire preuve de courage et combiner travail, capitaux et l'imagination afin de donner de la force à la croissance. La recette peut apparaître ancienne, mais elle n'a rien perdu de son actualité.

**Jean-Pierre Thomas**  
**Président de Thomas Vendôme Investment**

## HORIZON FRANCE

### FRANCE : AU-DELA DES FAIBLESSES !

La France n'est pas au bord de la banqueroute, mais elle s'enlise dans ses contradictions au point d'apparaître comme l'État malade de l'Europe. Sa croissance stagne, sa dette s'alourdit, sa productivité recule, sa dépense publique ne cesse de progresser tout comme les prélèvements obligatoires. Une langueur s'installe, sur fond de moral des consommateurs et des chefs d'entreprise miné. Un long hiver semble s'installer sur la France.

Après 0,9 % en 2024 et 1,6 % en 2023, la croissance française ne dépassera pas 0,8 % en 2025. Sur cinq ans, la moyenne annuelle est d'1 %, contre 2,3 % dans les années 1990 et 1,5 % encore dans les années 2010. Cet affaiblissement de la croissance est structurel. La productivité horaire a reculé de 1,5 % depuis 2019. La productivité par tête est inférieure de 2,2 % à son niveau d'avant-Covid.

Cette sous-productivité tient à l'insuffisance des dépenses de R&D (2,2 % du PIB contre 3,5 % aux États-Unis), au poids du secteur public dans l'emploi total (24 % contre 16 % en Allemagne) et à l'inefficacité du système éducatif : la France se situe dans la moyenne basse du classement PISA sur le niveau des compétences des élèves. Les compétences des générations d'actifs entrant sur le marché du travail stagnent, alors que le capital technologique progresse ailleurs.

La France est confrontée à un sous-emploi chronique, en particulier chez les moins de 25 ans et chez les plus de 55 ans. Le taux d'emploi des 15-64 ans reste limité à 67 %, contre 77 % en Allemagne et 79 % aux Pays-Bas. Le taux d'activité des 55-64 ans n'est que de 56 %, contre 72 % en Allemagne. Le chômage des jeunes (15-24 ans) atteint 16 %, soit le double de la moyenne européenne. Depuis la réforme des retraites de 2010, le taux d'emploi des seniors progresse lentement, mais reste insuffisant pour compenser la baisse du nombre de cotisants. L'inadéquation entre compétences et besoins des entreprises demeure criante : 300 000 postes dans l'industrie et la santé restent vacants.

Le taux de marge des entreprises ne représente plus que 30 % de la valeur ajoutée, contre 33 % en 2017. Cette stagnation s'explique par plusieurs causes imbriquées : vieillissement démographique, sous-investissement technologique, complexité réglementaire et baisse du temps de travail effectif. La France reste riche en capital humain, mais pauvre en efficacité productive.

La France souffre d'une hypertrophie des administrations publiques. Les dépenses publiques s'élèvent à plus de 58 % du PIB, soit le taux le plus élevé de l'OCDE. Le poids des dépenses publiques est de 50 % en Allemagne, de 47 % en Espagne, de 55 % en Italie. Il est en moyenne de 44 % au sein de l'OCDE et de 49 % dans la zone euro.

En France, cette dépense est composée aux deux tiers de dépenses sociales : retraites (15 % du PIB), santé (11 %), prestations familiales et chômage (10 %). La croissance de ces dépenses dépasse celle du PIB depuis vingt ans. Entre 2000 et 2025, le PIB en volume a augmenté de +33 %, les dépenses sociales de +54 %. Le déficit public est devenu chronique : la France cumule 50 ans de déficits successifs. À chaque crise, il s'accroît et ne revient jamais à son niveau initial. Il devrait atteindre 5,4 % du PIB en 2025. Le déficit primaire (hors charges d'intérêts) demeure à 3,3 %, niveau qui ne permet pas de réduire le poids de la dette. Les administrations publiques devraient consentir un effort de plus de 130 milliards d'euros pour inverser la tendance. La dette atteint 115 % du PIB (environ 3 250 milliards d'euros). La charge d'intérêts dépassera 60 milliards en 2025, soit l'équivalent du budget de l'Éducation nationale ; sans inversion de tendance, elle pourrait atteindre 100 milliards d'euros d'ici 2029.

Aucun gouvernement, aucune majorité parlementaire n'ose engager une véritable réduction des dépenses publiques ni même un retour à l'équilibre, comme l'illustrent les discussions parlementaires autour des projets de loi de finances et de financement de la sécurité sociale pour 2026. Les dégradations de la notation souveraine n'ont de résonance que le temps de leur annonce. Si le diagnostic est connu, aucun consensus n'existe pour changer de trajectoire.

L'écart de taux entre l'OAT 10 ans et son équivalent allemand est remonté à 0,8 point, un plus haut depuis 2012. La France conserve la confiance des

marchés, mais en dépend totalement : un choc de +100 points de base renchérirait la charge d'intérêts d'environ 30 milliards d'euros par an.

La France souffre aussi d'un déficit commercial persistant. Depuis 2003, elle importe plus qu'elle n'exporte. En 2025, le déficit atteint 85 milliards d'euros, après le record de 160 milliards en 2022. Le solde industriel est négatif de plus de 60 milliards. Les excédents de services (tourisme, luxe, aéronautique) ne suffisent pas à compenser durablement. Le taux de couverture est tombé à 93 %, contre 105 % dans les années 1990. La part de la France dans les exportations mondiales est passée de 5,7 % en 2000 à 2,7 % en 2025. Ce recul tient à la compétitivité-coût (salaires, énergie) et hors coût (innovation insuffisante, petite taille des entreprises, bureaucratie).

La politique économique est devenue un empilement d'urgences contradictoires sans cap clair, évoluant au gré des capacités de blocage. Elle cherche tout à la fois à soutenir la consommation par la dépense publique, l'investissement par la baisse des impôts de production, et la réduction du déficit sans diminuer la dépense, en vain. Elle veut accélérer la transition énergétique sans compromettre la compétitivité. Cette stratégie d'équilibrisme a épuisé l'efficacité de l'action publique.

Les multiplicateurs budgétaires s'affaiblissent. Selon l'OFCE, 1 euro de dépense publique n'ajoute plus que 0,4 euro de PIB, contre 0,8 avant 2020. La politique industrielle reste fragmentée : 25 dispositifs d'aides coexistent, rendant la stratégie de réindustrialisation illisible. 15 milliards d'euros par an de

subventions, dispersées, sont octroyés sans effet mesurable sur la productivité.

La sortie de crise passe par un relèvement de la croissance potentielle. Celui-ci suppose un accroissement du volume de travail, ce qui impliquerait soit une réduction du nombre de jours de congés, soit un allongement du temps de travail. Pour l'heure, ces options sont fermement rejetées. La restauration de la compétitivité et de la productivité exige un effort d'investissement productif privé accru : il devrait passer de 11 % à 13 % du PIB d'ici 2030. La R&D, le numérique et les technologies propres doivent devenir trois priorités.

Les pouvoirs publics devraient stabiliser les dépenses sociales en volume alors

qu'elles ont crû de +7,6 % depuis 2019. Le gouvernement devrait viser un retour du déficit public à 2 % du PIB afin de stabiliser la dette. Un véritable programme de simplification doit être engagé : aujourd'hui, plus de 400 000 normes s'appliquent aux entreprises.

La France conserve des atouts : démographie moins dégradée que la moyenne de la zone euro, épargne abondante, infrastructures de qualité, secteurs dynamiques (aéronautique, défense, banques, assurances, tourisme). Mais ils ne suffisent plus à compenser ses faiblesses structurelles. Pour échapper à un déclin de plus en plus prégnant et à l'étau de la dette publique, la France doit se réconcilier avec la production et le risque.

## LE DEFI DE LA PRODUCTIVITE !

La France est confrontée à une crise de productivité. Entre le deuxième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2025, la productivité du travail par tête a reculé de 2,2 %. La légère amélioration enregistrée au troisième trimestre ne suffit pas à compenser cette baisse. Cette érosion est préjudiciable à la croissance comme aux finances publiques, d'autant que les ménages ont, jusqu'à présent, été relativement épargnés.

Le recul de la productivité a commencé en France dès 2017 pour s'amplifier après l'épidémie de Covid-19. Avec l'Espagne, le pays fait partie des rares membres de l'OCDE à ne pas avoir retrouvé son niveau de productivité d'avant la crise sanitaire. En 2025, la productivité du travail par tête est supérieure de 1,5 % en Allemagne par rapport à son niveau de 2019 et de 3,2 % aux États-Unis.

Malgré cette stagnation, le pouvoir d'achat global des ménages s'est amélioré de 7,5 % depuis 2019. Si les salaires réels ont reculé de 2,5 % sur la période 2019-2025, cette baisse a été compensée par la progression des prestations sociales (+3,4 % en valeur réelle) et par l'augmentation de l'emploi (+5,9 %).

Malgré la baisse de productivité, les entreprises sont parvenues à maintenir leur taux de marge : celui-ci est passé de 36,1 % de la valeur ajoutée en 2019 à 36,7 % en 2025. Ce maintien tient à la hausse des subventions publiques (aides durant le Covid, aides à l'énergie, allégements de charges et réductions d'impôts). L'État a ainsi absorbé une large part des chocs successifs subis par l'économie.

Indicateur budgétaire	2019	2025 (prévision)
Déficit public total ( % PIB)	-2,4 %	-5,4 %
Déficit public primaire ( % PIB)	-0,9 %	-3,2 %
Dette publique ( % PIB)	97 %	<b>115 %</b>

La hausse de 18 points de dette publique en six ans correspond à la compensation budgétaire du recul de la productivité et aux effets du vieillissement de la population sur les dépenses publiques.

La progression de 2 points du déficit primaire (déficit avant paiement des intérêts de la dette) est directement liée à la baisse de la productivité qui réduit les recettes publiques et accroît les dépenses.

En France, l'État joue le rôle de béquille permanente de l'économie : il soutient les ménages par des prestations en hausse et les entreprises par des aides toujours plus nombreuses. Cette compensation des pertes de productivité n'est toutefois pas tenable, moins encore avec des taux d'intérêt à dix ans (3,5 %) désormais supérieurs au taux de croissance nominale de long terme (2,5 %). Le coût de la dette dépasse donc la croissance, entraînant une hausse mécanique du ratio dette/PIB.

Pour stabiliser la dette publique, le déficit primaire devrait passer de -3,2 % du PIB en 2025 à +1,2 %, soit un ajustement de 4,4 points en quelques années. En l'absence de redressement de la productivité, un tel effort impliquerait une forte réduction des prestations et des aides, ou une hausse des prélèvements pesant autant sur les ménages que sur les entreprises. Le pouvoir d'achat devrait alors se contracter dans les prochaines années, tout comme les bénéfices nets d'impôts des entreprises.

Chaque point de productivité perdu réduit le potentiel de croissance d'environ 0,5 point par an et compromet la soutenabilité du modèle social. Entre 2019 et 2025, le recul cumulé de 2,2 % équivaut à une perte de 1,2 % de PIB, soit environ 35 milliards d'euros de richesse annuelle. La bataille de la productivité passe par la formation, l'innovation et l'investissement auxquels doit s'ajouter une baisse des dépenses publiques. Pour l'heure, une telle équation demeure impossible à résoudre.

## HORIZON EXTERIEUR

### ÉTATS-UNIS – EUROPE : DEUX PLANÈTES DIFFERENTES

L'Europe patine depuis près d'un quart de siècle. La création de l'euro a été l'heure de gloire de la construction européenne tout comme son élargissement aux anciens États du bloc de Varsovie. Depuis, le vieux continent est épris d'une langueur monotone. Sur la même période, même si Donald Trump prétend l'inverse, les États-Unis ont enregistré un cycle de croissance reposant sur les nouvelles technologies. Hormis la période covid, le pays a connu plus de 15 années de croissance soutenue lui permettant de maintenir ses positions vis-à-vis de la Chine et d'accroître son avance sur l'Europe.

Depuis 2019, le PIB réel américain s'est accru de 10,3 %, celui de la zone euro de 3,7 %. Le PIB par habitant a augmenté de 7,4 % aux États-Unis contre +1,9 % en Europe. De 1999 à 2025, la productivité horaire s'est accrue de près de 70 % aux États-Unis contre 15 % pour la zone euro. Au-delà de l'évolution des gains de productivité, leur répartition est différente de part et d'autre de l'Atlantique. 42 % de la hausse de la productivité du travail aux États-Unis a été transformé en salaire réel aux États-Unis contre 88 % dans la zone euro.

Ce partage différent des gains de produits de productivité se traduit par une plus forte profitabilité des entreprises américaines. Le rendement des fonds propres est de 17 % aux États-Unis contre 10 % en Europe. Le capital américain féconde la productivité, le capital européen fertilise

la rente. Les profits des entreprises sont moins réinvestis dans la production en Europe, 50 % contre 70 % outre-Atlantique.

La rentabilité du capital américain est imputable à un niveau d'investissement élevé et à effort de R&D important.

L'investissement privé américain a progressé de +22 % depuis 2019, contre +6 % dans la zone euro. Les investissements dans les technologies de l'information et de la communication représentent plus de 1 % du PIB aux États-Unis contre moins de 0,5 % du PIB en Europe. Les dépenses de R&D atteignent 3,5 % du PIB aux États-Unis contre 2,2 % en zone euro. Les investissements dans l'IA et les semi-conducteurs se sont élevées en 2024 à 420 milliards de dollars aux États-Unis contre 130 milliards dans l'Union européenne. Le nombre de brevets liés à la robotique a été de 42 000 outre-Atlantique.

Même si le partage des gains de productivité est moins favorable aux salariés américains par rapport à ceux de l'Europe, leur importance débouche *in fine* sur des augmentations de rémunération plus importantes. Le système américain repose avant tout sur la consommation qui représente plus de 68 % du PIB, contre moins de 55 % en zone euro. La consommation progresse ainsi plus vite aux États-Unis. Entre 1999 et 2024, elle y a augmenté en moyenne de 2,48 % par an contre

+1,3 % par an au sein de la zone euro, sachant qu'elle y stagne depuis 2017.

La consommation américaine peut compter sur la progression du revenu disponible réel des ménages américains, +9 % depuis 2019, contre +2 % dans la zone euro. Les Européens dont le niveau de confiance dans l'avenir est faible ont une forte propension à l'épargne, plus de 15 % de leur revenu disponible brut contre moins de 8 % aux États-Unis. La préférence donnée à la consommation aux États-Unis a pour conséquence un déficit élevé de la balance des paiements courants, 5 % du PIB en 2024, contre un excédent de 2 points de PIB pour la zone euro. Donald Trump entend réduire ce déficit grâce à ses droits de douane au risque de pénaliser la consommation et la croissance américaine.

## LE MODELE EUROPEENNE EN PLEIN DOUTE

Pendant des décennies, l'Union européenne a été convaincue du bien-fondé de son modèle reposant sur quelques principes clairs : des relations régulées par le droit, un système d'État-providence développé, une division des pouvoirs entre le Conseil, la Commission et le Parlement. Ce modèle n'était pas sans lézardes mais les Européens ont préféré les masquer.

La première concerne l'hostilité d'une part non négligeable de la population à la construction européenne, hostilité qui s'est manifestée par le rejet du traité constitutionnel de 2005 par référendum en France et aux Pays-Bas ainsi que par le Brexit. La deuxième est liée à la difficulté croissante de mettre en œuvre

## LES INEGALITES LE REVERS DE LA MEDAILLE AMERIQUE

Les inégalités de revenus et la pauvreté sont nettement plus fortes aux États-Unis que dans la zone euro. Pour cette dernière, les inégalités avant redistribution sont fortement corrigées par les prestations et le système fiscal. Les dépenses sociales y atteignent en moyenne près de 30 % du PIB, plus de 34 % en France, contre 24 % aux États-Unis. Les inégalités de revenus et de patrimoines se sont fortement accrues Outre-Atlantique quand elles sont relativement stables en Europe. Pour autant, ces dernières années, le salaire réel moyen américain a progressé aux États-Unis quand il a régressé en Europe.

des projets communs. La troisième s'explique par l'absence de vision de long terme et de responsables politiques capables de créer un nouvel élan européen.

Le modèle européen vacille sur le plan de l'économie. En vingt ans, le décrochage avec les États-Unis a été important. L'océan Atlantique est devenu un fossé. L'Europe se découvre nue face à la résurgence des tensions internationales. Elle a accusé le coup avec la guerre en Ukraine. Les volte-face de Donald Trump ont créé un moment de panique, en particulier en ce qui concerne le soutien militaire de son pays à l'Europe. Cette dernière réapprend que l'histoire est tragique.

À l'ère de la mondialisation, l'Union européenne avait comme objectif de transformer des États-nations en un bloc plus fort que la somme de ses parties tout en ne remettant pas en cause leur souveraineté. Cette alchimie semble avoir atteint ses limites. L'Union européenne a été durant des années une réelle puissance commerciale grâce à l'Allemagne, aux Pays-Bas et aux États d'Europe du Nord. Or, la Chine est devenue un rival commercial même, voire surtout, sur les marchés de pointe. Elle surclasse des pans entiers de l'industrie européenne, à commencer par l'automobile.

L'an dernier, le déficit commercial de l'Allemagne avec la Chine s'élevait à 66 milliards d'euros. Il pourrait atteindre, cette année, plus de 85 milliards, soit environ 2 % du PIB. Les Européens multiplient les mesures protectionnistes mais Pékin exploite la dépendance du Vieux Continent pour infléchir cette politique. Dans des secteurs stratégiques comme celui des semi-conducteurs ou des terres rares, les autorités chinoises menacent l'Europe d'embargos.

Depuis son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump a créé une double onde de choc qui ébranle les Européens. Premièrement, il a imposé un accord commercial à l'Union avec un relèvement des droits de douane et des obligations d'achat et d'investissement aux États-Unis. Il a ainsi mis fin à l'idée d'une convergence commerciale entre les deux blocs occidentaux, convergence qui était de mise depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

Sur le terrain de la sécurité, Donald Trump a demandé un effort financier plus

important de la part des Européens qui, en outre, ont pris conscience que la garantie américaine n'était plus automatique. Le rapprochement entre Washington et Moscou sur le dossier ukrainien a été durement ressenti par les capitales européennes. Les dernières déclarations de Donald Trump sur une possible intermédiation américaine entre l'OTAN et la Russie ont donné l'impression que les États-Unis n'étaient plus partie prenante de l'organisation militaire. Face aux velléités hégémoniques de la Russie qui entend laver l'affront de la fin de l'URSS, les Européens se découvrent orphelins ou presque du bouclier américain.

L'UE avait été conçue pour prospérer dans un monde prévisible, régi par des règles et des procédures. Elle se retrouve désormais prise en étau, devant faire face à des puissances impérialistes. Les États européens sont traités avec un mépris affiché par les dirigeants des États-Unis, de la Russie ou de la Chine. Face à cette situation, à Bruxelles et dans certaines capitales, certains prônent le recours au protectionnisme commercial et à la politique industrielle afin de préserver des secteurs manufacturiers jugés stratégiques. Au nom de la sécurité nationale, il faudrait protéger indistinctement tout et n'importe quoi : des céréales au bois en passant par l'acier et les automobiles. Une telle politique ne ferait qu'accélérer le déclin européen. Les hausses tarifaires représentent un impôt supplémentaire pour des consommateurs qui sont déjà en Europe lourdement taxés. En outre, l'Europe, confrontée à un vieillissement démographique, ne peut maintenir son rang que par les exportations. Si elle se lance dans le protectionnisme, elle perdra

des parts de marché, les autres pays lui fermant leur marché.

Des voix se font entendre selon lesquelles les problèmes des Européens sont avant tout provoqués par Bruxelles. Le remède à la léthargie européenne serait le retour aux capitales nationales. Or, le Brexit devrait servir de leçon en la matière. La sortie de l'Union européenne du Royaume-Uni n'a pas réglé le problème de l'immigration. Elle se traduit par un affaiblissement de la croissance et par une hausse sans précédent des impôts.

Que doit donc faire l'Europe ? Elle doit garder son cap et ne pas céder à l'air du temps. L'UE, grâce à la taille de son marché et à son expertise technique, conserve une forte capacité de rassemblement, notamment en matière commerciale. Elle devrait se positionner comme le pôle de ralliement des pays désireux d'avancer sans les États-Unis, qui ne représentent que 16 % du commerce mondial. Totalement incompris en France, les accords commerciaux sur le modèle de celui négocié avec le Mercosur devraient être généralisés. Les marchés indien et d'Amérique du Sud peuvent compenser en partie celui des États-Unis. L'Union européenne dispose d'importants leviers pour agir sur les échanges commerciaux. Elle peut agir contre le dumping chinois et les subventions déloyales. Ursula von der Leyen, présidente de la Commission, a promis de répondre aux restrictions chinoises sur les terres rares en favorisant l'émergence de filières européennes. Certes, cela exigera du temps et des investissements.

Pour les pays européens, un deuxième chantier consiste à mieux exploiter la puissance qu'ils détiennent déjà en intégrant davantage leurs économies. Aujourd'hui, de nombreuses forces politiques s'y opposent. Mais l'hostilité à l'encontre de l'Europe se nourrit de l'inaction. En négligeant l'intégration, l'Union s'affaiblit. Conçu pour les biens, le marché unique reste inadapté à des économies désormais dominées par les services. L'Europe parle beaucoup de déréglementation, mais la tentation de réguler demeure souvent plus forte. Les gouvernements hésitent à mettre en œuvre les préconisations du rapport rédigé par Mario Draghi, par crainte de perdre en souveraineté. Les gouvernements, au nom d'un populisme facile, se trompent de bataille. Ils mettent beaucoup d'énergie dans la réindustrialisation en pointant du doigt la concurrence chinoise. Mais les emplois industriels d'usine auraient décliné même sans celle-ci. La réouverture d'usines ne donnera pas lieu à d'importantes créations d'emplois. En outre, chaque État entend conduire en solitaire sa politique de réindustrialisation, au risque de gaspiller l'argent public et de créer des surcapacités de production.

L'Union européenne se doit de surmonter les blocages et les difficultés liées à la participation de 27 pays souverains aux intérêts pas toujours convergents. Conscients de la menace, les dirigeants européens doivent convaincre leurs citoyens qu'une transformation est inéluctable. Soit l'Europe reprend en main son destin, soit la Chine et l'Amérique lui imposeront des changements autrement plus douloureux.

## ALLEMAGNE : RIEN NE VA PLUS ?

Pendant une vingtaine d'années, l'Allemagne, première puissance économique de la zone euro, a représenté un modèle en Europe avec des déficits publics faibles, des excédents commerciaux élevés et un taux de chômage réduit. Depuis 2023, cependant, l'économie allemande s'est enrayée en raison de la hausse du coût de l'énergie et de la concurrence chinoise sur le marché automobile. Après deux années de récession, le nouveau chancelier, Friedrich Merz, a lancé un plan massif d'investissement dans les infrastructures — 2,8 % du PIB par an jusqu'à la fin de la décennie — assorti d'un amortissement accéléré des investissements. Cette relance suffira-t-elle à compenser les faiblesses structurelles ?

Depuis 2018, la production manufacturière allemande a reculé de près de 15 %, et le PIB réel a enregistré deux années consécutives de contraction (-0,7 % en 2023, -0,5 % en 2024). En 2025, le PIB pourrait légèrement augmenter en cas de reprise au cours du quatrième trimestre. La productivité par tête, après une progression quasi continue depuis 2010, s'érode depuis 2021 et est revenue à son niveau de 2018.

La guerre en Ukraine, survenue deux ans après le Covid, a durement frappé l'Allemagne en remettant en cause la compétitivité de son industrie. En deux ans, le prix du gaz naturel européen est passé de 50 à plus de 300 euros/MWh. L'industrie allemande a également perdu d'importants débouchés en raison du développement de la Chine et de la

transition écologique. Centrée sur l'automobile, la mécanique, la chimie et l'équipement électrique, elle a manqué le virage du véhicule électrique. Elle demeure par ailleurs absente des secteurs de pointe tels que les technologies de l'information et de la communication. L'augmentation des droits de douane américains pèse aussi sur les exportations : les États-Unis constituent le premier marché pour l'Allemagne. Celle-ci paie sa dépendance au commerce extérieur, qui absorbe 50 % de sa production industrielle. La demande intérieure reste atone en raison du vieillissement démographique. Le taux de fécondité demeure bas (1,35 enfant par femme), tandis que la part des plus de 60 ans passera de 29 % de la population en 2025 à 36 % en 2040. Ce basculement démographique raréfie la main-d'œuvre, freine la consommation et renchérit les dépenses sociales.

Si, à la différence du Royaume-Uni ou de la France, l'Allemagne avait réussi à échapper à la désindustrialisation jusqu'en 2022, elle connaît depuis une crise industrielle de grande ampleur. La valeur ajoutée manufacturière est passée de 23 % du PIB à 19,6 % entre 2014 et 2024.

À ces fragilités s'ajoute une dégradation du système éducatif. Autrefois citée en modèle par l'OCDE, l'Allemagne recule spectaculairement dans les enquêtes PISA : son score global passe de 515 points en 2012 à 482 en 2022, soit un recul de 33 points en dix ans. Si le niveau de formation est proche de celui de la France (478 points), l'Allemagne s'éloigne nettement de pays comme la Finlande (495 points) ou le Japon (533).

Le chancelier Friedrich Merz entend provoquer un électrochoc. Il a obtenu l'abandon du frein budgétaire afin de permettre à l'Allemagne de s'endetter pour relancer son économie. Il a annoncé un plan de 500 milliards d'euros d'investissements publics sur douze ans, dans les transports, l'énergie et la transition climatique. Il a également instauré un régime d'amortissement accéléré des investissements (30 % par an), une baisse de 5 points de l'impôt sur les sociétés à partir de 2028, ainsi qu'une prime renforcée à la recherche. Par ailleurs, les dépenses militaires seront portées à 3,5 % du PIB.

Ce stimulus budgétaire reste néanmoins modéré. Le déficit public devrait passer de 2,8 % du PIB en 2024 à 3,8 % en 2027, soit une dérive de 0,33 point de PIB par an. Même avec un multiplicateur budgétaire favorable, l'effet sur la croissance serait limité à +0,5 % du PIB cumulé entre 2025 et 2027 – insuffisant pour inverser la tendance récessive. Si

l'Allemagne avait respecté ses anciennes règles d'équilibre, elle aurait dû réduire ses dépenses de 2,5 points de PIB, ce qui aurait prolongé la récession.

Comme le reste de l'Europe, l'Allemagne est confrontée à une baisse de sa croissance potentielle – c'est-à-dire la croissance obtenue en neutralisant les aléas conjoncturels et déterminée par l'évolution de la population active et de la productivité. Celle-ci se situe autour de 0,6 %.

L'Allemagne doit accomplir un effort de modernisation axé sur la recherche, l'innovation et la formation pour retrouver le chemin de la croissance. Elle doit réduire le coût de l'énergie et se positionner sur les secteurs porteurs. Le recours à l'immigration constitue également une réponse possible. Pour la première puissance européenne, il ne s'agit pas d'une crise conjoncturelle mais d'un changement d'époque.

## HORIZON FINANCE

### ET SI UN KRACH SE PRODUISAIT ?

Si la Bourse américaine devait connaître une correction violente dans les prochaines semaines, ce serait l'une des implosions financières les plus annoncées de l'histoire. Des dirigeants de grandes entreprises, des économistes, des responsables d'institutions internationales comme le FMI alertent sur les valorisations stratosphériques des géants technologiques américains engagés dans la bataille de l'Intelligence artificielle (IA). Au moindre frémissement du Nasdaq, les spéculations sur l'imminence d'un krach reprennent.

Plusieurs facteurs nourrissent cette nervosité. Le ratio cours/bénéfices des entreprises du S&P 500 atteint des niveaux comparables à ceux de la bulle Internet. Les besoins en capitaux de l'IA se chiffrent en centaines de milliards de dollars, avec une rentabilité encore très incertaine. Pour obtenir un rendement de 10 % sur les investissements prévus d'ici 2030, les entreprises devraient générer 650 milliards de dollars de revenus annuels, soit plus de 400 dollars par an et par utilisateur d'iPhone, calcule JPMorgan Chase. L'histoire enseigne que des attentes aussi élevées sont souvent déçues, même lorsque la technologie finit par transformer le monde.

#### UN KRACH LARGEMENT ANTICIPE... MAIS MAL COMPRIS

Un krach surprendrait peu de monde, mais rares sont ceux qui anticipent qu'il pourrait être violent. Depuis 2009, les

investisseurs ont oublié ce qu'est un véritable effondrement. En 2020, la chute liée au Covid fut brève, immédiatement compensée par une politique monétaire hyper-accommodante.

La situation actuelle n'est pas assimilable à la bulle Internet de 2000 ni à la crise financière de 2008. L'euphorie IA est financée par fonds propres, non par l'endettement, et repose sur des groupes déjà installés, non sur une myriade de start-up. Par ailleurs, l'économie réelle a montré une résilience remarquable face aux chocs de ces dernières années : pandémie, guerre en Ukraine, crise énergétique européenne, relèvement des droits de douane américains... Les récessions sont devenues rares.

Pour autant, croire qu'une correction ne toucherait que les portefeuilles des investisseurs serait une erreur. Plus l'engouement se prolonge, plus les circuits de financement deviennent opaques avec, à la clef, un risque de contagion à l'économie réelle.

#### LE TALON D'ACHILLE : LE CONSOMMATEUR AMERICAIN

Les actions représentent 21 % de la richesse des ménages américains, soit un quart de plus qu'au sommet de la bulle Internet. Les actifs liés à l'IA expliquent près de la moitié de l'augmentation de cette richesse sur un an. À mesure que leur patrimoine

s'apprécie, les ménages américains épargnent moins : le taux d'épargne est désormais inférieur à 8 % du revenu disponible.

Un krach inverserait brutalement ces comportements. Une baisse des actions comparable à celle des années 2000 réduirait la richesse nette des ménages de 8 %, selon nos calculs, et entraînerait une contraction marquée de la consommation dans un contexte où l'économie américaine ralentit déjà.

Le choc serait mondial. Les non-résidents détiennent près de 18 000 milliards de dollars d'actions américaines : l'effet-richesse négatif se transmettrait immédiatement à l'Europe, déjà en croissance faible, et à la Chine, fragilisée par le risque déflationniste.

#### **UN RALENTISSEMENT GÉRABLE... MAIS AUX EFFETS GÉOPOLITIQUES ET BUDGETAIRES LOURDS**

Une correction des marchés actions ne provoquerait pas nécessairement une récession profonde. En 2000, plusieurs grandes économies avaient échappé au recul du PIB. La Réserve fédérale conserve des marges pour baisser ses taux et soutenir la demande.

Mais l'éclatement d'une bulle IA aurait un impact géopolitique puissant. Hors IA, les effets de la politique économique de Donald Trump apparaîtraient plus durement, avec un recul du pouvoir d'achat. Le dollar pourrait se déprécier, améliorant la compétitivité américaine mais compliquant le financement des déficits publics.

#### **UNE EPREUVE BUDGETAIRE MONDIALE**

La baisse des taux directeurs réduirait en principe le coût du service de la dette publique qui atteint - en moyenne - 110 % du PIB dans les pays de l'OCDE. Mais la récession ferait mécaniquement gonfler les déficits : ralentissement des recettes, hausse des dépenses sociales.

Les taux longs pourraient, au contraire, augmenter si les investisseurs exigent une prime de risque supplémentaire. La France et le Royaume-Uni seraient en première ligne, faute de marges de manœuvre budgétaires pour relancer l'activité.

#### **UN DERNIER EFFET : LE COMMERCE MONDIAL**

Une baisse de la consommation américaine réduirait mécaniquement le déficit commercial, ce qui satisferait Donald Trump. Mais la montée du chômage amplifierait les pressions protectionnistes, avec une demande accrue de taxation des produits chinois et étrangers. Une spirale protectionniste pourrait alors s'enclencher, compliquant encore un contexte économique mondial déjà fragilisé.

Un krach n'est jamais certain, mais il devient probable quand trop d'acteurs finissent par croire qu'il ne peut plus arriver. L'économie mondiale aborde cette fin de cycle boursier avec des marchés saturés d'espoirs technologiques, des finances publiques épuisées et des tensions géopolitiques croissantes. Une correction boursière agirait comme un révélateur. Elle obligerait les États à repenser leur stratégie budgétaire, les banques

centrales à redéfinir leur doctrine et les entreprises à distinguer enfin l'innovation véritable de la spéculation pure. Les bulles ne sont jamais dangereuses lorsqu'elles éclatent, mais lorsqu'elles durent trop longtemps.

Celle de l'IA n'échappe pas à la règle. Si elle se dégonfle, ce sera moins la fin d'un rêve que le retour d'une économie mondiale confrontée à ses limites bien réelles.

## LES SEPT FAILLES DE LA FINANCE AMÉRICAINE

Rapportée à la taille de l'économie, jamais la valorisation des entreprises cotées n'a été aussi élevée aux États-Unis. Celle de Nvidia a dépassé 5 000 milliards de dollars. Les investisseurs mettent en œuvre des stratégies pour exploiter au mieux la forte croissance des valeurs financières, au risque de provoquer un krach.

### LA TENTATION CRYPTO

Depuis son retour à la Maison-Blanche, le président Donald Trump soutient l'industrie des cryptomonnaies. Il s'est lui-même engagé sur ce secteur en émettant un cryptoactif à son effigie. Longtemps dénigrés par les professionnels de la finance américaine, les cryptoactifs sont aujourd'hui l'objet d'une frénésie. Les plus grandes banques américaines envisagent de créer leurs propres stablecoins adossés au dollar. Certaines entreprises placent une part croissante de leur trésorerie en cryptos. Cet engouement spéculatif pourrait déboucher sur un krach d'importance, les liquidités des entreprises américaines étant investies de plus en plus sur des actifs à forte volatilité.

### L'ENVIE DU RETAIL

Les établissements financiers américains tentent par tous les moyens d'attirer les épargnants individuels en leur promettant des gains rapides et importants. Ces derniers sont appelés à investir dès qu'un trou d'air survient afin de profiter de belles plus-values. Problème, de nombreux épargnants achèteraient n'importe quoi. Les valorisations de certaines entreprises de la tech comme Tesla, Nvidia ou Palantir sont en partie liées à des achats compulsifs qui ne reposent pas sur une analyse financière poussée. Même en dehors de la tech, l'irrationalité règne. Ainsi, l'action du marchand de vêtements American Eagle a progressé de plus de 70 % après que l'actrice Sydney Sweeney a posé dans une publicité.

Depuis quelques mois, les SPAC ont fait leur grand retour à la Bourse américaine. Un SPAC – Special Purpose Acquisition Company – est une société sans activité opérationnelle, créée uniquement pour lever des fonds en Bourse afin d'acquérir ensuite une entreprise non cotée. Les SPAC permettent de contourner la lourdeur administrative et financière des introductions en Bourse traditionnelles.

Pour la société cible, les avantages sont :

- l'accès rapide aux marchés financiers ;
- la négociation directe avec les sponsors plutôt qu'un processus d'IPO long ;
- la valorisation discutée à l'avance.

Pour les investisseurs du SPAC, celui-ci permet :

- le droit au remboursement s'ils n'aiment pas la cible ;
- les bons de souscription (warrants) en complément des actions.

Les SPAC avaient connu une forte croissance avant le Covid. Cette formule est moins utilisée depuis, pour trois raisons principales :

- performances souvent décevantes après la fusion ;
- conflits d'intérêts potentiels ;
- obligation de trouver une cible dans les délais.

En 2025, plus de 150 SPAC devraient être cotées aux États-Unis.

#### LA CIRCULARITE "PARESSEUSE"

Quand les marchés s'envolent, leur tolérance à la complexité croît en proportion. Au sein de la Silicon Valley, l'écosystème de l'IA s'organise autour de dépenses circulaires et de participations croisées afin de poursuivre le mouvement de valorisation en cours.

L'entreprise Nvidia détient des parts de CoreWeave, qui achète ses microprocesseurs pour les louer à des tiers. Elle a également investi dans xAI,

qui achète aussi ses puces pour entraîner ses modèles. Nvidia pourrait aussi participer au capital, à hauteur de 100 milliards de dollars, dans OpenAI — qui prendra l'engagement d'acheter davantage de puces Nvidia. De son côté, OpenAI, également détenue par Microsoft (son principal fournisseur de puissance de calcul), a pris une participation dans CoreWeave et pourrait bientôt prendre 10 % d'AMD, le rival direct de Nvidia.

Ces montages contribuent à multiplier les liens commerciaux entre les acteurs. Ils peuvent aussi être assimilés à du « round-tripping », ces opérations de la fin des années 1990 où aucune marchandise ne circulait mais où chacun enregistrait du chiffre d'affaires pour maquiller ses comptes.

#### LE RETOUR DES FUSIONS

Chaque cycle boursier haussier s'accompagne de grandes fusions d'entreprises. En 1989, le rachat de RJR Nabisco avait marqué les esprits, tout comme celui d'AOL-Time Warner en 2001... Cette année, la baisse des taux d'intérêt et l'assouplissement réglementaire aux États-Unis ont relancé les grandes manœuvres, malgré les destructions de valeur observées lors des vagues précédentes. Depuis l'été, les dirigeants américains ont conclu la plus grande fusion ferroviaire de l'histoire, le plus important achat de data centers et une acquisition par effet de levier record. En novembre, Kimberly-Clark, propriétaire des couches Huggies, a offert près de 50 milliards de dollars pour Kenvue, fabricant du paracétamol « Tylenol », la plus grande opération du secteur grand public depuis dix ans.

## L'ORGIE DE DETTES

Pour financer centres de données et offres d'achat, les entreprises américaines s'endettent. Meta a récemment levé 30 milliards de dollars en obligations pour financer ses infrastructures numériques, la plus importante émission de l'année. Les fournisseurs d'électricité, mis à contribution pour alimenter les serveurs informatiques, empruntent des sommes croissantes.

Dans cette frénésie, les entreprises expérimentent des formes nouvelles de dette. Le crédit privé — accordé par des fonds plutôt que par les banques — se développe. Les établissements financiers proposent des formes de prêts de plus en plus raffinées et innovantes. Apollo, spécialiste des marchés privés, propose un prêt comptabilisé comme « fonds propres » chez l'emprunteur (qui préserve ainsi sa notation), mais traité comme dette de qualité pour le prêteur.

À mesure que l'endettement croît, la visibilité se réduit. En marge de son émission obligataire, Meta finance aussi 27 milliards de dollars d'investissements — presque entièrement par la dette — pour son nouveau centre de données en Louisiane, hors de son bilan. xAI envisage des montages similaires.

## LE PATRIOTISME OSTENTATOIRE

Pour plaire au locataire de la Maison-Blanche, les entreprises américaines affichent leur patriotisme à travers des annonces d'investissements records, même si les actes ne suivent pas obligatoirement les annonces. JPMorgan Chase promet 1 500 milliards de dollars

pour soutenir les entreprises œuvrant à la « sécurité et la résilience ».

L'État fédéral s'investit de plus en plus dans le capital des grandes entreprises américaines. Il détient ainsi une action spécifique chez US Steel, 10 % du capital d'Intel. Il a également pris des participations au capital de trois groupes miniers. Il pourrait devenir actionnaire de Westinghouse, fabricant de réacteurs nucléaires. Selon les banquiers, toute entreprise ayant un lien, même tenu, avec la « *résilience nationale* » cherche à conclure un partenariat avec Washington. La directrice financière d'OpenAI a même suggéré que l'État pourrait assurer un « *filet de sécurité* » pour le financement des centres de données de l'industrie, avant de se rétracter.

## LES FRAUDES A VENIR

La hausse rapide des cours donne souvent lieu à de grands scandales. Il en fut ainsi en 2001 avec Enron et en 2002 avec Worldcom.

La complexité des normes comptables, l'opacité du secteur des cryptoactifs et l'essor du crédit privé sont autant de facteurs pouvant alimenter des manipulations de cours et dégénérer en scandale financier. Aux États-Unis, les pouvoirs publics sont moins vigilants, privilégiant la lutte contre l'immigration aux délits financiers.

## LE JOUR DU JUGEMENT DERNIER SONNERA-T-IL ?

Pour l'heure, Wall Street estime que la fête peut continuer. Les spreads de crédit restent serrés. La volatilité boursière demeure relativement faible. Les

investisseurs particuliers ne montrent aucun signe d'essoufflement.

Des fissures commencent à apparaître dans le monde de la crypto. L'entreprise Strategy, spécialiste de la gestion des trésoreries en bitcoins, est dans l'œil du cyclone. Après avoir acquis près de 650 000 bitcoins, elle a commencé à les vendre pour honorer ses engagements expliquant une partie du recul du cours du premier cryptoactif mondial.

La société américaine de services financiers Robinhood a indiqué que l'endettement de ses clients avait progressé de 153 % depuis janvier, semblant témoigner de l'existence d'une bulle. Les inquiétudes gagnent le crédit. L'entreprise First Brands, un fabricant de bougies d'allumage, a emprunté plus de 10 milliards de dollars avant de se déclarer en faillite. Ses créanciers accusent ses

dirigeants de fraude. Les responsables de JPMorgan Chase craignent la réédition de ce cas, mettant sous pression les portefeuilles de prêts. Les actions de Blue Owl, acteur majeur du crédit privé aux États-Unis, ont baissé de plus de 40 % depuis leur record de début d'année.

La suite de l'histoire dépend de la réponse à la question suivante : les investissements importants réalisés par les entreprises de la Silicon Valley dans l'IA finiront-ils par porter leurs fruits avant que les investisseurs ne perdent patience ? Si ce n'est pas le cas, les entreprises coupables de ces sept péchés seront les premières châtiées. Mais les répercussions concerneront l'ensemble de l'économie : pertes pour les investisseurs, contraction de la consommation, tensions sur le crédit et mise à l'épreuve de pans entiers du système financier.

## DE QUOI SONT FAITS LES TAUX D'INTERET LONGS ?

Les taux d'intérêt à long terme constituent le prix pivot de l'économie moderne : ils conditionnent le coût du capital, la valorisation des entreprises, l'arbitrage entre présent et futur, la dynamique des finances publiques. La fixation des taux longs dépend d'un grand nombre de facteurs : les conditions de refinancement des banques auprès de la banque centrale, l'évolution de la dette publique, le niveau de l'épargne, la trajectoire des différents actifs (actions, or, etc.).

### PREMIER DETERMINANT : LE TAUX D'INTERET A COURT TERME ANTICIPE

Les taux d'intérêt à long terme dépendent en partie de la politique

monétaire des banques centrales. Ces dernières interviennent sur les taux de refinancement des banques et, le cas échéant, en rachetant des titres, comme elles l'ont fait entre 2008 et 2022 dans le cadre de leur politique monétaire dite non conventionnelle ou accommodante. En relevant leurs taux directeurs et en cessant leurs rachats d'obligations publiques entre 2022 et 2024, les banques centrales ont contribué à la forte hausse des taux de crédits et de ceux des obligations. Le taux de l'OAT française est passé ainsi de -0,2 % à 3,4 % de 2021 à 2025.

La baisse des taux engagée à partir de 2024 a permis une diminution des taux des crédits aux entreprises et aux

ménages. Elle a eu peu d'effet sur les taux des obligations souveraines en raison des besoins de financement croissants des États et de l'arrêt des rachats d'obligations par les banques centrales.

Aux États-Unis, les marchés continuent à anticiper des baisses de taux, la hausse des prix se révélant plus faible que prévue malgré la politique d'augmentation des droits de douane décidée par Donald Trump. Ces baisses anticipées se répercutent sur le taux des obligations américaines. Dans la zone euro, les anticipations sur les taux ne laissent pas présager une baisse importante dans les prochains mois même si l'inflation anticipée à 10 ans demeure stable autour de 2 %. Les taux longs européens ne bénéficient pas du recul anticipé des taux courts, contrairement aux États-Unis.

#### DEUXIEME DETERMINANT : LA VARIABILITE DES TAUX D'INTERET A LONG TERME

Plus un taux long est incertain, soumis à d'éventuelles fluctuations, plus il doit être rémunératrice. Traditionnellement, la variabilité des taux longs est forte aux États-Unis et plus faible en zone euro. Depuis 2023, les taux américains fluctuent entre 3,5 % et 5 %, les taux européens restant contenus entre 2 % et 2,7 %.

Cette volatilité américaine s'oppose à la baisse des taux courts anticipés, d'où une trajectoire plus hésitante outre-Atlantique. Dans la zone euro, l'absence de variabilité signifie qu'il n'y a ni de prime de terme significative ni de pression haussière ou baissière autonome.

#### TROISIEME DETERMINANT : L'EQUILIBRE ENTRE DETTE PUBLIQUE OFFERTE ET DEMANDEE

Aux États-Unis, le financement public s'effectue en recourant à des obligations de courte durée, ce qui limite l'effet du déficit sur les taux longs. La maturité moyenne de la dette américaine est de 5 à 6 ans, contre 7 à 8 ans pour la zone euro. Le gouvernement américain renouvelle souvent sa dette sans que cela ne provoque une hausse significative des taux longs, la demande internationale en titres américains demeurant forte. Le rôle du dollar comme valeur refuge contribue à l'arrivée de capitaux étrangers. Ainsi, malgré des déficits publics et commerciaux élevés, les États-Unis n'ont pas subi une hausse de leurs taux longs.

En zone euro, les besoins de capitaux pour financer la dette publique sont en forte croissance, avec comme point clé, la hausse rapide de celle de la France. La dette française est en effet passée de 85 à près de 120 % du PIB entre 2010 et 2025. L'année prochaine, les besoins du Trésor français dépasseront 300 milliards d'euros. De son côté, l'Allemagne bénéficie d'un statut de rareté relative et d'actif refuge, ce qui se traduit par une augmentation de l'écart de taux entre l'OAT et le Bund, passé de 0,20 point en 2022 à 0,60–0,80 point en 2025. L'Allemagne devrait accroître ses besoins de financement avec la mise en œuvre de son plan de relance et l'abandon de son frein budgétaire. Cette situation devrait provoquer une légère hausse des taux longs en Europe.

## QUATRIÈME DETERMINANT : L'EVOLUTION DU COURS DES AUTRES ACTIFS

Une augmentation rapide du cours des actions induit des transferts de capitaux vers cette classe d'actifs, ce qui amène une hausse des taux obligataires, surtout en période de besoins de financement publics importants. À contrario, une baisse du cours des actions peut provoquer celle des taux longs, les obligations souveraines jouant le rôle de valeur refuge. Une correction boursière, en particulier sur les valeurs technologiques, pourrait favoriser une baisse des taux longs sur la dette souveraine.

## CINQUIÈME DETERMINANT : LA SITUATION GEOPOLITIQUE

Les tensions géopolitiques sont également susceptibles de provoquer une détente des taux des obligations souveraines des grands pays occidentaux. En cas de crise géopolitique, les États-Unis peuvent enregistrer des baisses plus sensibles de leurs taux en raison de la valeur refuge du dollar. À contrario, si Donald Trump remettait en cause l'indépendance de la banque centrale américaine, les taux américains pourraient augmenter. Or, le Président américain souhaite une forte baisse des taux pour maintenir un taux de croissance élevé. Il enjoint à cet effet la FED à réduire ses taux directeurs. Son

ancien conseiller économique, Stephen Miran, nommé entre-temps gouverneur à la FED, avait présenté un plan visant à restructurer la dette américaine pour influencer les taux d'intérêt. Il préconisait l'échange de bons du Trésor américains détenus à l'étranger contre des obligations à très long terme (parfois présentées comme des "obligations perpétuelles ou quasi-perpétuelles"), moyennant un rendement plus faible. L'application d'un tel plan pourrait remettre en cause le rôle du dollar comme pilier du système financier mondial. Pour le moment, ce plan sert avant tout d'épouvantail pour obtenir des concessions de la part des « partenaires » américains. En Europe, l'incapacité de la France à maîtriser sa dette publique, doublée d'une crise politique persistante, pourrait provoquer une hausse des taux longs. Aux États-Unis, les taux longs sont conditionnés par la politique monétaire et par des facteurs internationaux, quand en Europe, les questions budgétaires prédominent. Les taux aux États-Unis demeurent plus élevés qu'en Europe en lien avec une croissance plus forte et les tensions inflationnistes plus importantes. À moyen terme, les taux pourraient néanmoins baisser aux États-Unis quand ils seront à nouveau orientés à la hausse en zone euro compte tenu de l'évolution de la dette publique au sein de cette dernière.

# AU-DELÀ DE L'HORIZON

## L'EUROPE DE LA DEFENSE : UN CONCEPT A CONSTRUIRE

Depuis le début de l'année 2025, la capitalisation boursière du groupe allemand Rheinmetall est passée de 27 à 80 milliards d'euros, soit 90 fois son bénéfice net annuel, le rapprochant de l'américain Lockheed Martin. Les valeurs des autres grands industriels européens de la défense – BAE Systems au Royaume-Uni, Thales en France, Leonardo en Italie – ont fortement augmenté avec les annonces de réarmement réalisées par les différents États européens, inquiètes de la menace russe et des déclarations à l'emporte-pièce du président américain. En 2025, les États européens consacreront environ 180 milliards de dollars à leurs équipements militaires – soit plus du double du niveau de 2021. Cette tendance devrait encore s'amplifier, les membres de l'OTAN ayant convenu, en juin dernier, de relever leur objectif de dépenses de défense de 2 % à 3,5 % du PIB d'ici dix ans, auxquels s'ajouteraient 1,5 point de PIB supplémentaire pour les infrastructures et services connexes.

À travers cet effort accru de défense, les dirigeants européens espèrent revitaliser une industrie de l'armement affaiblie par des décennies de sous-investissement. Le vieux continent reste dépendant du matériel américain. Entre février 2022 et septembre 2024, un tiers des achats d'équipements militaires européens provenait des États-Unis, selon l'International Institute for Strategic Studies (IISS).

Selon le Livre blanc *Readiness 2030*, publié en mars dernier par la Commission

européenne, les industriels du continent ne sont pas actuellement en mesure de produire les systèmes et équipements de défense dans les volumes et délais exigés par les gouvernements. Présenté le 16 octobre dernier, le plan de suivi *Preserving Peace* fixe les priorités de défense pour les cinq prochaines années, mais la montée en puissance s'annonce difficile en raison de la fragmentation du secteur, de la lenteur des procédures de commande et du nombre insuffisant d'acteurs européens.

### DIVISION EUROPÉENNE

La fragmentation reste le premier handicap pour la défense européenne. Les industriels demeurent de taille modeste comparés à leurs homologues américains, en grande partie parce que les gouvernements privilégient leurs champions nationaux et sont réticents à mettre en œuvre de véritables coopérations européennes. Rheinmetall n'a réalisé que 10 milliards d'euros de chiffre d'affaires en 2024, soit six fois moins que Lockheed Martin. Le projet d'avion du futur (Future Combat Air System – FCAS) donne lieu à une bataille franco-allemande avec un risque de production de deux avions concurrents et des surcoûts importants.

Cette dispersion limite la capacité à rivaliser dans les technologies de pointe. Les dépenses européennes de R&D militaires se sont élevées à 13 milliards d'euros en 2024, contre 148 milliards de dollars aux États-Unis, selon l'Institut Kiel. Les fournisseurs locaux répondent à la

demande en obus d'artillerie, canons et véhicules blindés, mais la conception et la fabrication d'équipements avancés – artillerie à roquettes, missiles longue portée, systèmes de défense aérienne – demeurent « tout au plus limitées, sinon inexistantes », observe l'Institut.

#### LENTEUR ET INERTIE BUREAUCRATIQUE

Les regroupements, se réalisent lentement avec, à la clef, des rendements d'échelle. En septembre, Rheinmetall a annoncé le rachat du constructeur naval Lürssen. Les fusions dans la défense européenne ont atteint 2,3 milliards de dollars au premier semestre 2025, soit une hausse d'un tiers par rapport à 2024. Les gouvernements, jaloux de leur souveraineté industrielle, restent réticents à céder le contrôle de sociétés jugées stratégiques. La constitution de groupes européens est difficile.

Les industriels hésitent à investir sur la base de promesses politiques, car les promesses n'engagent que ceux qui les écoutent. Faute de commandes fermes, les grands groupes ne peuvent inciter leurs sous-traitants à augmenter leurs capacités. Pour les systèmes d'armes les plus sophistiqués, la longueur des cycles de développement rend le matériel américain souvent plus disponible et meilleur marché, au moins pour plusieurs années encore.

#### DEFI TECHNOLOGIQUE

L'Europe doit également relever un défi technologique. Le conflit en Ukraine a démontré le rôle décisif des drones sur le champ de bataille et des satellites dans le renseignement. Elle doit disposer

d'entreprises innovantes comparables aux start-up américaines de la défense, telles qu'Anduril (drones) ou SpaceX (réseau Starlink). Or, les marchés financiers européens, moins profonds et liquides que ceux des États-Unis, rendent difficile la levée de capitaux pour ces nouveaux entrants.

L'Europe compte néanmoins déjà trois « licornes » de la défense – les allemandes Helsing et Quantum Systems, et la portugaise Tekever, toutes spécialisées dans les drones. Le regain d'intérêt des investisseurs pourrait changer la donne. Longtemps perçu comme un secteur peu éthique, l'armement retrouve une forme de légitimité dans un monde plus incertain.

L'Europe réarme, mais sans véritable unité stratégique ni capacité de production intégrée. Chaque État reste prisonnier de ses habitudes, de ses procédures et de ses champions nationaux. La guerre en Ukraine a pourtant rappelé que la défense ne peut plus être une affaire strictement nationale : elle suppose une base industrielle commune, des chaînes d'approvisionnement sécurisées et des standards techniques partagés.

Le réveil militaire du continent pourrait n'être qu'un sursaut budgétaire si la volonté politique ne suit pas. Tant que le « Buy European » ne s'imposera pas comme principe cardinal, les milliards dépensés nourriront autant l'économie américaine que la sécurité du continent. Entre les promesses de réarmement et la réalité industrielle, l'Europe joue une partie décisive : celle de sa souveraineté technologique et stratégique.

## MAIS OU EST DONC PASSE SCHUMPETER ?

Entre 1300 et 1800, les historiens de l'économie estiment que l'Angleterre, puis la Grande-Bretagne, ont passé près de la moitié du temps en récession. L'activité était instable, alternant violents reculs du PIB et fortes reprises. Avec la maturation du capitalisme et l'amélioration des politiques économiques, les récessions se sont faites moins fréquentes et moins brutales. Au XIX<sup>e</sup> siècle, le pays n'était en contraction qu'un quart du temps, proportion encore réduite au XX<sup>e</sup> siècle. Les stabilisateurs économiques contribuent à la régulation de l'activité, du moins jusqu'à maintenant. Demain pourrait être un autre monde ?

Force est de constater que, depuis la crise financière de 2008, crise qui fut la plus importante enregistrée depuis la grande crise de 1929, l'économie mondiale est, de plus en plus chaotique. Depuis, nous avons connu la récession la plus importante de l'histoire contemporaine en 2020, récession provoquée par les confinements et qui fut suivie par un rebond tout aussi extraordinaire. L'économie mondiale a, par la suite, été confrontée à la guerre en Ukraine, à celle du Moyen-Orient, à une vague inflationniste et au retour de Donald Trump qui a décidé la mise en place de tarifs douaniers d'un niveau inconnu depuis près d'un siècle. Et pourtant, entre 2022 et 2024, la croissance mondiale en volume a atteint en moyenne 3 % par an, rythme qui devrait encore être tenu cette année. Le chômage dans l'OCDE, qui représente environ 60 % du PIB mondial, demeure proche de ses plus bas niveaux historiques. Au troisième trimestre

2025, les bénéfices des entreprises à l'échelle mondiale ont progressé de 11 % sur un an, leur meilleure performance depuis trois ans.

Hormis la contraction liée aux confinements de la Covid-19, l'économie mondiale n'a pas subi de récession synchronisée depuis plus de quinze ans. Celle des États-Unis dément toutes les prévisions depuis la crise financière.

Certains avancent qu'un système économique a besoin d'un ralentissement occasionnel pour rester en bonne santé. Joseph Schumpeter, l'économiste austro-américain, soutenait que les récessions déclenchent une « *destruction créatrice* » : les entreprises inefficaces disparaissent, les capitaux se redirigent vers les technologies d'avenir, les travailleurs migrent vers des emplois plus productifs. Une douleur immédiate, mais un gain durable. L'économiste ne préconisait pas de provoquer une récession ; mais il estimait qu'il ne fallait pas non plus tout faire pour l'empêcher. « *Les dépressions ne sont pas simplement des maux à supprimer* », écrivait-il. Elles incarnent « *quelque chose qui doit advenir* ».

Avec la multiplication de dispositifs de soutien aux entreprises et aux ménages, le capitalisme contemporain pourrait être moins dynamique que dans le passé. Le système entretient aujourd'hui une multitude de consultants, d'influenceurs ou traders en cryptoactifs qui produisent peu de tangible. En Europe et aux États-Unis, de nombreux secteurs sont protégés par la réglementation, ce qui ne les incite

pas à réaliser des gains de productivité. Un article fondateur de 1994, signé Ricardo Caballero (MIT) et Mohamad Hammour (Columbia University), a montré que les récessions permettaient de purger les techniques ou produits obsolètes. D'autres travaux ont démontré que la crise de 1929 avait poussé vers la sortie de petites usines automobiles inefficaces, ouvrant la voie à la production de masse. En 2022, Daniel Bias (Université Vanderbilt) et Alexander Ljungqvist (Stockholm School of Economics) ont démontré que les start-up nées en période de récession ont de meilleurs résultats que celles créées dans des périodes plus clémentes.

Les événements de 2020 ont aussi montré que la récession peut stimuler la réallocation productive. En Europe, les gouvernements ont cherché à éviter un choc brutal en protégeant les emplois via les dispositifs de chômage partiel : le taux de chômage a culminé à 8,6 %. Aux États-Unis, le gouvernement a laissé les entreprises licencier ce qui a porté le taux de chômage à 15 %. Les ménages ont reçu de la part des autorités fédérales une aide financière importante. Dès la fin de l'épidémie, le taux de chômage a rapidement baissé. Aux États-Unis, la destruction créatrice a joué plus fortement son rôle qu'en Europe, les travailleurs migrant vers les secteurs en tension (banlieues, commerce en ligne...) et quittant ceux en déclin, notamment les centres-villes. En adaptant la méthodologie de la Fed de Chicago, centrée sur la composition sectorielle de l'emploi, entre 2020 et 2022, la réallocation du travail a augmenté deux fois plus vite aux États-Unis qu'en Europe. Depuis 2019, la

productivité du travail américaine a progressé de 10 %, contre seulement 2 % dans l'Union européenne. Le choix du « quoi qu'il en coûte » européen se révèle cruellement improductif.

Aucun gouvernement ne souhaite être confronté à une récession. À la moindre alerte, ils augmentent les dépenses publiques et multiplient les plans de sauvetage. Pendant la crise énergétique de 2022, les gouvernements européens ont ainsi, pour contrer les effets de la hausse du prix de l'énergie, dépensé plus de 3 % du PIB. Après la faillite de Silicon Valley Bank en 2023, Washington a garanti l'intégralité des dépôts. Dès qu'une entreprise jugée « stratégique » chancelle, l'État intervient. Ces politiques limitent les effets des crises et des chocs, mais au prix de distorsions croissantes dans l'allocation des ressources.

#### LE RISQUE FINANCIER : L'AMNESIE DU DANGER

De longues périodes sans crise favorisent la « myopie au désastre ». Les acteurs oublient que le pire peut arriver. Ils sont convaincus qu'en cas de problème, l'État sera toujours là. Les investisseurs optent alors pour des actifs risqués, qui sont les plus exposés en cas de retournement économique. L'engouement en faveur de l'intelligence artificielle en est un des symboles. Aux États-Unis, les ménages s'engagent de plus en plus sur le marché des actions et des cryptoactifs, convaincus que les cours sont appelés à toujours monter. Ces dernières années, ils ont alloué 3 000 milliards de dollars de leur épargne aux marchés actions, un record. 30 % des actifs des ménages

américains sont désormais placés en actions, un niveau inédit.

### LE RISQUE BUDGETAIRE : L'ÉTAT-ASSUREUR DE DERNIER RESSORT

Assurer l'économie contre la récession coûte cher. La dette publique cumulée des pays de l'OCDE est à son plus haut niveau depuis les guerres napoléoniennes. Les États ont aussi accumulé des engagements implicites non comptabilisés dans les budgets officiels, le fameux passif social, avec un important montant de pensions à verser dans les prochaines années. Les États garantissent une large part des dépôts bancaires, que ce soit en Europe ou aux États-Unis. Les « engagements sociaux » dépassent désormais 130 000 milliards de dollars dans ce pays, soit près de cinq fois le PIB.

### LE RISQUE ALLOCATIF : L'ECONOMIE DES ZOMBIES

Selon Bruno Albuquerque (FMI) et Roshan Iyer (American University), les « entreprises zombies » — entreprises non rentables mais qui perdurent grâce aux aides publiques — représentent près de 10 % en 2021 du PIB dans les pays de l'OCDE, contre 6 % en 2000. Leur part est passée de 6 % en 2000 à 9 % en 2021. Même avec la remontée des taux, leur nombre continue d'augmenter. Un rapport récent de BofA Securities

montre que la proportion de zombies européens a encore progressé entre 2023 et 2025.

Ces entreprises pèsent sur la croissance. Entre 2012 et 2022, les entreprises britanniques les moins productives ont enregistré les plus faibles gains de productivité, tirant la moyenne vers le bas. Dans les secteurs où les zombies sont plus nombreuses, « *les entreprises saines sortent plus vite du marché et les créations chutent* », observent Bruno Albuquerque et Roshan Iyer. Les zombies retiennent les travailleurs dans des postes mal adaptés, privant les entreprises dynamiques de talents.

### LA STABILITÉ PROLONGÉE : UN LUXE DANGEREUX

L'économie mondiale a évité un ralentissement prolongé pendant une période remarquablement longue. Cette stabilité apparente crée ses propres fragilités. Si les gouvernements veulent empêcher les récessions, ils doivent accepter la rotation permanente des emplois et des entreprises qu'exige une économie vivante. Sans cela, le système réclamera des doses toujours plus importantes de soutien budgétaire pour maintenir un équilibre de plus en plus artificiel. Au mieux, c'est la stagnation ; au pire, c'est l'accumulation silencieuse de risques financiers et budgétaires de grande ampleur.

## POINTS DE REPÈRE

### SALAIRS REELS, : CINQ ANS POUR RIEN EN FRANCE !

En 2024, le salaire en équivalent temps plein (EQTP) dans le secteur privé s'établit, selon l'INSEE, en France, en moyenne à 3 602 euros brut par mois, soit 2 733 euros net de cotisations et contributions sociales. Ces montants intègrent désormais les salaires des apprentis et des stagiaires. Le salaire brut moyen augmente de 3,1 % en euros courants, soit un peu plus rapidement que le salaire net moyen qui progresse de 2,8 %.

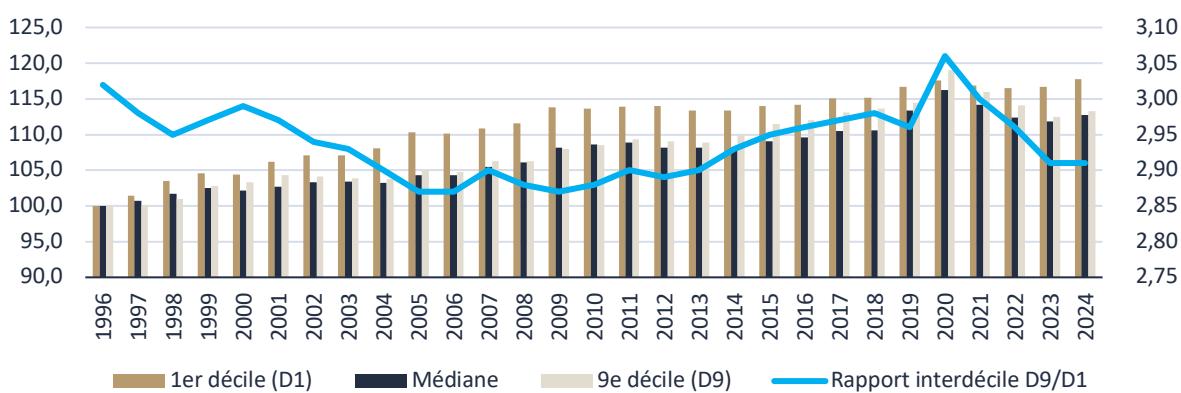
En 2024, la moitié des salariés du secteur privé perçoit moins de 2 190 euros nets par mois en EQTP. Ce salaire net médian est inférieur de 19,9 % au salaire net moyen, ce qui traduit une plus forte concentration des salaires dans le bas de la distribution.

En euros constants, le salaire net moyen augmente de 0,8 % en 2024, après -

1,3 % en 2022 puis -1,0 % en 2023. Ce regain en 2024 permet à peine d'atteindre le niveau de 2019 en euros constants, alors que le pouvoir d'achat des salaires avait augmenté de 0,6 % en moyenne par an entre 1996 et 2019.

Le salaire net moyen évolue différemment selon la catégorie socioprofessionnelle. En 2024, en euros constants, il progresse davantage pour les ouvriers (+1,1 %) que pour les employés (+0,4 %) et les cadres (+0,1 %), tandis qu'il recule très légèrement pour les professions intermédiaires (-0,1 %). La baisse de la PPV en 2024 pèse en effet davantage sur le salaire des professions intermédiaires : le pouvoir d'achat de leur salaire net hors PPV augmente de 0,4 %, comme celui des cadres.

Évolution de la distribution des salaires nets en équivalent temps plein (EQTP) depuis 1996, en euros constants



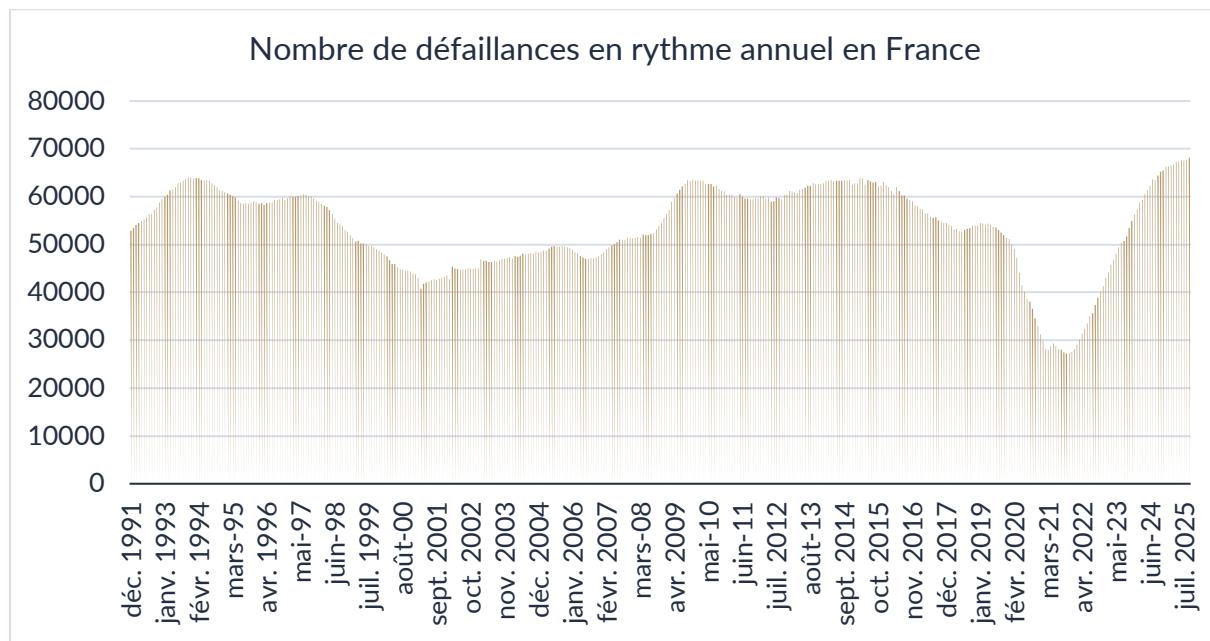
Cercle de l'Epargne - données Eurostat

## DEFAILLANCES DES ENTREPRISES EN FRANCE : TOUJOURS AU PLUS HAUT !

À fin septembre, le nombre de défaillances est de 68 227 en cumul sur les douze derniers mois, un niveau légèrement supérieur à celui du mois d'août (67 712 défaillances en données révisées). Ce constat est commun aux différentes catégories de PME et à la plupart des secteurs d'activité. De son côté, le nombre de défaillances d'ETI et de grandes entreprises recule. Au total, la progression des défaillances en rythme annuel (cumul douze mois)

poursuit son mouvement de décélération progressive : +6,0 % en septembre contre +6,7 % en août.

Sur la même période, la population d'entreprises s'accroît. Selon l'INSEE, un peu plus de 1,1 million d'entreprises ont été créées à fin septembre 2025 sur 12 mois glissant, en hausse de 2,7 % par rapport au cumul 12 mois arrêté à fin septembre 2024.



Cercle de l'Epargne - données Banque de France

## TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

Indice	28 novembre 2025	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	8 122,71	-0,95	+12,27	7 380,74
DAXX	23 836,79	-1,86	+22,68	19 909,14
Footsie 100	9 720,51	+0,35	+17,38	7 451,74
Eurostoxx 50	5 668,17	-0,63	+19,11	4 895,98
Dow Jones	47 716,42	+0,36	+6,70	42 544,22
Nasdaq Composite	23 365,69	-1,15	+22,59	19 310,79
S&P 500	6 849,09	-0,38	+14,18	5 881,63
Nikkei	50 253,91	-0,51	+29,59	39 894,54
Shanghai Composite	3 888,60	-2,71	+19,14	3 351,76
Euro/dollar	1,1604	-0,41	+10,54	1,0380
Once d'or (USD)	4 219,29	+5,69	+60,61	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	63,10	-2,05	-13,12	74,30
Bitcoin (USD)	91 166,70	-19,81	-4,99	93 776,61



## LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	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 % novembre 2025	0,8	2,6	1,1	3,1	2,2
Taux de chômage en % - octobre 2025	7,7	3,8	6,0	10,5	6,4
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 % (21/11/2025)	3,413	2,687	3,400	3,174	-

\*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



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

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

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

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

### Contact

Thomas Vendôme Investment  
10, rue de la Paix  
75002 Paris  
01 83 79 82 35  
[tvi@vendome-investment.com](mailto:tvi@vendome-investment.com)