

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS .....	2
Europe – Etats-Unis : l'ambiguïté d'une relation fondamentale .....	2
HORIZON FRANCE.....	4
Vieillesse démographique et finances publiques : un cocktail explosif ! .....	4
Les entreprises françaises de plus en plus étrangères ? .....	6
HORIZON EXTERIEUR .....	8
L'Europe face à la guerre des étoiles .....	8
Le Président Américain face et le verdict de l'opinion .....	10
Le Royaume-Uni : retour sur terre.....	12
HORIZON FINANCE.....	14
IA : qui seront les gagnants et les perdants ? .....	14
Dubaï : la nouvelle city ? .....	15
La folie token : un réel succès à relativiser ! .....	17
AU-DELÀ DE L'HORIZON.....	20
Paris restera toujours Paris .....	20
POINTS DE REPÈRE.....	24
La décarbonation de l'électricité européenne en marché ! .....	24
Les entreprises françaises à la traîne en matière de profit .....	25
Tableau de bord des marchés financiers .....	26
Les statistiques économiques.....	27

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

### EUROPE – ÉTATS-UNIS : L'AMBIGUÏTÉ D'UNE RELATION FONDAMENTALE



L'histoire des relations entre les États-Unis et l'Europe est marquée par une constante : la méfiance : méfiance fondatrice, méfiance persistante, masquée par la constitution d'alliances. Une

communauté de destin existe sans nul doute, mais elle n'est jamais exempte d'arrière-pensées comme le prouvent les dernières prises de position du Président Donald Trump vis-à-vis de l'Ukraine ou du Groenland.

Les États-Unis sont nés contre l'Europe, ou plus exactement contre l'une des principales puissances mondiales de l'époque, le Royaume-Uni, dont ils furent longtemps une colonie. Leur indépendance ne fut acquise qu'au terme d'une guerre à laquelle la France prit part, moins par idéalisme que par calcul stratégique : celui de l'affaiblissement de l'ennemi britannique. Dès l'origine, les États-Unis se sont construits dans la rupture, voire dans le ressentiment, vis-à-vis du Vieux Continent.

Le jeune État américain se développe ensuite en tournant le dos à l'Europe. Certes, il bénéficie d'importants flux migratoires européens, mais ces migrants ne viennent pas par fidélité culturelle ; ils fuient la pauvreté, les persécutions ou les interdits religieux. Juifs d'Europe centrale, protestants

dissidents, minorités brimées : les États-Unis attirent ceux que l'Europe rejette. Cette méfiance trouve une traduction politique précoce avec la doctrine Monroe : l'Amérique aux Américains, l'Europe priée de rester à distance. L'isolationnisme devient une matrice durable de la politique étrangère américaine. Même lorsque le monde bascule dans la Première Guerre mondiale, l'intervention des États-Unis demeure tardive, portée par le président Woodrow Wilson, davantage soucieux de refonder l'ordre international que de sauver l'Europe pour elle-même.

La Seconde Guerre mondiale confirme cette ambivalence. Franklin D. Roosevelt est convaincu très tôt de l'inéluctabilité du conflit et de l'entrée en guerre américaine, mais il doit composer avec une opinion publique profondément anti-interventionniste. À partir de 1945, la relation change de nature, mais non de logique. Les États-Unis deviennent ultradominants et s'érigent en protecteurs de l'Europe face à l'URSS. L'OTAN incarne cette alliance asymétrique : la sécurité en échange de l'alignement. L'Europe se reconstruit grâce aux capitaux américains, notamment avec le plan Marshall.

La chute du mur de Berlin ouvre une nouvelle séquence. Après 1990, les États-Unis se vivent comme la puissance unique, dans une phase d'hyper-hégémonie. L'Europe entend

profiter des dividendes de la paix et réduit son effort de défense, comptant toujours sur le parapluie américain. Les États-Unis multiplient les interventions extérieures, dont certaines sans mandat international.

Les mandats de Donald Trump, et surtout le second, modifient en profondeur le cours des relations entre l'Europe et les États-Unis, même s'il convient de souligner que cette évolution transcende les seules alternances électorales américaines. Le président américain assume une politique protectionniste et privilégie le hard power au soft power. Les Européens ne sont plus considérés comme des alliés naturels, mais comme des partenaires placés sur un pied d'égalité, voire comme des concurrents.

Demain, l'alliance transatlantique entre dans une ère transactionnelle : une OTAN à la carte, conditionnée aux achats d'armes américaines et au soutien à l'action du Président. « Je te protège si tu payes » : la sécurité devient un service, non plus un engagement politique. Cette vision heurte l'idée européenne d'un partenariat fondé sur des valeurs partagées, mais elle s'inscrit dans une tradition américaine ancienne :

celle de la primauté de l'intérêt national. L'affaire du Groenland s'inscrit dans cette logique du rapport du fort au faible et des intérêts particuliers. Donald Trump entend contrôler ce territoire jugé stratégique, estimant que l'Europe ne peut pas en assumer la défense.

Donald Trump raisonne de même sur le terrain économique. Il pratique un chantage permanent aux droits de douane, conscient que la croissance européenne dépend en partie de ses exportations vers les États-Unis. Il joue des divisions internes de l'Union européenne et ne se prive pas de soutenir des opposants aux gouvernements en place, récusant de fait le principe de non-ingérence.

La relation entre l'Europe et les États-Unis n'a jamais été simple ni naturelle. Elle est le produit de circonstances, de rapports de force et de malentendus durables. L'ignorer, c'est s'exposer à de cruelles désillusions. L'assumer, c'est peut-être la condition pour que l'Europe cesse d'être un objet de l'histoire américaine et renoue avec sa propre grandeur. Beau Challenge !

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

## HORIZON FRANCE

### VIEILLISSEMENT DEMOGRAPHIQUE ET FINANCES PUBLIQUES : UN COCKTAIL EXPLOSIF !

Dans son rapport sur l'imposition du patrimoine publié le 1<sup>er</sup> décembre 2025, le Conseil des Prélèvements Obligatoires (CPO) souligne la progression du montant des patrimoines, liée au vieillissement démographique et à la forte valorisation des actifs immobiliers et financiers enregistrée ces dernières années. Le patrimoine net des ménages représentait six fois leur revenu disponible en 2021, contre 4,5 fois en 2000.

La France connaît une concentration du patrimoine plus faible que dans plusieurs pays de l'OCDE : le décile le plus aisé détient 60 % de la richesse nationale et le 1 % le plus riche en détient 27 %, contre respectivement 70 % et 35 % aux États-Unis.

#### Une fiscalité pesante et inéquitable

L'imposition du patrimoine en France est relativement élevée par rapport à celle constatée dans l'OCDE. Elle s'est élevée à 113,2 milliards d'euros en 2024 et progresse légèrement plus vite que la valeur du patrimoine depuis trente ans. L'imposition de la détention et de la transmission du patrimoine (64,3 milliards d'euros) représente 0,4 % du patrimoine total des ménages, tandis que l'imposition des revenus du patrimoine (48,9 milliards d'euros) équivaut à 11,6 % de ces revenus.

Le CPO souligne, à juste titre, que la fiscalité du patrimoine est à la fois lourde et inéquitable. Son poids varie fortement selon la structure des actifs détenus et les possibilités d'optimisation auxquelles seuls certains ménages ont accès.

#### Pour une fiscalité plus neutre

Le Cercle de l'Épargne défend un principe simple : une fiscalité reposant sur une assiette large, comportant le moins d'exonérations et d'abattements possible, associée à des taux faibles.

L'objectif est de promouvoir une fiscalité neutre sur le plan économique, limitant les stratégies d'optimisation et favorisant une allocation efficiente du capital.

Dans le prolongement du débat parlementaire, le CPO relance la discussion sur la taxation des hauts revenus et des hauts patrimoines. Il souligne la nécessité d'une meilleure appréhension des revenus économiques et du patrimoine réellement détenu par les ménages les plus aisés. L'instauration de dispositifs différentiels et une réflexion européenne sur la taxation des bénéfices remontant aux holdings sont évoquées.

#### Des droits de succession à revoir

En France, plus de 50 % des successions sont exonérées de droits. Comme

souvent dans le système fiscal français, les ménages modestes sont totalement exonérés tandis que les ménages aisés bénéficient de régimes dérogatoires (pacte Dutreil, holdings familiales).

Le CPO propose de limiter certaines niches fiscales, notamment le pacte Dutreil, sans pour autant recommander une refonte complète des droits de succession. Il préconise de moderniser le barème des droits de mutation à titre gratuit afin de tenir compte de l'évolution des structures familiales. Il suggère également une réduction modérée des taux actuels – réduction qui pourrait être plus significative pour rapprocher la France des pratiques observées à l'étranger.

### **Plus-values immobilières : vers une imposition générale avec indexation sur l'inflation**

Les abattements pour durée de détention sur les résidences secondaires, qui aboutissent à une exonération totale au bout de trente ans, contribuent à figer le marché et encouragent certains ménages à requalifier abusivement un bien en résidence principale au moment de la vente.

L'abandon de ces abattements, compensé par une indexation du prix d'achat sur l'inflation, constituerait un progrès. À cet égard, un indice spécifique lié à l'immobilier – par exemple l'indice du coût de la construction – pourrait être retenu. Se pose également, dans une logique de neutralité économique, la question de l'imposition des plus-values sur les

résidences principales afin d'éviter les distorsions actuelles.

### **Assurance vie : pourquoi toucher à ce qui fonctionne ?**

42 % des ménages disposent d'un contrat d'assurance vie, principal outil d'épargne longue en France. À ce titre, elle bénéficie, comme le PEA ou le Plan d'Épargne Retraite, d'un régime fiscal spécifique. L'assurance vie permet en outre de désigner librement des bénéficiaires, parfois en dehors des règles successorales classiques, évitant des droits pouvant atteindre 60 %.

Le CPO propose de remettre en question cet avantage dérogatoire qui résulte largement du niveau élevé des droits de succession en France. Toute réforme en ce sens supposerait au préalable une véritable décrue des droits de succession pour ne pas désorganiser l'épargne longue.

### **Pour une fiscalisation partielle du Livret A**

Le CPO estime que l'épargne réglementée occupe une place trop importante en France au détriment des placements longs. Pour encourager à des transferts vers des produits d'épargne de long terme, il propose une fusion du Livret A avec le Livret de Développement Durable et Solidaire ainsi que la fiscalisation des intérêts au-delà de 19 125 euros. Pour couper court à toute polémique, le gouvernement a indiqué qu'il n'entendait pas reprendre à son compte cette proposition.

## Un rapport utile au débat sur la fiscalité du patrimoine

Le rapport du Conseil des Prélèvements Obligatoires a le mérite de couvrir l'ensemble du champ de la fiscalité patrimoniale : taxe foncière, épargne réglementée, plus-values immobilières, transmission d'entreprise, assurance vie, pacte Dutreil, etc. Cette fiscalité se caractérise aujourd'hui par une complexité rare et une cohérence économique limitée. Elle finance de

nombreuses collectivités — État, départements, communes — ce qui rend toute réforme difficile.

Une modernisation est pourtant indispensable, à la fois pour éviter une concentration excessive du capital, améliorer la lisibilité du système et renforcer l'efficacité économique du patrimoine des ménages.

## LES ENTREPRISES FRANÇAISES DE PLUS EN PLUS ÉTRANGÈRES ?

En 2024, les acteurs non-résidents détenaient 1 083 milliards d'euros d'actions de sociétés du CAC 40, un taux de détention de 50 %. En 2023, ce taux atteignait 49,5 %. La part des investisseurs non-résidents est au plus haut depuis l'épidémie de Covid. En 2024, avec la crise politique, les investisseurs nationaux se sont délestés en actions françaises quand les non-résidents ont renforcé leurs positions. Les premiers ont été vendeurs nets d'actions hexagonales à hauteur de 3,5 milliards d'euros de titres en 2024, tandis que les seconds ont, en net, acheté 3,3 milliards d'euros d'actions.

Les non-résidents ont acheté pour environ 5 milliards d'euros de titres de sociétés appartenant aux secteurs de la santé et des services aux collectivités. À l'inverse, les secteurs de l'industrie et de l'énergie, qui avaient connu un fort engouement de la part des investisseurs non-résidents entre 2020 et 2023, ont affiché des sorties de 2,2 milliards d'euros. Ce renforcement des étrangers dans le capital des grandes entreprises françaises est avant tout un effet de

portefeuille. Ils ont eu tendance à sortir des entreprises non cotées au CAC 40, de taille moyenne, au profit des entreprises cotées qui sont plus internationalisées. Les acteurs étrangers ne détiennent que 32 % des actions d'entreprises qui ne sont pas présentes au CAC 40. En 2024, ce dernier s'est érodé de 2,2 %, contre respectivement 6 % et 8 % pour le CAC Mid et le CAC Small, les deux indices des capitalisations plus petites de la place de Paris. La capitalisation totale des actions détenues par les investisseurs français s'est donc réduite par ce simple effet de valorisation.

Cette préférence pour les grandes entreprises a pour conséquence qu'elles sont désormais majoritairement détenues par des capitaux étrangers. Selon la Banque de France, le capital de 19 des 35 sociétés françaises de l'indice est détenu à plus de 50 % par des acteurs étrangers.



Malgré tout, parmi les grands pays européens, la France reste le marché le moins internationalisé. En Allemagne, le taux de détention des actions par les non-résidents atteint 57 %, contre 46 % en France. Cette part atteint même 88 % pour les Pays-Bas. Rapporté au produit intérieur brut (PIB), le marché financier français est le deuxième en zone euro en termes d'importance. La capitalisation totale des actions françaises atteignait 104 % du PIB, contre 148 % pour les actions néerlandaises.

Environ 40 % des investisseurs sont originaires de la zone euro, en particulier du Luxembourg où sont enregistrés de nombreux fonds d'investissement. Plus de 13 % des investisseurs étrangers sont basés au Grand-Duché, une part qui est toutefois en baisse tendancielle depuis 2021. Les États-Unis gardent leur première place, puisque les investisseurs américains représentent 34 % des actionnaires étrangers. Fait notable, la part des investisseurs localisés aux îles Caïmans a plus que triplé en deux ans, passant de 0,8 % du total à 2,7 %. Une hausse que la Banque de France explique notamment par l'amélioration de la collecte et de la déclaration de données réalisées par l'archipel.

La montée en puissance des investisseurs non-résidents dans le capital des grandes entreprises françaises ne relève ni d'un désengagement brutal de l'épargne nationale, ni d'un mouvement spéculatif isolé. Elle traduit avant tout une

recomposition des portefeuilles dans un contexte de volatilité politique, de différenciation accrue des performances boursières et de préférence marquée pour les actifs liquides, internationalisés et jugés plus résilients. Le CAC 40, par sa taille, sa visibilité et son exposition mondiale, joue ici un rôle d'aimant, au détriment des capitalisations intermédiaires et petites, plus sensibles aux chocs domestiques.

Cette évolution pose toutefois une question structurelle. Si l'ouverture du capital est un signe d'attractivité financière, elle accentue en contrepartie la dépendance des grands groupes français à des arbitrages décidés hors du territoire, souvent déconnectés des cycles économiques nationaux. À moyen terme, l'enjeu n'est donc pas de freiner l'internationalisation du capital, mais de rééquilibrer l'allocation de l'épargne domestique, notamment vers les entreprises de taille intermédiaire, afin d'éviter une polarisation excessive du marché actions français.

La détention étrangère élevée n'est pas en soi un risque ; elle devient problématique lorsqu'elle s'accompagne d'un affaiblissement durable de l'actionnariat national. Dans un pays où l'épargne est abondante mais encore largement orientée vers les produits de taux et l'immobilier, la question de la mobilisation de cette épargne au service du financement productif demeure entière. Elle constitue, plus que jamais, un enjeu de souveraineté économique autant que de performance financière.

## HORIZON EXTERIEUR

### L'EUROPE FACE A LA GUERRE DES ETOILES

L'espace a donné lieu après la Seconde Guerre mondiale à un combat épique entre les États-Unis et l'URSS, les premiers l'emportant avec la conquête de la Lune en 1969. Les premiers ont conservé une avance technologique avec la construction, dans les années 1970, des navettes spatiales avant que les problèmes de celles-ci les obligent à les mettre à la retraite sans les remplacer. Si, pour la Russie ou la Chine, l'espace reste l'apanage de l'État, aux États-Unis, il est devenu un enjeu pour des grandes entreprises du digital comme Amazon ou Starlink d'Elon Musk. D'autres pays se sont engagés sur le terrain de l'espace : le Japon, l'Afrique du Sud, l'Inde ou les Émirats arabes unis. L'Europe a toujours une stratégie en demi-teinte. Elle s'est, dès les années 1960, engagée à être présente mais sans toujours s'en donner les moyens.

Dans les années 1950, chaque nation européenne rêve encore sa propre aventure spatiale. La France fonde le Centre national des études spatiales (CNES) en 1961, la Grande-Bretagne expérimente ses fusées Black Knight et Black Arrow, l'Italie déploie ses premiers satellites scientifiques depuis la base de San Marco, juste au-dessus de l'équateur.

Dans le prolongement du Traité de Rome de 1957, deux institutions européennes sont créées en 1964 :

- ESRO (European Space Research Organisation), dédiée aux satellites scientifiques ;
- ELDO (European Launcher Development Organisation), chargée de concevoir un lanceur autonome.

Censée rivaliser avec les lanceurs américains, la fusée Europa ne parvient jamais à atteindre l'orbite. Les jalousies nationales empêchent la mise en place d'un lanceur performant. L'Europe est de ce fait distancée par les Américains et les Soviétiques.

En 1975, sous l'impulsion de Valéry Giscard d'Estaing, l'ESRO et l'ELDO fusionnent pour créer l'ESA (European Space Agency) qui reçoit comme objectif la création d'une fusée qui s'appellera Ariane. Le premier vol intervient en 1979. En 1980, Arianespace est créée afin de commercialiser des vols. Dans les années 1990, Ariane 4 devient ainsi l'un des lanceurs commerciaux les plus fiables au monde. Ariane 5, lancée en 1996, permet le lancement de lourds satellites géostationnaires. Plus de 100 vols ont été réalisés. Elle devait également servir de base au programme de navette Hermès, qui ne verra jamais le jour. Dans les années 2000, l'Union européenne lance trois programmes afin de concurrencer les Américains :



- Galileo, système européen de navigation afin de proposer un concurrent au GPS américain ;
- GMES/Copernicus, un programme d'observation de la Terre, cœur des politiques climatiques et environnementales européennes ;
- Columbus, un des éléments de la Station spatiale internationale, inauguré en 2008.

Dans les années 2010, l'Europe n'intègre pas les changements du marché de l'espace. Aux États-Unis, des entreprises privées comme SpaceX ou Blue Origin sont capables de lancer à faible prix des constellations de satellites en orbite basse. Par ailleurs, l'espace devient un terrain à nouveau de concurrence sur le terrain militaire entre les grandes puissances.

Pour contrer SpaceX, qui a lancé plus de 8 000 satellites, l'Europe a décidé en 2014 la fabrication d'Ariane 6, mais ce projet subit, depuis, de nombreux retards avec comme conséquence une domination américaine et chinoise du ciel. En raison des lourdeurs de l'ESA, des projets nationaux concurrents se mettent en place mais sans pour autant avoir la capacité de rivaliser avec les sociétés américaines. L'Agence spatiale européenne (ESA) compte désormais 23 États membres et son budget a été porté en novembre 2025 à 22 milliards d'euros contre 17 milliards en 2022, mais reste toujours handicapée par les rivalités nationales.

À l'échelle mondiale, l'industrie spatiale connaît un essor spectaculaire. Une étude du cabinet Roland Berger et de la Fédération de l'industrie allemande (BDI) prévoit que la taille du marché passera d'environ 470 milliards d'euros en 2024 à 2 000 milliards d'euros en 2040, soit une croissance annuelle proche de 9 %. Le gouvernement américain consacre 77 milliards de dollars par an à l'espace.

L'ESA parvient néanmoins à stimuler l'intérêt pour le secteur spatial européen. Elle a signé des accords avec 72 investisseurs, parmi lesquels des fonds de capital-risque, des banques et des institutions publiques. L'an dernier, les jeunes pousses spatiales européennes ont levé plus de 1,5 milliard d'euros, soit 56 % de plus qu'en 2023. L'ESA estime que la part des investissements privés mondiaux captée par les entreprises européennes est passée de 3 % en 2019 à 22 % en 2024, en grande partie grâce à la demande du secteur de la défense. Première économie européenne et en pointe dans le domaine du spatial, l'Allemagne cherche à renforcer son effort dans ce domaine. Le gouvernement de Friedrich Merz a présenté sa stratégie spatiale, promettant d'allouer 35 milliards d'euros aux technologies spatiales militaires d'ici 2030. Isar Aerospace, fabricant de lanceurs basé à Ottobrunn près de Munich, espère figurer parmi les bénéficiaires. Son premier vol a été réalisé en Norvège en mars dernier mais s'est soldé par un échec. La France a également présenté en novembre sa propre stratégie spatiale. Airbus et Thales, tous deux français, ainsi que l'italien Leonardo, ont convenu de

fusionner leurs activités spatiales. L'objectif est de créer une entité sur le modèle de MBDA, spécialisée dans la fabrication de missiles et créée en 2001 par Airbus, Leonardo et BAE Systems.

L'Europe souhaite également réduire sa dépendance envers les capacités américaines dans l'espace. Elle aimerait par exemple s'affranchir de Starlink, l'internet satellitaire de SpaceX. La tâche s'annonce pourtant ardue. Le français Eutelsat, qui exploite OneWeb – un rival de Starlink – opère aussi en Ukraine avec des financements allemands, mais sans pouvoir rivaliser en échelle ni en prix. Plusieurs compagnies aériennes dont Air France ont décidé d'utiliser la technologie Starlink pour la diffusion d'Internet à bord des avions. L'Union européenne a annoncé en 2022 une initiative de 10,6 milliards d'euros pour développer Iris2, une constellation de satellites de communication, mais celle-ci ne comptera que 290 satellites, contre 9 100 pour Starlink, et ne sera opérationnelle, au mieux, qu'en 2030. Pour le moment, aucun lancement n'a eu lieu.

L'Europe n'a jamais cessé d'être présente dans l'aventure spatiale, mais trop souvent en retrait. Elle dispose d'un savoir-faire industriel et scientifique de premier plan, de champions comme Airbus, Thales ou Arianespace et d'un marché intérieur immense. Pourtant, face à l'audace américaine et à l'accélération chinoise, elle peine à transformer ses atouts en puissance spatiale intégrée.

La décennie qui s'ouvre sera décisive. La montée des tensions géopolitiques, l'explosion des usages satellitaires, la militarisation de l'orbite et la révolution des constellations exigent une stratégie européenne plus cohérente, mieux financée et affranchie des rivalités nationales. Si l'Europe ne parvient pas à franchir ce cap, elle risque de devenir dépendante dans un domaine où se joue une part essentielle de sa souveraineté technologique et militaire des prochaines décennies.

## LE PRÉSIDENT AMÉRICAIN FACE ET LE VERDICT DE L'OPINION

Un peu plus d'un an après son élection, la cote de popularité de Donald Trump aux États-Unis est orientée à la baisse. Au mois de novembre dernier, 57 % des Américains désapprouvaient son action quand 40 % l'approuvent. Le rejet de la politique de Donald Trump est fort en ce qui concerne l'inflation, l'emploi, les impôts et les dépenses publiques. Chez les moins de 30 ans, les Hispaniques, les Afro-Américains et chez les diplômés, sa politique contre l'immigration est également condamnée. Avec les

élections de mi-mandat dans moins d'un an, le Président américain risque d'infléchir sa politique avec comme conséquence une nouvelle aggravation du déficit public.

### **Les Américains sont sévères avec le Président en ce qui concerne :**

- l'inflation et les prix (solde approuvant – désapprouvant : – 33 %) ;
- les impôts et les dépenses publiques (solde approuvant – désapprouvant : –20 %) ;
- l'emploi et l'économie (solde approuvant désapprouvant : – 19 %).

Or, le Président a été élu en grande partie sur l'amélioration du pouvoir d'achat. En cette fin d'année 2025, la priorité pour les Américains est la situation de l'économie (pour 40 % des Américains), devant les droits civiques (13 %), la santé (12 %), l'immigration (7 %), les taxes et les dépenses publiques (7 %), le changement climatique (5 %), la criminalité (5 %), l'avortement (3 %) et l'éducation (3 %). Les Américains s'attendent à une accélération de l'inflation dans les prochains mois avec une baisse du pouvoir d'achat. L'évolution du déficit public les inquiète également. Or, celui-ci pourrait dépasser 7 points de PIB cette année.

Face à la montée de l'hostilité, Donald Trump recule et distribue. Il revoit à la baisse les majorations des droits de douane annoncées le 2 avril dernier. Il a réduit les droits sur les produits agricoles ainsi que ceux appliqués à certains pays, dont la Suisse. Après avoir atteint 20 % au cœur de l'été, le taux moyen des droits se situe autour de 16 %. Par ailleurs, le Président américain a décidé de redonner aux ménages une partie des gains tirés des droits de douane. Ainsi, il a promis de distribuer 2

000 dollars aux ménages (sauf les plus aisés). par ailleurs, il a proposé aux parents d'ouvrir un compte à leurs enfants dédié à l'investissement en actions en le dotant de 1 000 dollars.

Selon l'économiste Patrick Artus, les largesses présidentielles pourraient atteindre 256 milliards de dollars en 2026 et porter le déficit public à 9 % du PIB, ce qui amènerait la dette publique au-delà de 120 % du PIB. L'augmentation des dépenses publiques devrait aboutir à une hausse des taux d'intérêt, ce qui pénalisera l'économie américaine.

La dégradation de la popularité de Donald Trump révèle moins un rejet du personnage qu'un décalage croissant entre les attentes économiques des électeurs et les résultats perçus de l'action publique. L'inflation persistante, la crainte d'un affaiblissement du pouvoir d'achat et l'emballement du déficit public constituent aujourd'hui le cœur du malaise américain. Dans ce contexte, le recentrage tactique du Président – allègement des droits de douane, transferts directs aux ménages, incitations à l'investissement en actions – s'apparente davantage à une réponse conjoncturelle qu'à une inflexion stratégique de la politique mise en œuvre depuis le mois de janvier 2025. Cette politique reste un pari avec des risques macroéconomiques élevés. En alimentant simultanément la demande et le déficit, elle accroît la probabilité d'une remontée durable des taux d'intérêt, fragilisant l'investissement et le marché immobilier, piliers traditionnels de la croissance américaine. À l'approche des élections de mi-mandat, l'exécutif semble

privilégier le court terme électoral au détriment de la soutenabilité budgétaire. L'économie américaine se retrouve ainsi confrontée à une équation familière mais rarement résolue : arbitrer entre le soutien immédiat au pouvoir d'achat et la préservation de la crédibilité budgétaire. À ce stade, le pari de Donald Trump est clair. Il repose sur l'idée que la

croissance absorbera les déséquilibres. L'histoire économique américaine montre toutefois que ce type de stratégie, lorsqu'elle s'appuie sur une dette déjà élevée, finit le plus souvent par déplacer, et non par résoudre, les tensions.

## LE ROYAUME-UNI : RETOUR SUR TERRE

En 2016, le Royaume-Uni a fait le choix du grand large. Près de 10 ans après le référendum, les résultats escomptés par les partisans du Brexit sont loin d'être au rendez-vous. La croissance est plus de deux fois plus faible que celle de la moyenne de l'Union européenne, le déficit budgétaire s'est accru et la question de l'immigration reste entière.

La croissance du Royaume-Uni tourne autour de 1 % quand, avant le Brexit, elle était en moyenne près de deux fois supérieure à celle de la zone euro. Depuis 2019, le déficit public a toujours été supérieur à 4 % du PIB et la balance des paiements courants est déficitaire, en 2025, de plus de 4 points de PIB. Le Royaume-Uni paie cher son isolement. La France, dont les caractéristiques économiques sont assez proches — désindustrialisation poussée et double déficit (paiements courants et budget) — dispose de plus de liberté que sa voisine.

Hors de l'euro, le Royaume-Uni doit convaincre les marchés de la solidité de sa monnaie et de la soutenabilité de sa dette quand la France, au sein de l'euro,

bénéficie de la crédibilité collective de la Banque centrale européenne.

La crise budgétaire britannique de l'automne 2022, qui a provoqué la démission de la Première ministre, Liz Truss, quarante-quatre jours après sa nomination, a souligné la faiblesse économique et financière du Royaume-Uni. La crise est née de la présentation du « mini-budget » le 23 septembre 2022 par le chancelier de l'Échiquier, Kwasi Kwarteng. Ce projet comportait une série de baisses d'impôts non financées — près de 45 milliards de livres sterling — incluant la suppression du taux marginal de 45 %, l'annulation de la hausse de l'impôt sur les sociétés et un gel des prix de l'énergie. Le gouvernement affirmait vouloir relancer la croissance par un choc d'offre. Les investisseurs se sont inquiétés du dérapage du déficit public et les taux d'intérêt ont vivement progressé dans un contexte fortement inflationniste. Les taux longs ont dépassé 5 %. Cette augmentation s'est accompagnée d'une dépréciation de la livre sterling. Ces tensions financières se sont répercutées à l'ensemble des établissements

financiers, obligeant la Banque d'Angleterre à intervenir en urgence le 28 septembre. Elle a annoncé des achats temporaires d'obligations longues pour éviter un effondrement systémique. Cette perte de contrôle financière a obligé la Première ministre à renoncer à son projet budgétaire. Le chancelier Kwasi Kwarteng fut limogé et remplacé par Jeremy Hunt, ce qui ne calma guère les marchés. La Première ministre dut se résoudre à la démission le 20 octobre 2022. Elle est devenue ainsi la cheffe de gouvernement la plus éphémère de l'histoire moderne britannique.

La France bénéficie de la protection et de la mutualisation de la zone euro. Le Royaume-Uni doit maintenir des taux d'intérêt à court terme élevés (Graphique 4) pour défendre son taux de change et éviter l'inflation importée. Les taux directeurs de la Banque d'Angleterre évoluent autour de 4 % contre 2 % en zone euro. Les taux d'intérêt à long terme sont également plus élevés au Royaume-Uni qu'en zone euro et qu'en France. L'écart entre le taux de l'OAT à 10 ans et son équivalent britannique est d'un point. La dette britannique est perçue comme plus risquée que la dette française grâce à la présence protectrice de la BCE.

La situation du Royaume-Uni doit faire réfléchir les éventuels partisans d'un Frexit. Sans l'euro, la France aurait une monnaie plus volatile, des taux courts plus élevés pour défendre cette monnaie et des taux longs plus élevés pour financer sa dette. Le pays pourrait faire face à une crise de change et serait donc contraint d'instituer des politiques de réduction de la consommation afin de limiter le recours aux importations.

L'euro agit comme une mutualisation de la confiance. Il n'efface pas les déséquilibres français, mais il en amortit les conséquences financières.

Près de dix ans après le référendum, le Brexit apparaît moins comme un levier de souveraineté retrouvée que comme un révélateur brutal des contraintes macroéconomiques auxquelles s'expose un pays isolé dans un monde financiarisé. En se plaçant hors des cadres collectifs européens, le Royaume-Uni a retrouvé une liberté formelle, mais au prix d'une discipline de marché permanente, exercée sans amortisseur. La crise de 2022 en a offert une démonstration éclatante : la sanction a été immédiate, violente et politiquement insoutenable. À l'inverse, l'appartenance à la zone euro confère à la France un avantage souvent sous-estimé : celui du temps et de la crédibilité partagée. La monnaie unique ne corrige ni les déficits structurels ni la faiblesse de la croissance potentielle, mais elle en lisse les effets financiers. Elle permet de différer l'ajustement, parfois excessivement, mais elle évite les ruptures soudaines. Cette protection n'est pas un blanc-seing ; elle est une assurance collective, coûteuse à long terme si elle dispense de réformes, mais précieuse en période de tension.

Le cas britannique rappelle ainsi une réalité souvent occultée dans le débat public : la souveraineté monétaire n'est pas synonyme d'autonomie économique. Dans un pays à déficit extérieur et budgétaire, elle se traduit surtout par une exposition accrue aux marchés. L'euro ne protège pas de tout, mais son absence, pour un pays comme la France, rendrait les arbitrages

budgétaires et sociaux plus rapides,  
plus contraints et infiniment plus  
douloureux.

## HORIZON FINANCE

### IA : QUI SERONT LES GAGNANTS ET LES PERDANTS ?

Depuis trois ans, les investissements dans l'Intelligence artificielle sont considérables. L'engouement des investisseurs pour cette nouvelle technologie s'apparente à celui qui avait prévalu à la fin du XXe siècle avec l'essor d'Internet. Au vu des centaines de milliards de dollars investis, des doutes sur les retombées de l'IA sur le plan économique et financier commencent à poindre. Qui seront les gagnants de cette révolution : les fournisseurs d'IA ; les producteurs des biens technologiques nécessaires à cette technologie ou les utilisateurs ?

Pour le moment, les grands gagnants de l'AI sont les entreprises qui fournissent des biens intermédiaires comme les microprocesseurs, comme NVIDIA dont le cours en trois ans a été multiplié par plus de 6. Les distributeurs d'énergie électrique profitent également de l'envolée de l'IA. Les datacenter nécessitent des apports énergétiques importants. Aux Etats-Unis, des centrales électriques fermées depuis des années ont été remis en fonction.

La situation des développeurs de modèles d'IA est ambiguë. Microsoft, OpenAI, Alphabet, Amazon, Apple, etc. investissent des sommes importantes. Le cours des actions des entreprises cotées a fortement progressé. Néanmoins, depuis quelques mois, des

doutes se font jour sur la rentabilité potentielle de ces investissements ce qui a conduit à une petite correction boursière. Comme pour Internet, le secteur de l'IA pourrait être dominé par quelques entreprises avec un risque d'oligopole.

Les utilisateurs d'IA devraient bénéficier de gains de productivité et donc d'une valorisation du cours de leurs actions mais pour Internet, le ruissellement a été imparfait.

#### **Des investissements nécessaires au développement de l'IA sont considérables**

Selon le cabinet Gartner, 1479 milliards de dollars ont été investis en 2025 dans le développement de l'IA (455 milliards dans les services et les logiciels, 268 milliards dans les serveurs, 209 milliards dans les semi-conducteurs...). Microsoft, Alphabet, Meta et Amazon auront investi près de 400 milliards de dollars dans l'IA (en data centers, en cartes graphiques...). Ces montants élevés influent sur le niveau de l'investissement aux Etats-Unis. Celui progresse en rythme annuel, en 2025, de 6 %.

Les doutes sur la rentabilité à venir sur la rentabilité des investissements des entreprises développant des modèles



d'IA générative sont de plus en plus nombreux. Les capitaux placés dans l'IA sont essentiellement investis dans le développement des modèles de langage généralistes (LLM) que ceux de modèles spécialisés qui concernent une tâche précise.

L'efficacité des modèles dépend de leur alimentation en données, ce qui confère un avantage comparatif aux grandes entreprises américaines des technologies de l'information et de la communication. Peu d'entreprises se partageront donc le marché de l'IA. Les surplus associés à l'utilisation de l'IA sera monopolisé par les fournisseurs d'IA qui pourraient à terme pratiquer des prix élevés au détriment des utilisateurs d'IA.

La demande (de cartes graphiques, de microprocesseurs, d'électricité, d'eau...) associée à l'IA sera considérable et

augmentera dans les prochaines années, d'autant plus que la contrainte environnementale obligera les fournisseurs d'IA à avoir accès à l'énergie électrique décarbonée.

Sur le plan boursier, les entreprises qui fournissent les développeurs d'IA (Nvidia, fournisseurs d'électricité, d'eau...) devraient continuer à se valoriser. Les actions des développeurs des modèles spécialisés d'IA pourraient connaître des variations importantes en fonction des résultats attendus des entreprises au vu des investissements réalisés. En outre, seuls les leaders de l'IA devraient monopoliser les fortes valorisations. Pour les actions des utilisateurs d'IA pourraient ne pas être globalement affectées. En revanche, au sein des différents secteurs, les entreprises en retard au niveau du déploiement de l'IA pourraient en faire les frais.

## DUBAÏ : LA NOUVELLE CITY ?

Dans l'histoire, des villes ont toujours attiré des investisseurs, des artistes, des entrepreneurs, des personnes aisées au-delà de leur pays, de leur région. Les villes hanséatiques au XIII<sup>e</sup> et XIV<sup>e</sup> siècle ont été à la fin du Moyen Âge au cœur de la renaissance des échanges commerciaux. Elles ont été aussi des espaces de liberté. Gênes et Bruges, à partir du XV<sup>e</sup>, ont repris le flambeau. À partir du XVII<sup>e</sup> siècle, Genève et plus globalement la Suisse sont devenues des lieux prisés pour leur liberté et leur sécurité. Bien plus près de nous, Beyrouth, au Moyen-Orient, dans les années 1960/1970, avait acquis un statut de ville financière et de rencontre des cultures. En Asie, à partir des années

1980, Singapour a joué également un rôle d'aimant économique et financier. Depuis quelques années, Dubaï et les Émirats arabes unis sont devenus « the place to be » pour placer et sécuriser des capitaux.

En moins de cinquante ans, Dubaï est passé d'un port marchand régional à l'un des nœuds financiers les plus dynamiques du monde. Elle est ainsi la première place du Moyen-Orient devant Bahreïn et Riyad. Le virage financier a été décidé dans les années 1990 puis consolidé avec la création du Dubaï International Financial Centre (DIFC) en 2004, zone financière extraterritoriale opérant sous un droit

anglo-saxon, indépendante du système juridique local.

Dubaï bénéficie d'un régime politique stable entretenant les meilleures relations possibles avec les États-Unis, l'Europe, la Chine et aussi la Russie. Dubaï est reconnu pour un niveau de sécurité intérieure élevé et pour sa faible criminalité. Le régime fiscal est compétitif avec l'absence d'impôt sur le revenu, un impôt sur les sociétés modéré (9 %) et une exonération totale dans la zone DIFC. Grâce à ses atouts, Dubaï accueille les fortunes du Golfe, les élites indiennes, pakistanaïses et africaines, les familles russes ou chinoises et de plus en plus les familles européennes. La confidentialité, la stabilité juridique du DIFC et l'absence d'impôt favorisent cette croissance. Selon Henley & Partners, un cabinet de conseil en immigration britannique, les Émirats seront la première destination des grandes fortunes en 2025, avec 9 800 arrivées anticipées, cumulant 63 milliards de dollars d'actifs. C'est plus que les États-Unis (7 500 pour 43,7 milliards), la Suisse (3 000 totalisant 16,8 milliards) et très loin devant Singapour et Hong Kong. Plus de 130 500 millionnaires se sont déjà installés aux Émirats, dont 81 000 à Dubaï. Parmi eux, 28 milliardaires, soit une hausse de 98 % en dix ans. Dubaï devrait supplanter Paris avec ses 160 100 millionnaires et 22 milliardaires. Les grandes familles privilégient Dubaï car elles peuvent facilement s'y installer. La réglementation y est plus souple qu'à Genève, Singapour ou Hong Kong. En outre, la ville offre toutes les commodités qu'attendent les personnes aisées (services haut de gamme,

système de santé performant, loisirs, centres commerciaux, boutiques de luxe). L'aéroport international permet de se rendre dans toutes les capitales du monde en utilisant notamment Emirates, figurant parmi les meilleures compagnies du monde.

Dubaï ambitionne d'être la capitale mondiale de la finance islamique, en concurrence avec Kuala Lumpur. Les autorités entendent également faire de leur ville un centre d'accueil des fintechs afin de développer le marché des cryptoactifs. De nombreux acteurs de la crypto quittent Hong Kong ou Londres pour s'y implanter. Plus de 8 000 établissements financiers sont présents à Dubaï au sein du DIFC, employant 48 000 collaborateurs. Vingt-sept des 29 banques systémiques mondiales y ont établi des bureaux, dont cinq des plus grandes banques chinoises, tandis que JP Morgan, Goldman Sachs ou encore HSBC et BlackRock ont notamment choisi la ville du golfe Persique. En dix ans, la taille des actifs bancaires a augmenté de 200 %, à 240 milliards de dollars. Le DIFC est également devenu un véritable hub de réassurance pour l'Afrique, le Moyen-Orient et l'Asie du Sud. Cependant, Dubaï n'est pas sans faiblesses. Son essor rapide, de nature spéculative, l'expose à des corrections, que ce soit sur le plan financier ou immobilier. Le marché financier est peu profond, avec peu d'entreprises locales cotées. Le risque de réputation demeure avec les problèmes de blanchiment et de capitaux non transparents. Le GAFI avait placé les Émirats un temps sous surveillance avec une inscription sur la liste grise 2022-2024. Depuis, cette inscription a été levée, mais la menace demeure. Le ministère de l'Intérieur des

Émirats a déclaré avoir traité 521 affaires de blanchiment d'argent ces dernières années, en collaboration avec des organismes internationaux. Plus d'un milliard de dollars ont été saisis. Pour se distinguer des purs paradis offshore, Dubaï a instauré en 2023 une faible taxe sur les entreprises, en plus d'une TVA de 5 %. Aujourd'hui, être qualifié de paradis fiscal n'est pas porteur en premier lieu pour les grandes fortunes.

Dubaï n'a pas vocation à remplacer New York ou Londres, mais elle s'impose comme une place financière

internationale de premier plan, au même titre que Singapour. Au niveau des places financières, Dubaï occupe déjà la 11e place, Paris étant 18e.

L'ascension de Dubaï repose sur une stratégie mêlant stabilité politique, innovation juridique et ouverture internationale. Si la cité du Golfe demeure exposée à certains risques structurels, elle n'en continue pas moins d'attirer talents et capitaux à un rythme inédit. Elle s'affirme désormais comme un maillon incontournable de la géographie financière du XXI<sup>e</sup> siècle.

## LA FOLIE TOKEN : UN REEL SUCCES A RELATIVISER !

De 2023 à 2025, l'encours des fonds tokenisés est passé de 2 à 18 milliards de dollars. Un fonds tokenisé est un fonds d'investissement traditionnel — monétaire, obligataire, immobilier, actions — dont les parts sont émises, enregistrées et transférées sur une infrastructure blockchain. Le jeton ainsi créé (token) n'est pas une copie. Il est la part elle-même, unique, traçable, transférable. La blockchain joue alors le rôle de registre de propriété, remplaçant les chaînes administratives habituelles par une infrastructure sécurisée et programmable. La gestion d'un fonds tokenisé reste assurée par une société de gestion régulée, les actifs sous-jacents sont bien réels, la comptabilité demeure soumise aux autorités de régulation.

La tokenisation des fonds introduit l'instantanéité, la traçabilité immuable et, surtout, la possibilité de fractionner chaque part à l'infini, ouvrant la porte à une démocratisation nouvelle :

posséder un millième d'un fonds immobilier ou un fragment d'un fonds obligataire devient soudain possible. La tokenisation permet une traçabilité des opérations, une exécution instantanée des ordres, un élargissement de la distribution à de nouvelles générations d'investisseurs, une opérabilité 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7. La moitié des encours des actifs tokenisés (hors stablecoins) est aujourd'hui constituée par des fonds monétaires.

Les fonds tokenisés sont souvent utilisés en collatéral ou en garantie pour les emprunteurs de cryptomonnaies dans le cadre d'opérations de prêts, car ces fonds ont une valeur stable. Par rapport aux stablecoins, les fonds monétaires tokenisés présentent l'avantage d'offrir un rendement. Les stablecoins sont en effet classés comme une monnaie électronique par les régulateurs et ne peuvent donc pas offrir d'intérêts, même si les actifs sous-

jacents sont souvent des bons du Trésor.

Les gestionnaires d'actifs proposent des fonds indiciels et des fonds obligataires tokenisés. La tokenisation des fonds est attendue pour soutenir la démocratisation des actifs non cotés (infrastructures, dette privée, immobilier, capital-investissement). Ces actifs offrent plus de rendement aux sociétés de gestion, quatre fois plus de profits que les actifs traditionnels cotés (actions, obligations...), selon la dernière étude sectorielle de PwC. Les grands établissements financiers développent des fonds tokenisés en private equity pour leurs clients les plus aisés. En octobre, JPMorgan a annoncé la tokenisation d'un fonds de capital-investissement pour ses clients fortunés. Certaines fintech commencent à s'imposer, comme Blockchain Capital, créé en 2013, fonds de capital-risque spécialisé sur la blockchain, ou Figure Technology Solutions, fondé en 2018, qui a créé la plus importante plateforme de dette privée tokenisée.

La tokenisation devrait connaître un essor important dans les prochaines années, car elle offre des transferts quasi instantanés, 24 heures sur 24. Elle permet le fractionnement des titres : chaque jeton peut être divisé en unités minuscules, permettant l'accès à des

fonds auparavant réservés aux investisseurs fortunés ou l'ouverture du capital immobilier ou obligataire à des apports modestes.

La blockchain supprime ou allège les registres multiples, les tâches de rapprochement et certaines fonctions de conservation. Moins d'intermédiaires signifie potentiellement moins de coûts et moins de frictions. Elle offre aussi plus de transparence et de sécurité. Chaque transaction est inscrite de manière immuable, ce qui limite les erreurs administratives, les risques de double comptabilisation ou les litiges de propriété.

Grâce aux smart contracts (contrat numérique auto-exécutable par application de règles prévues sans intermédiaire, de manière automatique et sécurisée), le fonctionnement du fonds peut être automatisé en ce qui concerne la distribution de dividendes, le respect des règles d'investissement et la gestion des droits des investisseurs.

L'essor des fonds tokenisés est encore bridé par un cadre réglementaire en cours de construction. En Europe, le rôle du dépositaire, la conservation des jetons et les responsabilités en cas de problème sont autant de zones encore grises, pour le moment. La question de la sécurisation des processus se pose. La blockchain n'est pas une forteresse inviolable.

### Encours mondiaux & flux annuels par classes d'actifs

Classe d'actif	Encours mondial estimée en dollars	Flux annuels en dollars (ordre de grandeur)
<b>Or (stock mondial above-ground)</b>	29 000–30 000 milliards	Marché physique : 3 000–4 000 milliards (bijoux, investissement, achats banques centrales).
<b>Actions cotées mondiales</b>	130–150 000 milliards	80–120 000 milliards d'échange enregistrés sur les grandes bourses.
<b>Private equity (capital-investissement)</b>	10–11 000 milliards	1 000 1 500 milliards d'investissements annuels
<b>Ensemble des cryptomonnaies</b>	3 000–3 500 milliards	Volume de trading global : 30–40 000 milliards (incluant dérivés et stablecoins).
Fonds tokenisés (toutes classes confondues)	12 milliards	Croissance rapide ; volumes encore faibles : quelques dizaines de milliards par an (souscriptions/rachats/échanges).

## AU-DELÀ DE L'HORIZON

### PARIS RESTERA TOUJOURS PARIS

Paris et la France sont intimement liées. Le drapeau tricolore reprend les couleurs de la ville de Paris, le bleu et le rouge. Paris s'est imposée rapidement comme capitale, même si, dès le départ, elle a inspiré méfiances, craintes et acrimonies.

Deux cent cinquante ans avant notre ère, la tribu gauloise des Parisii fonde un oppidum sur l'actuelle Île de la Cité, en raison de sa position stratégique sur la Seine. L'île permet de contrôler le commerce et d'assurer la défense de la tribu en maîtrisant les voies fluviales. La ville s'appelle alors Lutèce, en référence à l'oppidum désigné par un nom celtique, Loukotekia, que les Romains latinisent en Lutetia. Ce terme est généralement interprété comme signifiant « lieu marécageux » ou « endroit boueux », en lien avec les rives de la Seine et les zones humides autour de l'Île de la Cité.

En 52 avant notre ère, Lutèce est intégrée à l'Empire romain après la conquête de César. Du I<sup>er</sup> au III<sup>e</sup> siècle, la ville se développe surtout sur la rive gauche (thermes de Cluny, arènes de Lutèce). Au IV<sup>e</sup> siècle, le nom de Paris remplace progressivement celui de Lutèce, en référence aux Parisii. Durant toute la période de l'Empire romain, Lyon et Narbonne jouent un rôle politique et économique plus important que Lutèce.

Vers 508, Clovis installe sa résidence à Paris après sa victoire sur les Wisigoths. La ville devient alors le centre du pouvoir mérovingien. Sous les Carolingiens, le pouvoir est itinérant ; Paris reste importante mais non exclusive. Avec les Capétiens, Paris s'impose de plus en plus comme le centre du pouvoir politique. Hugues Capet s'installe ainsi à Paris à la fin du X<sup>e</sup> siècle. Au XIII<sup>e</sup> siècle, sous Philippe Auguste et Saint Louis, Paris est déjà la capitale de fait, avec les sièges du Trésor, du Parlement et de l'Université. La ville commence à devenir un centre démographique et économique majeur.

Les rois se sont toujours méfiés de Paris, réputée turbulente. Les révoltes parisiennes — Étienne Marcel au XIV<sup>e</sup> siècle, les Cabochiens au XV<sup>e</sup>, la Fronde au XVII<sup>e</sup> — expliquent le rapport ambigu qu'entretiennent les rois avec la capitale. Le Louvre est une forteresse autant qu'un palais, signe d'une présence méfiante plus que confiante. Ce château, en mutation permanente, n'a jamais été achevé et a la réputation de porter malheur. Durant la Renaissance, les rois de France déplacent le cœur de leur vie politique et culturelle vers la vallée de la Loire : Amboise, Blois, Chambord. La Loire offre distance et contrôle : assez proche de Paris pour surveiller le royaume, assez loin pour échapper à la pression populaire et aux intrigues urbaines. Après la Loire, les rois aiment également s'installer à Fontainebleau, Saint-Germain-en-Laye, Compiègne ou



Rambouillet. Le roi et sa cour privilégient des palais disposant de forêts riches, leur permettant de s'adonner à la chasse. Paris, par ailleurs, est jugée comme une ville peu saine, propice aux épidémies qui sévissent alors régulièrement en France.

Louis XIV décide de transférer le pouvoir royal en édifiant à Versailles une véritable ville moderne organisée autour d'un palais symbolisant toute sa puissance. En mai 1682, la cour et le gouvernement s'installent définitivement à Versailles. À partir de cette date, celle-ci devient le siège effectif du pouvoir politique, même si Paris demeure la capitale administrative, économique et intellectuelle.

La Révolution française s'effectue contre Versailles, symbole de la monarchie absolue et des dérives financières de la cour. En octobre 1789, des milliers de femmes parisiennes, bientôt rejointes par des gardes nationaux, marchent de Paris à Versailles. Le motif immédiat est la cherté du pain, mais l'enjeu est politique. Le roi est perçu comme distant, voire hostile à la Révolution. Louis XVI est alors contraint de quitter Versailles et de s'installer à Paris, au palais des Tuileries, avec la reine et la famille royale. Avec le slogan « *Nous ramenons le boulanger, la boulangère et le petit mitron* », Paris tient sa revanche. Paris devient le centre effectif de la Révolution. Cet événement inaugure un cycle de relations conflictuelles entre la rue et le pouvoir. La violence parisienne se manifeste à de nombreuses occasions :

- 14 juillet 1789 : prise de la Bastille ;
- 10 août 1792 : prise des Tuileries et chute de la monarchie ;
- 1830 : les Trois Glorieuses, renversement de Charles X ;
- 1848 : révolution de Février, renversement de Louis-Philippe ;
- 1871 : la Commune de Paris ;
- 1934 : les manifestations du 6 février ;
- 1968 : les événements du mois de mai ;
- 2018-2019 : les manifestations des Gilets jaunes.

Malgré ces événements, à partir de la Révolution, à l'exception de la période 1871-1879 (le Parlement siège à Versailles après la Commune) et de celle du gouvernement de Vichy, Paris demeure la capitale politique.

D'autres villes ont, au cours de l'histoire de France, joué un rôle de capitales... ou de quasi-capitales. Reims a occupé une place particulière durant la monarchie en étant la ville des sacres. Elle incarne la légitimité monarchique, non l'exercice du pouvoir. Dans le haut Moyen Âge, Laon fut un centre royal important, mieux défendable que Paris à une époque d'insécurité chronique. Elle aurait pu devenir capitale si la logique militaire avait prévalu durablement. Aux XV<sup>e</sup> et XVI<sup>e</sup> siècles, Tours est un centre politique majeur ; la cour y séjourne longuement. Bordeaux a été une capitale provisoire à plusieurs reprises (1870, 1914, 1940), la ville étant éloignée des frontières de l'Est.

Paris s'est imposée en raison de son positionnement stratégique et de la richesse de sa région. Elle est située au cœur du bassin parisien, zone fertile, dense, navigable, au croisement de routes commerciales majeures. La Seine relie la ville à la Manche, donc au commerce international. La ville est relativement éloignée des frontières exposées. Elle est défendable, notamment grâce à la Seine et à son réseau de fortifications successives. Rapidement, Paris a cumulé les fonctions par la concentration institutionnelle : Parlement, université, administrations, finances, Église, puis Académies. Paris devient le lieu où se fabriquent les normes, le droit, la langue et la pensée.

La place de Paris est intimement liée à son poids démographique. Elle est, dès le XII<sup>e</sup> siècle, la ville la plus peuplée de France. Vers 1100, Paris compte environ 50 000 habitants. À cette époque, sa population reste proche de celles de Rouen ou d'Orléans. Vers 1200, Paris approche 80 000 à 100 000 habitants. Vers 1300, sous le règne de Philippe le Bel, Paris atteint 200 000 habitants et n'a plus de concurrente sur le plan démographique. Elle devient alors l'une des plus grandes villes d'Europe, derrière quelques métropoles italiennes (Venise, Milan) et parfois Londres.

La force de Paris tient au cumul de facteurs. L'installation des institutions administratives fixe une population, également attirée par la croissance des échanges. En Angleterre, jusqu'au XIV<sup>e</sup> siècle, Londres est concurrencée par York, Bristol ou Norwich. Rome, de son côté, est entravée dans sa croissance

par l'absence d'État italien jusqu'au XIX<sup>e</sup> siècle. Florence, Venise, Milan ou Naples surpassent la Ville éternelle, qui ne redevient capitale qu'en 1870, tardivement. Madrid est la capitale de l'Espagne à partir de 1561, mais elle a dû attendre le XIX<sup>e</sup> siècle pour devenir la première ville en nombre d'habitants, longtemps concurrencée par Barcelone, Valence ou Séville. En Allemagne, Berlin, capitale depuis 1871, doit composer avec les anciennes capitales des États allemands. Le Grand Berlin compte 6,3 millions d'habitants, contre 10 millions pour la Ruhr (Cologne, Düsseldorf, Essen, Dortmund...) et 6 millions pour Munich. Berlin n'est pas la capitale économique de l'Allemagne : son PIB par habitant est inférieur à la moyenne nationale et la ville accueille peu de sièges sociaux. Le cœur financier de l'Allemagne se situe à Francfort. Contrairement à l'Allemagne (Berlin / Francfort), à l'Italie (Rome / Milan) ou aux États-Unis (Washington / New York), la France concentre à Paris le pouvoir politique et la puissance économique. Cette coïncidence renforce mécaniquement la domination de la capitale sur le reste du pays. Le PIB de l'Île-de-France représente plus de 30 % de celui de la France. Le PIB par habitant y est supérieur de plus de 60 % à la moyenne nationale. La région est la première région européenne pour les sièges sociaux, les investissements étrangers, les emplois qualifiés et la recherche et l'innovation.

40 % des sièges sociaux des grandes entreprises françaises sont localisés en Île-de-France. Trente-six des quarante entreprises du CAC 40 y ont leur siège social. La Défense est le premier

quartier d'affaires d'Europe. Environ 750 000 étudiants sont inscrits en Île-de-France sur les trois millions que compte la France. La région comporte plus de 70 universités et grands établissements, ainsi qu'un grand nombre de grandes écoles (INSP – ex ENA, Polytechnique, HEC, ESSEC, ENS, Sciences Po, etc.). L'Île-de-France se distingue par une densité unique de musées, monuments et lieux

patrimoniaux. Plus de 1 000 musées, soit environ 40 % des musées français, y sont localisés, tout comme près de 300 théâtres et salles de spectacles. Plus de 40 % de l'offre nationale de spectacles est concentrée en Île-de-France. Peu de villes dans le monde sont, comme Paris, à la fois capitale démographique, politique, économique et culturelle. Londres, Tokyo et Séoul sont celles qui s'en rapprochent le plus.

## POINTS DE REPÈRE

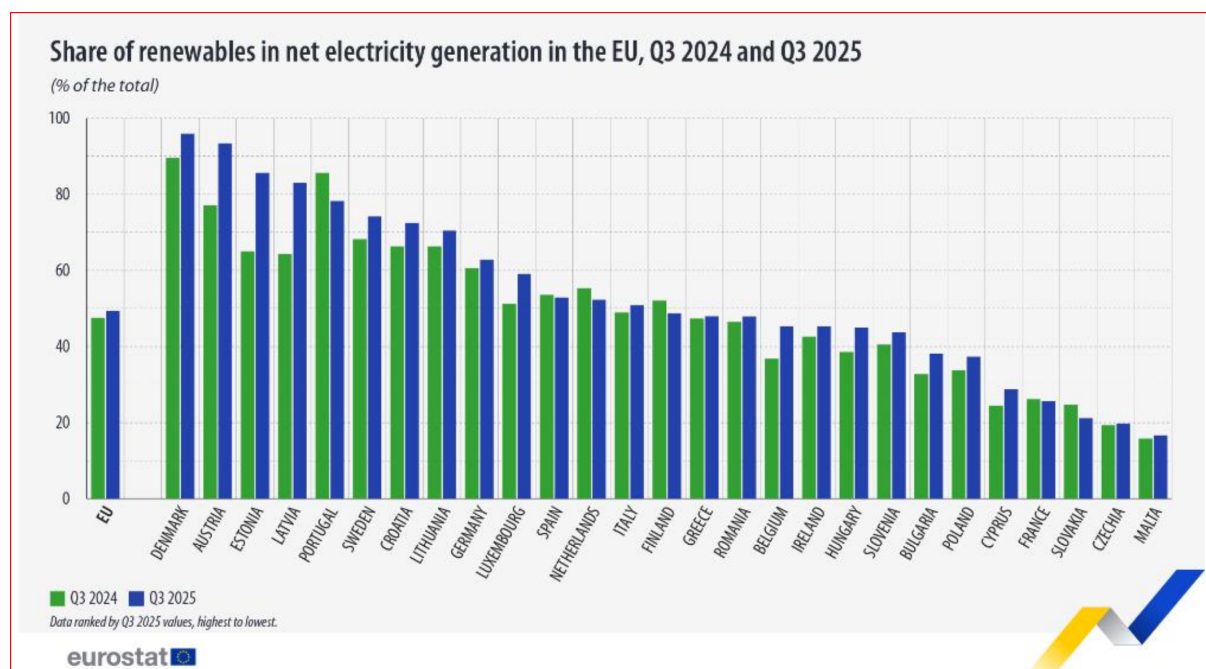
### LA DECARBONATION DE L'ÉLECTRICITÉ EUROPÉENNE EN MARCHÉ !

Au troisième trimestre 2025, 49,3 % de l'électricité nette produite dans l'Union européenne provenait de sources d'énergie renouvelables, soit une hausse de 3,8 points de pourcentage par rapport aux 47,5 % enregistrés au même trimestre de 2024.

Au sein des États membres, le Danemark se distingue nettement avec 95,9 % de sa production nette d'électricité issue des énergies renouvelables au troisième trimestre 2025. Il est suivi par l'Autriche (93,3 %) et l'Estonie (85,6 %). À l'inverse, les parts les plus faibles de production d'électricité renouvelable sont observées à Malte (16,6 %), en Tchéquie (19,7 %) et en Slovaquie (21,1 %).

Dans 21 États membres de l'Union européenne, la part des énergies renouvelables dans la production nette d'électricité a progressé au troisième trimestre 2025. Les plus fortes hausses en glissement annuel ont été enregistrées en Estonie (+20,6 points de pourcentage), en Lettonie (+18,9 points) et en Autriche (+16,3 points).

L'essentiel de l'électricité d'origine renouvelable produite dans l'Union européenne provient du solaire (38,3 %), de l'éolien (30,7 %) et de l'hydroélectricité (23,3 %). Viennent ensuite les combustibles renouvelables (7,2 %) et la géothermie (0,5 %).



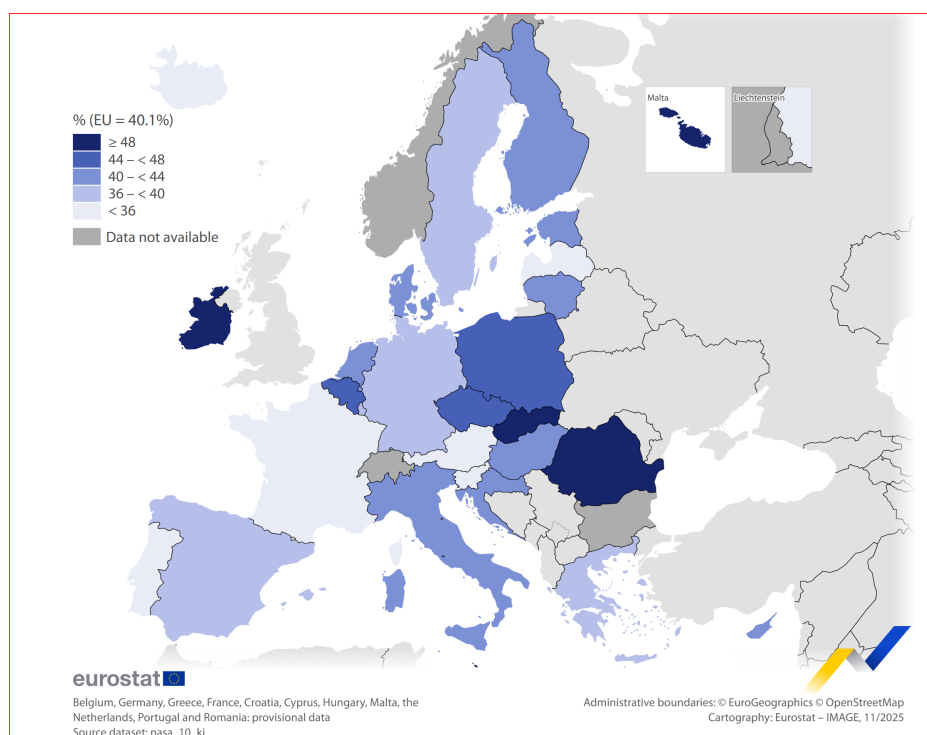
## LES ENTREPRISES FRANÇAISES A LA TRAINE EN MATIERE DE PROFIT !\*

La part de profit correspond à la proportion de la valeur ajoutée destinée à rémunérer le capital (excédent brut d'exploitation), par opposition au facteur travail. Une part faible peut traduire non seulement une contraction des marges, mais également une structure productive davantage intensive en main-d'œuvre. À l'inverse, une part élevée signale soit une hausse de la rentabilité, soit un modèle reposant plus fortement sur des procédés de production capitalistiques.

En 2004, la part de profit des sociétés non financières de l'UE s'élevait à 40,4 %. Elle a culminé à 42,1 % en 2007, avant d'entrer dans une phase de déclin prolongé qui a conduit, en 2012, au niveau le plus bas observé depuis deux décennies : 39,5 %. Par la suite, son

évolution a été irrégulière. Après une progression de 40,2 % en 2020 à 42,1 % en 2021, elle a connu un léger reflux au cours des années suivantes, à 41,9 % en 2022 puis 41,7 % en 2023, avant de reculer plus nettement à 40,1 % en 2024. Parmi les pays de l'Union européenne, les parts de profit les plus élevées en 2024 ont été observées en Irlande (74,9 %), à Malte (56,4 %) et en Slovaquie (48,9 %). La valeur exceptionnellement élevée de l'Irlande s'explique par la présence, sur son territoire, de grandes entreprises multinationales à capitaux étrangers, dont les modèles productifs sont fortement capitalistiques. Les parts de profit les plus faibles ont été enregistrées en France (32,2 %), en Slovaquie (33,4 %) et au Portugal (34,5 %).

Part de profit en % de la valeur ajoutée



## TABEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

Indice	31 décembre 2025	Variation mensuelle décembre 2025 en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	8 149,50	+0,65	+10,42	7 380,74
DAXX	24 490,41	+3,82	+22,43	19 909,14
Footsie 100	9 931,38	+2,36	+21,51	7 451,74
Eurostoxx 50	5 791,41	2,19	+18,29	4 895,98
Dow Jones	48 220,13	+1,94	+13,30	42 544,22
Nasdaq Composite	23 372,75	+0,32	+20,92	19 310,79
S&P 500	6 879,57	+0,95	+16,93	5 881,63
Nikkei	50 339,48	+2,10	+26,18	39 894,54
Shanghai Composite	3 968,84	+1,40	+18,41	3 351,76
Euro/dollar	1,1735	+0,99	+13,23	1,0380
Once d'or (USD)	4 325,17	+2,40	+65,08	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	61,23	-2,64	-17,59	74,30
Bitcoin (USD)	87 566,4406	+1,04	-6,63	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 % (2/01/2026)	3,612	2,905	3,571	3,346	-

\*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](mailto:tvi@vendome-investment.com)