

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</b> .....	2
<i>L'épargne institutionnelle au temps des ruptures</i> .....	2
<b>HORIZON FRANCE</b> .....	4
<i>La France est-elle de plus en plus polarisée et fragmentée ?</i> .....	4
<i>Transports aériens : une reprise en trompe l'œil</i> .....	7
<b>HORIZON EXTERIEUR</b> .....	9
<i>Royaume-Uni : un retour prudent en Europe</i> .....	9
<i>Quand l'archipel du soleil levant retrouve des couleurs</i> .....	10
<i>La République Démocratique du Congo au cœur des convoitises</i> .....	12
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	15
<i>Les fonds néerlandais tournent le dos aux obligations souveraines</i> .....	15
<i>France et États-Unis : une sanction financière est-elle possible ?</i> .....	17
<b>AU-DELÀ DE L'HORIZON</b> .....	20
<i>Miroir, moon beau miroir : dis-moi comment je suis ?</i> .....	20
<i>Pourquoi faut-il relire Tocqueville ?</i> .....	23
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	26
<i>Les Français champions de la création d'entreprise</i> .....	26
<i>Épargne salariale : 220 milliards d'euros d'encours</i> .....	28
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i> .....	29
<i>Les statistiques économiques</i> .....	30

## L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

### L'ÉPARGNE INSTITUTIONNELLE AU TEMPS DES RUPTURES



L'année 2026 s'ouvre dans un climat où le risque géopolitique n'est plus un paramètre périphérique des stratégies d'investissement, mais un déterminant central. Le retour de Donald Trump sur le

devant de la scène politique américaine, et les initiatives qu'il porte en matière commerciale, stratégique et monétaire, contribuent à accentuer une tendance déjà à l'œuvre : la politisation croissante des flux économiques et financiers.

Remise en cause des alliances traditionnelles, usage assumé des droits de douane comme instrument de négociation, pression accrue sur les partenaires commerciaux et tentation d'une instrumentalisation du dollar à des fins de puissance : ces orientations s'inscrivent dans un mouvement de fond, le hard power prenant le pas sur le soft power. En tant que tel, parler de rupture serait une contrevérité : les États-Unis imposent leurs règles depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, de manière plus ou moins directe. Avec Donald Trump, ce qui change, c'est la forme. Il ne se perd pas en fioritures. Autrefois, les coups pleuvaient derrière le rideau des négociations ; aujourd'hui, ils sont portés en public, le tout étant orchestré comme une émission de télé-réalité.

Depuis une vingtaine d'années, la politique extérieure américaine fait preuve d'une grande stabilité : elle doit être au service des intérêts nationaux, comme en témoigne l'application de la règle d'extraterritorialité, dont plusieurs entreprises françaises ont été victimes.

Les différents présidents américains réclament que l'Europe prenne en charge sa défense. De même, depuis des années, les autorités américaines accusent la Chine et l'Europe de recourir à des pratiques protectionnistes tout en envahissant le marché intérieur américain. L'orientation actuelle de la politique américaine accélère ainsi la fragmentation de l'économie mondiale. Les logiques de blocs, les droits de douane et l'extension des régimes de sanctions redessinent la géographie des échanges.

Dans ce contexte, les allocations d'actifs deviennent plus complexes. Elles doivent intégrer la problématique douanière, les risques de crises politiques et internationales. Le risque pays, y compris dans les économies avancées, redevient un facteur clé. Cette évolution impose une approche plus sélective des expositions internationales et une vigilance accrue à l'égard des risques réglementaires et politiques.

La normalisation progressive de l'inflation ne marque pas un retour à l'environnement monétaire de la décennie 2010. La menace d'un regain inflationniste n'a pas disparu, en particulier aux États-Unis, avec la hausse des droits de douane. Par ailleurs, les pays avancés font face à des besoins d'investissement massifs en matière de défense et de transition énergétique, au moment même où les déficits publics sont élevés, notamment sous l'effet du vieillissement démographique.

Les politiques monétaires évoluent dans un espace contraint, prises entre la nécessité de contenir l'inflation et celle de préserver la soutenabilité des dettes publiques. La volatilité des taux d'intérêt, en particulier sur les maturités longues, constitue désormais une caractéristique structurelle. Pour les investisseurs institutionnels, le risque de duration et le risque souverain exigent une gestion active et différenciée.

Dans ce nouvel environnement, les actifs obligataires retrouvent une fonction de stabilisation, sous réserve d'une analyse rigoureuse des signatures de crédit et des trajectoires budgétaires. La dette souveraine ne peut plus être considérée comme homogène ni systématiquement sans risque. Les marchés actions doivent être abordés avec une sélectivité accrue, en

privilégiant les entreprises disposant de marges solides, d'un pouvoir de fixation des prix et d'une capacité démontrée à opérer dans un environnement réglementaire et géopolitique dégradé. L'engouement pour l'intelligence artificielle a conduit à des valorisations probablement excessives. Les investisseurs se détournent ainsi des entreprises technologiques américaines au profit de celles du Japon ou de la Corée du Sud, jugées moins surcotées.

Les actifs réels et non cotés — infrastructures, dette privée, immobilier stratégique, capital-investissement — s'imposent comme des composantes structurantes des portefeuilles de long terme. Ils offrent des primes d'illiquidité redevenues attractives, à condition d'une gouvernance rigoureuse et d'une maîtrise renforcée des risques opérationnels.

L'année 2026 ne sera pas celle de ruptures spectaculaires, mais celle de choix structurants. Dans un environnement où le risque est devenu simultanément politique, financier et systémique, la qualité de l'ingénierie d'investissement, la clarté des allocations et la capacité d'anticipation constituent des avantages déterminants.

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

## HORIZON FRANCE

### LA FRANCE EST-ELLE DE PLUS EN PLUS POLARISÉE ET FRAGMENTÉE ?

L'idée selon laquelle la société serait aujourd'hui plus polarisée, plus violente et plus conflictuelle qu'autrefois est largement partagée. Pour autant, ce sentiment est loin d'être pleinement corroboré par les faits. Les actes délictueux sont, selon les statistiques, en légère hausse ces dernières années, après avoir reculé des années 1970 aux années 2010. Quant au débat public, les sociétés occidentales n'ont sans doute jamais été aussi homogènes qu'aujourd'hui. La France a connu une véritable lutte des classes jusque dans les années 1980, qui s'est largement estompée depuis. Les modes de vie convergent, qu'il s'agisse des usages numériques, des pratiques culturelles ou des manières de se vêtir. Autrefois, un ouvrier ne s'habillait pas comme un cadre, ni un jeune comme une personne âgée. Ces différences subsistent, mais elles sont désormais moins visibles.

Une étude du CRÉDOC, publiée en décembre dernier, souligne d'ailleurs la moindre conflictualité de la société française.

Sur les grands sujets de société, les Français affichent des opinions relativement homogènes. En 2025, 77 % d'entre eux se déclarent favorables au mariage entre personnes de même sexe et 67 % approuvent la possibilité pour ces couples d'adopter un enfant. En 2007, ces proportions n'étaient respectivement que de 55 % et 40 %. En moins de vingt ans, l'opinion

majoritaire s'est donc nettement déplacée. Les enquêtes internationales confirment ce mouvement. Selon l'European Values Survey, seuls 42 % des répondants jugeaient l'avortement « justifié » en 1981, 43 % le divorce et 40 % l'euthanasie. Quarante ans plus tard, ces proportions atteignent respectivement 67 %, 73 % et 70 %. Trente années ont été nécessaires pour que l'adhésion à l'avortement progresse de 40 % à 60 %, 27 ans pour le divorce, 21 ans pour le travail des femmes, 18 ans pour l'euthanasie et seulement 12 ans pour l'adoption par des couples de même sexe.

Ce mouvement s'accompagne d'un rapprochement progressif des générations. Les seniors, longtemps les plus réservés à l'égard de ces évolutions, convergent désormais vers les positions des plus jeunes sur le mariage entre personnes de même sexe, l'avortement, le divorce ou l'euthanasie. Certes, de nouveaux clivages apparaissent. En 2025, 58 % des Français se disent favorables à la gestation pour autrui, contre 42 % défavorables. L'introduction d'un genre « autre » sur les papiers d'identité divise davantage encore, avec 44 % d'opinions favorables contre 56 % défavorables. Toutefois, à niveau de clivage comparable, ces débats suscitent aujourd'hui moins de positions extrêmes que par le passé. En 2007, le mariage entre personnes de même sexe recueillait à la fois 32 % de réponses « tout à fait d'accord » et 32 %

« pas du tout d'accord ». En 2025, la gestation pour autrui ne mobilise que 19 % d'adhésions très fortes et 21 % de rejets absolus. De même, l'opposition franche à l'introduction d'un genre « autre » atteint 34 %, un niveau inférieur au rejet radical de l'adoption par les couples de même sexe en 2007, qui culminait alors à 41 %.

Cette convergence des opinions n'empêche pas les Français de percevoir leur société comme profondément divisée. En 2019, une enquête du think tank Destin Commun montrait que neuf Français sur dix jugeaient le débat public de plus en plus agressif. En 2023, le baromètre Edelman indiquait que 70 % des Français estimaient leur pays plus fragmenté qu'auparavant, contre 53 % des Espagnols et 35 % des Japonais.

Cette perception d'une montée des tensions n'est pas nouvelle. Dès 2016, une enquête de la Fondation de Dublin révélait déjà une forte inquiétude quant à la cohésion sociale. Elle traduit sans doute une attente élevée à l'égard d'un débat public apaisé, parfois idéalisé, et le sentiment que celui-ci devrait dépasser les seules questions de mœurs pour intégrer d'autres enjeux structurants, tels que l'environnement ou la redistribution fiscale.

Une crispation récente apparaît néanmoins. Entre 2023 et 2025, la part des personnes « tout à fait ou assez d'accord » avec le mariage entre personnes de même sexe recule de quatre points. Ce recul ne s'explique pas par une montée des oppositions les plus dures, mais par un affaiblissement des adhésions les plus marquées : la proportion de Français se déclarant

« tout à fait d'accord » passe de 53 % à 43 % en deux ans. Ce phénomène est particulièrement visible chez les jeunes hommes et les personnes peu diplômées. Sur les sujets plus récents, le mouvement est encore plus net. La part des personnes fermement opposées à l'introduction d'un genre « autre » sur les papiers d'identité atteint 34 % en 2025, soit cinq points de plus qu'en 2022. Chez les jeunes, le rejet progresse fortement, passant à 31 %, en hausse de neuf points en trois ans, tant chez les hommes que chez les femmes.

Les réseaux sociaux et les chaînes d'information en continu contribuent à cliver le débat, conformément à leur modèle économique. Le débat public s'est chargé d'une intensité émotionnelle accrue. L'analyse des programmes de BFM TV, LCI et CNews, à partir des données de data.ina.fr, met en évidence une augmentation de 10 % du langage émotionnel depuis 2015. Dans le même temps, les registres positifs reculent : les termes associés au bonheur diminuent de 19 %, tandis que les émotions négatives progressent de 15 %. La colère enregistre la hausse la plus marquée, avec une progression de 37 %. Des travaux du CEPREMAP mettent en évidence une évolution comparable dans les discours tenus à l'Assemblée nationale.

L'influence des réseaux sociaux sur les comportements est désormais considérable. Selon le Baromètre du numérique 2024 du CRÉDOC, 90 % des internautes sont présents sur les réseaux sociaux et près des trois quarts les consultent quotidiennement. Or, 64 % des Français estiment que les points de vue les plus extrêmes y

occupent une place excessive et 45 % considèrent qu'ils constituent une menace pour le fonctionnement démocratique. Cela ne les empêche pourtant pas d'y être actifs et de relayer des informations dont ils savent qu'elles peuvent être sujettes à caution.

Les Français expriment par ailleurs de plus en plus leur mécontentement par des formes institutionnalisées. Entre 2017 et 2022, 704 pétitions ont été déposées sur le site de l'Assemblée nationale, la plus soutenue recueillant 31 115 signatures. Entre 2022 et 2024, 1 144 pétitions ont été enregistrées en moitié moins de temps, avec un record à 263 887 signatures. En 2025, la pétition contre la loi Duplomb a franchi le seuil des deux millions de signataires en plein été.

La société apparaît ainsi à la fois plus apaisée dans ses opinions de fond et plus exposée à une montée des registres émotionnels négatifs, alimentée par une médiatisation continue des oppositions. Tout dossier, quel qu'il soit, donne lieu à l'expression d'une contestation bénéficiant d'une forte visibilité, même lorsque sa représentativité initiale est faible.

Cette montée aux extrêmes des émotions est également le produit d'une société plus individualiste. Chaque fait divers tend à se transformer en drame collectif, chacun se sentant potentiellement menacé dans son

intégrité. Il en a été ainsi lors des agressions au couteau dans le quartier de l'Opéra à Paris ou des menaces toujours au couteau sur le Cours Napoléon à Ajaccio. Le renforcement des liens sociaux constitue, à cet égard, un enjeu central. Les travaux issus de la théorie du contact montrent que la sociabilité réduit les préjugés et favorise la confiance. Dans l'enquête Conditions de vie de juillet 2024, seuls 21 % des personnes socialement isolées déclarent faire confiance aux autres, contre 29 % parmi celles disposant d'un réseau relationnel, et 42 % chez celles bénéficiant de deux réseaux ou plus.

La polarisation perçue de la société française tient ainsi moins à une radicalisation des opinions qu'à une transformation profonde des conditions dans lesquelles elles s'expriment. Les convergences sociales et culturelles sont réelles, mais elles coexistent avec une exposition permanente aux conflits, amplifiée par les médias et les réseaux numériques. La défiance et l'émotion tendent à prendre le pas sur l'analyse, nourrissant un sentiment de fragmentation qui ne reflète qu'imparfaitement l'état réel des opinions. Dans ce contexte, l'enjeu central n'est pas tant de réduire les divergences — inhérentes à toute démocratie — que de restaurer des cadres de débat et de sociabilité capables de les contenir, de les hiérarchiser et de les dépasser.



## TRANSPORTS AERIENS : UNE REPRISE EN TROMPE L'ŒIL

Le transport aérien français a mis six ans à effacer les effets de la pandémie de Covid-19. En 2025, pour la première fois, le nombre de passagers a dépassé son niveau d'avant-crise, malgré la poursuite du recul des liaisons intérieures.

Selon la Direction générale de l'aviation civile (DGAC), 183 millions de voyages aériens individuels au départ ou à l'arrivée du territoire français ont été enregistrés sur des vols commerciaux en 2025. Ce chiffre représente une hausse de 2,8 % sur un an et permet de dépasser le précédent record établi en 2019, à 180 millions de passagers.

Le trafic international a concentré l'essentiel de cette dynamique. Il a représenté 85 % du volume total de passagers en 2025, soit un niveau supérieur de 7,3 % à celui de 2019. À l'inverse, le trafic intérieur continue de se contracter. Entre 2024 et 2025, le nombre de voyageurs sur les lignes domestiques a reculé de 1,5 %, et le repli atteint près de 21 % par rapport à l'avant-Covid. La fermeture de nombreuses lignes par Air France, la réduction de fréquences sous l'effet de la concurrence ferroviaire, ainsi que le désengagement de certaines compagnies low cost, à commencer par Ryanair, expliquent en grande partie cette évolution.

À ces facteurs s'ajoutent la hausse de la fiscalité sur les billets d'avion, le développement des visioconférences et les politiques de responsabilité environnementale mises en œuvre par les entreprises. Les lignes reliant Paris

aux régions ont été les plus touchées, avec une baisse de fréquentation de 29,9 % par rapport à 2019. Les liaisons transversales, de région à région, ont reculé de 21,5 %. Seules les lignes vers et depuis l'outre-mer ont contribué à limiter la baisse, avec une progression de 3,1 % sur la période.

Depuis la crise sanitaire, les liaisons internationales qui ont le plus progressé sont celles reliant la France à l'Afrique (+31,8 % en six ans), à l'Union européenne (+6,4 %) et aux Amériques (+6,1 %). En revanche, la zone Asie-Pacifique n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise. Le trafic y demeure inférieur de 5 % à celui de 2019. Les flux à destination et en provenance de la Chine (-30,4 %) et du Japon (-34,8 %) restent particulièrement dégradés. La dépréciation du yen pourrait également peser sur les flux touristiques japonais vers l'Europe. Par ailleurs, la fermeture de l'espace aérien russe aux compagnies françaises depuis l'invasion de l'Ukraine en 2022 a entraîné un allongement des distances parcourues et une hausse des prix des billets à destination de l'Asie.

Parmi les pays avec lesquels les liaisons aériennes sont les plus importantes, l'Espagne arrive en tête avec 17,8 millions de passagers, devant l'Italie (14,4 millions) et le Royaume-Uni (12,8 millions). Les flux entre la France et le Maroc ont atteint 9,8 millions de passagers, soit un niveau comparable à celui des échanges aériens avec les États-Unis.

Le classement des principaux aéroports français est resté inchangé en 2025. Paris-Charles-de-Gaulle a accueilli 72 millions de passagers, devant Paris-Orly (34,9 millions) et Nice (15,2 millions). L'aéroport de Beauvais, spécialisé dans le low cost, occupe la dixième place avec 6,7 millions de voyageurs, soit une fréquentation supérieure de près de deux tiers à celle de 2019. À l'inverse, Toulouse et Bordeaux ont respectivement perdu 20,8 % et 23,7 % de leurs passagers en six ans, pénalisés par la concurrence du rail et par l'abandon de bases par certaines compagnies à bas coût.

Les compagnies aériennes battant pavillon français ont légèrement renforcé leur position en 2025, avec une part de marché portée à 38,1 %, contre 37,5 % en 2024. Ce niveau reste toutefois inférieur à celui observé avant la crise sanitaire, où il atteignait 40 %.

Le trafic passagers en France, qui s'était effondré de plus des deux tiers en 2020, a connu une reprise plus lente que dans la plupart des autres pays. À l'échelle mondiale, le volume de passagers de 2019 a été dépassé dès 2024, selon l'Association du transport aérien international (IATA). Après 4,98 milliards de passagers en 2025, l'IATA anticipe 5,2 milliards cette année. La France a été pénalisée par l'augmentation des taxes, la fermeture

de nombreuses lignes et une recomposition du modèle économique des compagnies. Air France accentue sa spécialisation sur le long-courrier, laissant à sa filiale Transavia la desserte du moyen-courrier en France et en Europe. Le recul du tourisme d'affaires pèse également sur la dynamique du secteur, les entreprises réduisant leurs déplacements et privilégiant les outils numériques. Enfin, malgré des améliorations notables, notamment à Roissy, la qualité d'accueil des aéroports français demeure perfectible. Les vols internationaux restent fortement concentrés sur quelques plateformes : Roissy-Charles-de-Gaulle, Orly, Nice, puis, dans une moindre mesure, Marseille, Toulouse, Beauvais, Bâle-Mulhouse et Lyon.

La reprise du transport aérien en France est donc bien réelle, mais elle demeure incomplète et profondément asymétrique. Portée par l'international et fragilisée sur le domestique, elle reflète à la fois les mutations des mobilités, les arbitrages environnementaux et la recomposition du modèle économique des compagnies. À moyen terme, l'enjeu ne sera pas tant de retrouver les volumes d'avant-crise que de définir un cadre durable conciliant attractivité, compétitivité et transition écologique, dans un contexte de concurrence internationale.



## HORIZON EXTERIEUR

### ROYAUME-UNI : UN RETOUR PRUDENT EN EUROPE

Près de dix ans après le vote du Royaume-Uni en faveur de la sortie de l'Union européenne, le débat sur le Brexit refait surface. La décennie écoulée a été douloureuse pour les Britanniques. Quatre Premiers ministres se sont succédé, avec, à la clé, des négociations tortueuses sous Theresa May, suivies par l'accord de Brexit le plus dur possible sous Boris Johnson. Celui-ci a pénalisé l'économie britannique en érigeant de nouvelles barrières aux exportations de biens. Les estimations de la perte de PIB qui en a résulté varient de 4 à 8 %. Même la promesse d'une baisse de l'immigration n'a pas été tenue. Contrairement aux prévisions des partisans de la sortie de l'Union, le déficit public s'est aggravé, tout comme la dette, malgré la fin de la contribution du Royaume-Uni au budget européen.

Selon une enquête réalisée par l'hebdomadaire *The Economist*, une majorité de Britanniques considèrent désormais que le Brexit a été une erreur et souhaitent un rapprochement avec l'Union européenne, davantage encore qu'avec les États-Unis. Certaines voix au sein du Parti travailliste évoquent même l'idée, autrefois taboue, d'un retour dans l'union douanière. De leur côté, les États membres de l'Union sont conscients de la nécessité de mieux intégrer le Royaume-Uni au continent européen. Les évolutions géopolitiques et la montée des droits de douane les incitent à revoir leurs relations avec la perfide Albion. Une Europe de la

défense sans Londres a peu de sens. Sur le plan commercial, la densité des échanges de part et d'autre de la Manche suppose une circulation plus fluide. Aujourd'hui, les formalités douanières et le paiement de droits constituent un handicap pour les deux parties. Tout Français achetant des biens sur un site britannique est désormais tenu de s'acquitter de droits avant leur livraison, ce qui allonge les délais et renchérit les coûts.

Bien que modestes, des premiers pas ont été accomplis ces derniers mois. Le Royaume-Uni a réintégré le programme Horizon de l'Union européenne, qui favorise la coopération scientifique. Il revient également dans le dispositif Erasmus, permettant aux jeunes Britanniques d'étudier en Europe et réciproquement. Dans le cadre d'une remise à plat intervenue en mai, le Royaume-Uni a accepté de se réaligner sur les règles européennes en matière de sécurité alimentaire et de santé animale, ce qui a débloqué le commerce des produits agricoles et réduit les entraves entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne. Des négociations sont en cours en vue de l'intégration du Royaume-Uni au marché carbone européen et au marché de l'électricité.

Malgré ces avancées limitées, le gouvernement de Keir Starmer s'en tient à sa promesse électorale : pas de retour dans le marché unique, ni dans l'union douanière, ni dans le système européen de libre circulation des

personnes. De son côté, l'Union européenne se montre intransigeante sur les règles à respecter pour une éventuelle intégration à l'union douanière et entend, en outre, exiger une participation financière élevée. L'idée de continuer à « sanctionner » le choix britannique de quitter l'Union demeure prégnante. Ces rigidités de part et d'autre ont récemment fait échouer toute perspective de participation du Royaume-Uni au fonds européen de dépenses de défense SAFE, qui aurait pourtant été bénéfique aux deux parties. En matière d'échanges, l'Union européenne exige du Royaume-Uni le respect des quatre libertés — circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes — ainsi qu'un alignement sur un régime

comparable à celui applicable à la Suisse ou au Liechtenstein.

La meilleure stratégie pour le Royaume-Uni serait de rechercher une forme d'adhésion partielle au marché unique, en contrepartie d'une application encadrée et sectorielle de la libre circulation. L'Union européenne pourrait d'ailleurs être amenée à explorer ce type de solution pour plusieurs pays candidats à l'Est, dont l'Ukraine. L'adhésion à l'Espace économique européen constituerait évidemment l'option la plus aboutie, mais elle s'accompagne du versement d'une cotisation, à laquelle les autorités britanniques ne souhaitent, pour l'heure, pas consentir.

## QUAND L'ARCHIPEL DU SOLEIL LEVANT RETROUVE DES COULEURS

Depuis une trentaine d'années, les détenteurs de capitaux japonais étaient connus pour investir à l'étranger afin de bénéficier d'un rendement du capital supérieur à celui en vigueur dans leur pays. Compte tenu des taux d'intérêt très faibles au Japon, les investisseurs empruntaient pour acquérir des placements à l'extérieur. Cette situation pourrait évoluer dans les prochains mois, le Japon devenant à nouveau un territoire financièrement attractif, ce qui ne sera pas sans incidence pour les autres pays de l'OCDE à la recherche de capitaux.

Afin d'échapper à la déflation rampante depuis les années 1990 et aux faibles taux d'intérêt en lien avec la politique monétaire accommodante de la banque centrale, les investisseurs japonais ont pris l'habitude d'acquérir des actions et

des obligations dans le reste du monde, ce qui leur a permis de profiter de rendements obligataires et d'une rentabilité des entreprises plus élevés qu'au Japon. De 2005 à 2025, les actifs nets détenus à l'étranger sont passés de 45 à 115 % du PIB.

Le taux d'intérêt du Japon à 10 ans sur les emprunts d'État a évolué entre 1 % et 0 % entre 2002 et 2023, quand ceux des États-Unis et de la zone euro étaient, hors période Covid, de 2 à près de 4 points au-dessus.

Pour les actions, le ROE des entreprises japonaises est inférieur en moyenne de 5 points depuis vingt ans à celui des entreprises américaines. L'écart avec la zone euro s'est amoindri, autour d'1 point.

Depuis plus d'un an, des changements substantiels modifient la donne. L'inflation et l'inflation sous-jacente au Japon oscillent désormais autour de 3 %. La Banque du Japon est amenée à relever ses taux directeurs, actuellement de 0,75 %, ce qui devrait se traduire par une hausse du taux d'intérêt à long terme. Le taux d'intérêt à 3 ans est aujourd'hui de 3,41 %, contre moins de 1 % pendant des années. De son côté, le yen a cessé de se déprécier par rapport au dollar à compter de la mi-novembre 2025.

Si les titres japonais deviennent plus attractifs, par voie de conséquence, la détention de *Treasuries* américains et de titres publics européens par les Japonais devrait diminuer. Or, les investisseurs japonais jouent un rôle important dans l'acquisition de titres américains. De 2023 à 2025, l'encours de *Treasuries* possédés par les Japonais est passé de 1 000 à 1 200 milliards de dollars.

Après avoir stagné en 2024 et au début de 2025, l'indice Nikkei des principales actions japonaises a progressé de 26 % depuis le début du mois de juillet 2025 et a battu son record datant de 1990).

Le marché des actions japonaises profite des inquiétudes suscitées par la

valorisation élevée des entreprises technologiques américaines et par la faiblesse de la croissance, ainsi que par la désindustrialisation de la zone euro. L'industrie japonaise demeure puissante, représentant 29 % du PIB, avec une forte composante technologique (microprocesseurs, électronique, informatique, téléphonie, etc.). Les dépenses de recherche et développement représentaient 3,2 % du PIB en 2024. Le pays se caractérise par ailleurs par une forte utilisation des robots.

Dans ce contexte, les investisseurs pourraient arbitrer en faveur des actions japonaises au détriment des actions américaines et européennes. Compte tenu des besoins de financement élevés des administrations publiques en zone euro et aux États-Unis, la moindre propension des investisseurs japonais à acheter des titres pourrait occasionner une hausse des taux d'intérêt, déjà orientés à la hausse depuis deux ans.

Aux États-Unis, compte tenu de la dépendance aux capitaux étrangers, le cours des actions pourrait être affecté par une baisse de ces flux. Les valeurs technologiques seraient les plus exposées à la réduction des capitaux japonais.

## LA REPUBLIQUE DEMOCRATIQUE DU CONGO AU CŒUR DES CONVOITISES

La République démocratique du Congo est classée parmi les pays les plus pauvres du monde avec un PIB par habitant inférieur à 700 dollars et plus de 60 % de la population vivant sous le seuil de pauvreté. Ce pays concentre pourtant certaines des ressources minières les plus stratégiques pour les économies avancées. Cobalt, cuivre, coltan et lithium y sont présents en quantités telles qu'ils conditionnent désormais une part de la transition énergétique et numérique mondiale. Les grandes puissances témoignent d'un intérêt croissant pour ce pays et son sous-sol. Longtemps tenues à distance par l'instabilité politique, la corruption et l'insécurité chronique, les entreprises occidentales tentent aujourd'hui de revenir sur un terrain largement occupé par la Chine. Dans cette recomposition, les États-Unis cherchent à rattraper leur retard.

Washington a identifié près de 60 « minerais critiques », indispensables à l'industrie de défense, aux semi-conducteurs, aux batteries électriques et aux énergies renouvelables. Or, pour une majorité d'entre eux, la chaîne d'approvisionnement mondiale dépend fortement de la Chine. Le Congo constitue une alternative, à condition que les mines ne soient pas aux mains des Chinois. Ce pays assure environ 70 % de la production mondiale de cobalt, plus de 10 % de celle de cuivre et près de 15 % du coltan, métal essentiel à l'électronique grand public.

Le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche en janvier 2025 s'est accompagné d'une diplomatie assumée,

mêlant sécurité, commerce et accès aux ressources naturelles. Un accord politique et économique a été conclu avec Kinshasa, sous l'appellation d'« Accords de Washington ». En échange d'un soutien diplomatique et sécuritaire, le Congo s'est engagé à faciliter l'accès des entreprises américaines à ses gisements les plus prometteurs.

Les premiers effets sont visibles. À l'été 2025, KoBold Metals, soutenue par des investisseurs de la tech américaine, a obtenu un permis d'exploration — une première pour une entreprise américaine depuis près de dix ans. Le gisement de Manono, au sud-est du pays, figure parmi les plus importants réservoirs de lithium au monde. À terme, sa production potentielle pourrait excéder les importations annuelles de lithium des États-Unis. Parallèlement, le négociant suisse Mercuria a annoncé un partenariat d'environ un milliard de dollars avec Gécamines, l'entreprise minière publique congolaise, dont l'un des responsables est français. Cette entreprise avait, ces dernières années, contracté essentiellement avec des entreprises chinoises. Le Congo avait à l'époque souhaité s'affranchir des anciennes puissances coloniales.

La carte congolaise n'est pas sans limites. Le secteur minier demeure marqué par une instabilité juridique et administrative profonde. Entre 2002 et aujourd'hui, plus de la moitié des entreprises étrangères opérant dans les mines ont été impliquées dans des litiges avec l'État. L'absence d'une autorité fiscale unique, la multiplication des taxes —

jusqu'à 45 organismes publics différents sollicitant des paiements — et la volatilité des permis d'exploitation compliquent toute projection de long terme. La corruption reste un obstacle majeur. Entre 2007 et 2018, Glencore, principal investisseur occidental du pays, a reconnu des faits de corruption liés à ses activités congolaises, donnant lieu à des sanctions financières importantes. Plusieurs projets, dont celui de Manono, ont été grevés par des contentieux hérités d'anciens investisseurs, occidentaux ou asiatiques, laissant subsister des droits résiduels difficiles à purger.

À ces fragilités institutionnelles s'ajoute l'insécurité persistante dans l'est du pays. Plusieurs sites miniers stratégiques — dont la mine de Rubaya qui fournit à elle seule environ 15 % du coltan mondial — se trouvent dans des zones contrôlées par le mouvement rebelle M23, soutenu par le Rwanda. L'exploitation industrielle de ces actifs suppose une stabilisation politique que ni Kinshasa ni Washington ne sont aujourd'hui en mesure de garantir.

L'objectif affiché des États-Unis est de desserrer l'emprise chinoise. Depuis l'accord sino-congolais de 2007, Pékin a sécurisé des avantages fiscaux et contractuels de long terme en échange de promesses d'investissements évaluées à 9 milliards de dollars, dont environ 6 milliards seulement ont été effectivement réalisés. En 2025, la Chine contrôle encore près de 80 % de la production minière congolaise, y compris le site de Tenke Fungurume, deuxième source mondiale de cobalt, autrefois détenue par des intérêts américains.

Les nouveaux accords prévoient la constitution d'une « réserve stratégique d'actifs » destinée en priorité aux investisseurs américains, les entreprises de pays alliés n'y accédant qu'avec l'aval de Washington. L'ambition est de bloquer l'accès de la Chine aux gisements explorés par des capitaux occidentaux et d'assécher progressivement les projets d'extension.

Le Congo demeure ainsi au cœur d'une tension durable : pays pauvre aux ressources abondantes, espace convoité mais difficilement gouvernable, il attire des stratégies de puissance sans que les conditions économiques et institutionnelles de leur succès soient pleinement réunies. Si la diplomatie transactionnelle chère à Donald Trump peut ouvrir des portes, elle ne suffit pas, à elle seule, à transformer un potentiel minier en développement économique durable. Les autorités congolaises restent imprévisibles, négociant au cas par cas en fonction de leurs intérêts. Elles savent que leur richesse dépend du sous-sol et ne veulent pas s'en faire déposséder.

Une certitude : l'Europe reste, largement aux abonnés absents dans cette recomposition stratégique. Cela tient d'abord à une fragmentation de ses politiques minières et industrielles. À la différence des États-Unis ou de la Chine, l'Union européenne ne dispose ni d'une diplomatie unifiée des ressources, ni d'instruments financiers suffisamment puissants pour sécuriser des approvisionnements dans des États à haut risque politique. Les initiatives récentes — stratégie sur les matières premières critiques, partenariats dits « durables » — restent contraintes par

des exigences environnementales, sociales et juridiques que ni Washington ni Pékin ne s'imposent avec la même rigueur. À cela s'ajoute une faible appétence au risque des grands groupes européens, peu enclins à s'engager durablement dans un environnement institutionnel aussi instable. En se tenant à distance, l'Europe réduit son exposition mais accepte, de facto, une dépendance accrue aux arbitrages sino-américains. De plus, le poids de la colonisation passée constitue un handicap majeur pour nouer des relations avec les entreprises congolaises.

La RDC a un impératif : améliorer la situation de sa population. La question des retombées économiques internes demeure, en effet, en suspens. Malgré l'ampleur des flux financiers annoncés ou réalisés, le secteur minier congolais reste faiblement intégré à l'économie nationale. Les emplois directs sont limités, la transformation locale des

minerais embryonnaire, et les recettes fiscales volatiles. Les infrastructures promises — routes, énergie, équipements collectifs — ont souvent été partielles ou différées. Cette dissociation entre richesse du sous-sol et pauvreté persistante de la population alimente un climat de défiance et renforce l'instabilité politique. Elle explique également la posture prudente, voire opportuniste, des autorités congolaises, qui cherchent à maximiser les concessions accordées sans s'aliéner définitivement aucun partenaire. Les métaux rares sont devenus des instruments géopolitiques avant d'être des leviers économiques. Dans ce jeu asymétrique, le Congo reste un pivot, mais pas réellement un maître de la partie. À condition de renforcer ses institutions et de sécuriser ses règles du jeu, le Congo dispose d'un atout que peu de pays possèdent : la possibilité de faire coïncider ses intérêts nationaux avec des besoins mondiaux durables.



## HORIZON FINANCE

### LES FONDS NÉERLANDAIS TOURNENT LE DOS AUX OBLIGATIONS SOUVERAINES

En 2026, selon Amundi, les pays de la zone euro émettront pour 1 400 milliards d'euros de dette souveraine, soit environ 9 % du PIB. Avec 330 milliards d'euros, la France sera le premier émetteur, devançant l'Italie (300 milliards) et l'Allemagne.

Les fonds de pension constituent l'un des principaux détenteurs d'obligations souveraines, représentant environ 10 % des obligations souveraines de la zone euro à maturité supérieure à dix ans, dont près des deux tiers relèvent du système de retraite néerlandais – le plus important de l'Union européenne, avec 1 900 milliards d'euros d'actifs. Jusqu'à récemment, ces fonds figuraient parmi les acheteurs les plus assidus, car les obligations d'État, grâce à des flux de paiement quasi garantis, leur permettaient de servir des prestations définies. Or, une réforme du cadre réglementaire des retraites aux Pays-Bas met un terme à ce type de régime, qui expose les gestionnaires à un fort risque de marché. Les fonds de pension devront désormais relever de régimes à cotisations définies aux Pays-Bas. Cette mutation pourrait se traduire par une moindre demande d'obligations souveraines européennes de long terme, une demande qui est ainsi en voie de disparition.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier, estime Corine Reedijk, spécialiste des risques chez Aon, des fonds représentant 35 à 40 % de l'ensemble des actifs de retraite

néerlandais ont déjà basculé vers un modèle à cotisations définies. Cela signifie qu'ils ne garantiront plus aux retraités – y compris aux anciens affiliés – un revenu fixe mais un revenu variable, dépendant de la performance de leurs portefeuilles d'investissement. La majorité des fonds restants opéreront cette transition à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2027. La réglementation impose que tous les régimes ouverts à de nouveaux adhérents soient transformés d'ici à 2028.

Les fonds de pension néerlandais perdent ainsi une incitation majeure à détenir des obligations souveraines de long terme. Contrairement aux régimes à prestations définies, les dispositifs à cotisations définies n'ont pas d'engagements fixes s'étendant sur plusieurs décennies ; les flux de paiement quasi certains offerts par ces titres leur sont donc moins précieux. Les actifs plus risqués, comme les actions, deviennent relativement plus attractifs, car ils offrent la perspective de rendements supérieurs.

Selon une étude de la banque centrale néerlandaise, les fonds de pension réduiront leurs encours d'obligations de maturité supérieure à 25 ans de 100 à 150 milliards d'euros.

Bob Homan, stratège chez ING, estime que l'ensemble du marché obligataire européen sera affecté, mais surtout les titres de maturité supérieure

à dix ans émis par les États bénéficiant de la meilleure notation de crédit (« AAA »), comme l'Allemagne, les Pays-Bas, la Norvège ou la Suède. Or, les rendements obligataires évoluant inversement aux prix, ces ventes exerceront une pression à la hausse sur les taux. Si les rendements devaient continuer à augmenter, l'amélioration des perspectives de rémunération finirait sans doute par attirer de nouveaux acheteurs. Mais le coût de financement à long terme des États européens pourrait, dans les prochains mois, augmenter. Pour certains pays comme la France, ce coût se situe déjà à son plus haut niveau depuis la crise de la zone euro de 2010-2012.

Les changements intervenus aux Pays-Bas n'ont néanmoins pas empêché l'État d'émettre, mi-janvier, 10 milliards d'euros d'obligations à 20 ans, mais le taux auquel elles ont été souscrites s'est établi à 4,1 %. La tentation pourrait être

d'émettre moins d'obligations à longue échéance et davantage de titres à court terme, assortis de taux plus faibles. Une telle stratégie n'est toutefois pas sans danger. Les obligations de court terme doivent être refinancées plus fréquemment, exposant les États à une remontée imprévue des taux à court terme, par exemple à la suite d'un sursaut d'inflation.

La moindre présence des fonds de pension néerlandais sur le marché obligataire pourrait en outre rendre celui-ci plus volatil. En effet, les fonds de pension ont une gestion au long cours, à la différence d'autres investisseurs, comme les « *hedge funds* », qui peuvent adopter des comportements plus opportunistes. Par ailleurs, les États doivent intégrer le fait que la Banque centrale européenne réduit son bilan, ce qui signifie qu'elle n'achète pas de nouvelles obligations lorsque celles qu'elle détient arrivent à échéance.

## FRANCE ET ÉTATS-UNIS : UNE SANCTION FINANCIERE EST-ELLE POSSIBLE ?

La discipline de marché désigne une situation dans laquelle les autorités d'un pays sont incitées à revenir à une politique économique, essentiellement budgétaire, plus rigoureuse, en raison de la dégradation de certains paramètres financiers, tels que le taux de change ou les taux d'intérêt. La mise en œuvre de politiques considérées comme laxistes entraîne l'apparition simultanée d'un déficit public et d'un déficit extérieur importants, nécessitant alors une correction de la part des autorités. Ces mécanismes ne semblent toutefois plus opérants depuis quelques années pour un certain nombre d'États, et en particulier pour les États-Unis ou la France.

Or, l'analyse des épisodes historiques passés montre qu'il n'existe pas de véritable discipline de marché. En réalité, les marchés financiers ne réagissent pas de manière progressive aux politiques budgétaires excessivement expansionnistes ou aux déficits extérieurs massifs ; ils se dégradent brutalement. Il y a crise, et non incitation graduelle à corriger les politiques économiques. Ce phénomène s'est observé dans les pays du sud de l'Europe (Grèce, Espagne, Portugal) avant la crise de la zone euro en 2010 ; il pourrait aujourd'hui concerner les États-Unis et la France.

Dans le passé, une forte hausse du déficit public se traduisait par une augmentation des taux d'intérêt, voire par des difficultés de financement susceptibles de déboucher sur une

dépréciation de la monnaie. Une dégradation de la balance commerciale pouvait, de son côté, engendrer un problème de réserves de change. Dans les années 1980, la France a été confrontée à une telle situation : le gouvernement avait alors dû négocier des prêts auprès des pays du Golfe. La hausse des taux d'intérêt et les tensions sur le change contraignaient les États à adopter des mesures correctrices en revenant à des politiques plus restrictives.

Cette dynamique s'est également appliquée aux pays du sud de la zone euro — Grèce, Espagne et Portugal — lors de la crise des dettes souveraines entre 2010 et 2012. Ces pays faisaient face à des déficits publics élevés : celui de la Grèce avait dépassé 12 % du PIB, tandis que ceux de l'Espagne et du Portugal excédaient 8 %. Leurs déficits extérieurs, persistants depuis plusieurs années, étaient eux aussi conséquents, plus de 5 % du PIB pour l'Espagne et le Portugal, et près de 20 % pour la Grèce.

La hausse des taux d'intérêt à long terme ne s'est toutefois produite qu'à partir de 2010 en Grèce, et de 2011 en Espagne et au Portugal, bien après la dérive des comptes publics et de la balance des paiements courants. Plus de deux ans se sont ainsi écoulés entre la dégradation des déficits et la réaction des marchés obligataires. Lorsque la crise s'est déclenchée, elle a été brutale et a entraîné un recul violent de l'activité. Les pertes de PIB ont atteint

près de 30 % en Grèce, plus de 10 % en Espagne et environ 5 % au Portugal.

La discipline de marché a donc fonctionné, mais avec retard. La monnaie unique a joué, pendant un certain temps, un rôle de paratonnerre. Au Royaume-Uni, en revanche, lors de la présentation du projet de mini-budget par la Première ministre Liz Truss, les marchés ont réagi beaucoup plus rapidement. Face au risque de dérapage du déficit public et dans un contexte de déficit de la balance des paiements courants, en 2022, les investisseurs ont spéculé contre la livre sterling, provoquant une forte hausse des taux d'intérêt. La Première ministre a été contrainte de renoncer à son projet, avant de démissionner.

Aujourd'hui, les États-Unis affichent à la fois un déficit public élevé et un solde extérieur négatif. Si l'administration de Donald Trump devait poursuivre une politique de recul sur les droits de douane tout en augmentant les subventions aux ménages — 2 000 dollars par ménage américain ont été annoncés —, le déficit public des États-Unis pourrait approcher 9 % du PIB en année pleine, ce qui exercerait également une pression à la hausse sur le déficit extérieur. Le déficit de la balance courante ne devrait se réduire que d'un point de PIB en 2026 et demeurerait supérieur à 3 points de PIB. De son côté, la France peine à réduire son déficit public, qui dépasse 4 points de PIB depuis 2010. Sa dette publique n'est, pour l'heure, pas maîtrisée. Le déficit de la balance courante reste toutefois relativement limité, autour d'un point de PIB, grâce à la contribution des services. En 2025, la dette publique

atteignait environ 120 % du PIB dans les deux pays ; la dette extérieure représentait, quant à elle, plus de 40 % du PIB aux États-Unis et plus de 20 % en France.

Pourtant, le taux d'intérêt à dix ans des États-Unis demeure relativement stable, autour de 4 %. L'écart de taux à dix ans entre la France et l'Allemagne s'est certes accru, mais il reste limité, à environ 0,7 point. Les investisseurs étrangers continuent d'acheter de la dette publique américaine et française, malgré la dégradation des finances publiques. Les non-résidents détiennent plus de 9 000 milliards de dollars de titres du Trésor américain. En France, ils possèdent environ 55 % de la dette négociable de l'État.

La question est donc de savoir si, aux États-Unis ou en France, les investisseurs pourraient, après une période de bienveillance, réagir violemment, comme ils l'ont fait pour l'Espagne, le Portugal ou la Grèce, avec à la clé une forte hausse des taux et une dépréciation de la monnaie. Ces deux pays bénéficient de mécanismes de protection face aux crises. Les États-Unis disposent du dollar, qui joue un rôle de paratonnerre : la monnaie américaine demeure une valeur refuge et la principale monnaie de réserve mondiale, représentant environ 60 % des réserves. Par ailleurs, les investisseurs étrangers restent friands d'actifs américains en raison de leurs rendements élevés. En France, les investisseurs estiment qu'un défaut sur la dette publique est improbable, car il mettrait en péril l'ensemble de l'édifice financier de la zone euro, ce qui serait inacceptable pour la Banque centrale européenne.

Pour autant, nul ne peut considérer qu'indéfiniment les investisseurs resteront sans réaction face à la hausse continue de l'endettement public et de l'endettement extérieur net. La politique clivante de Donald Trump pourrait entraîner une perte de confiance dans la

monnaie et provoquer une hausse des taux. En France, l'aggravation de la crise politique et la poursuite de la dérive des déficits pourraient également remettre en cause la mansuétude des investisseurs.

## AU-DELÀ DE L'HORIZON

### MIROIR, MON BEAU MIROIR : DIS-MOI COMMENT JE SUIS ?

L'économie repose avant tout sur la confiance. Or, dans de nombreux pays, et tout particulièrement en France, le moral des consommateurs demeure dégradé. Dans vingt pays suivis par l'institut de sondage Ipsos, le sentiment des ménages reste inférieur à son niveau du début de l'année 2022, avant le déclenchement de la vague inflationniste provoquée par la hausse des prix de l'énergie. La propension de Donald Trump à vouloir remettre en cause le commerce mondial et à menacer indistinctement alliés et adversaires ne contribue guère à restaurer la confiance des populations.

Pourtant, dans ce climat morose, certains secteurs d'activité affichent une remarquable résilience. C'est le cas de l'industrie de la beauté. Selon le cabinet de conseil McKinsey, cité par The Economist, les dépenses mondiales de détail consacrées aux produits de beauté — soins de la peau, soins capillaires, maquillage et parfums — ont atteint 440 milliards de dollars en 2024 et continuent de progresser à un rythme proche de 10 % par an.

Cette dynamique traduit sans doute une propension accrue des consommateurs à préserver, voire à privilégier, les dépenses dites « plaisir » dans un contexte anxiogène. Elle résulte également de la pression exercée par les marques, via une publicité omniprésente et le rôle croissant des influenceurs. Sur les réseaux sociaux, les

conseils beauté, les promotions de médicaments amaigrissants par des célébrités ou les communications vantant les bénéfices de la chirurgie esthétique de pointe se multiplient. Les produits de beauté, au sens large, touchent désormais un public de plus en plus diversifié. L'industrie ne s'adresse plus seulement aux femmes d'un certain âge. Les hommes recourent de plus en plus aux cosmétiques et aux actes esthétiques. Au-delà des gels capillaires ou des crèmes pour le visage, l'usage du maquillage masculin progresse. Des enseignes spécialisées, comme Sephora, recrutent davantage de vendeurs masculins afin de rendre leurs comptoirs moins intimidants. Des influenceurs hommes contribuent à lever les tabous, tandis qu'en Asie, les annonceurs ciblent désormais explicitement cette clientèle. Les consommateurs sont également de plus en plus jeunes. Grâce aux réseaux sociaux, les marques fidélisent leurs clients dès l'adolescence, voire dès l'enfance. Les baby-boomers, nés entre 1946 et 1964, commencent généralement à utiliser des produits de beauté après 30 ans ; leurs petits-enfants de la génération Alpha s'y initient aujourd'hui dès l'âge de 8 ans, selon l'enseigne Ulta Beauty. Des influenceurs de moins de 18 ans promeuvent des produits spécifiquement destinés aux très jeunes. Parallèlement, la nature des produits évolue. Les soins de la peau, qui représentent environ deux cinquièmes des dépenses de détail en beauté, sont



de plus en plus présentés sous un angle scientifique. Les consommateurs se familiarisent avec des ingrédients actifs tels que le rétinol, réputé atténuer les signes de l'âge, sous l'influence de dermatologues — authentiques ou autoproclamés — très présents sur les réseaux sociaux. Des marques comme The Ordinary, fondée il y a une dizaine d'années, proposent des formules fortement dosées en principes actifs à des prix accessibles. Les pots aux noms évocateurs cèdent la place à des flacons sobres, aux étiquettes d'inspiration clinique. Les compléments alimentaires, notamment les gélules de collagène parfois qualifiées de « cosmétiques à avaler », ainsi que les dispositifs technologiques tels que les masques LED pour le visage, gagnent également du terrain.

À l'échelle mondiale, les services esthétiques génèrent un chiffre d'affaires supérieur à 150 milliards de dollars, selon McKinsey (données 2024). Ces prestations se sophistiquent : injections de toxine botulique pour lisser la peau, fillers à l'acide hyaluronique pour restaurer les volumes, peelings chimiques pour raviver l'éclat du teint. Les technologies laser permettent désormais d'éliminer ou d'épaissir les poils. En 2024, plus de 20 millions d'actes esthétiques non chirurgicaux ont été réalisés, soit près de 40 % de plus qu'en 2020, selon la Société internationale de chirurgie plastique esthétique. Le recours à ces techniques se développe avec l'appui explicite ou implicite de célébrités telles que Gigi Hadid ou Victoria Beckham. Les motivations sont multiples : atténuer les effets de l'âge, modifier son apparence, ou simplement se conformer

à des standards perçus comme valorisants.

La croissance rapide du marché de la beauté a attiré de nombreuses marques nouvelles, séduites par l'ampleur des marges. Grâce aux réseaux sociaux, certaines ont conquis des parts de marché significatives sans engager de budgets publicitaires traditionnels élevés. Charlotte Tilbury observe ainsi que la croissance de sa marque britannique de maquillage au cours de la dernière décennie a été largement portée par les plateformes numériques. Bubble, créée en 2020, a su capter une clientèle adolescente. Dans la parfumerie, les jeunes consommateurs ont plébiscité des marques récentes comme Sol de Janeiro, qui a rebaptisé ses parfums en « brumes », ou Kayali, qui encourage la superposition des fragrances, incitant à des achats multiples.

Pour les acteurs historiques, ces nouveaux entrants constituent moins une menace qu'une opportunité. Les grands groupes multiplient les acquisitions. En mai dernier, E.l.f. Beauty a racheté la marque de maquillage de Hailey Bieber pour un milliard de dollars. Estée Lauder a acquis The Ordinary. En juin, L'Oréal, premier groupe mondial du secteur, a pris une participation majoritaire dans Medik8, une marque revendiquant une approche « fondée sur la science ». L'an dernier, L'Oréal a également porté à 20 % sa participation dans Galderma, spécialiste suisse des injectables esthétiques, et annoncé l'acquisition de la division beauté du groupe de luxe Kering. P&G et Unilever ont, eux aussi, multiplié les opérations de croissance externe.

La taille confère à ces groupes un pouvoir de négociation accru face aux distributeurs et les moyens financiers nécessaires pour promouvoir leurs produits à l'échelle mondiale. Les acteurs du luxe entendent ainsi consolider leur présence sur un marché de la beauté en forte expansion, que ce soit en Asie, aux États-Unis ou en Europe.

Si la vigueur de cette croissance impressionne, elle soulève néanmoins des interrogations économiques, sociales et sanitaires. La diffusion précoce des produits cosmétiques auprès des enfants et des adolescents interroge, tant sur la construction de l'image de soi que sur l'exposition à des normes esthétiques toujours plus exigeantes. La frontière entre soin, bien-être et injonction sociale tend à s'estomper, sous l'effet conjugué des réseaux sociaux et de stratégies marketing de plus en plus sophistiquées.

La médicalisation croissante de la beauté constitue également un sujet de vigilance. Le recours massif à des actes esthétiques non chirurgicaux, souvent présentés comme anodins, s'inscrit dans un cadre réglementaire hétérogène selon les pays et pose des enjeux de sécurité sanitaire, de formation des praticiens et de responsabilité. La banalisation de ces pratiques, encouragée par des figures publiques, contribue à normaliser des interventions qui relèvent pourtant de l'acte médical.

Dans un monde marqué par l'incertitude économique et géopolitique, la beauté prospère précisément parce qu'elle promet, à défaut de certitudes collectives, une maîtrise individuelle du corps et de l'apparence. Cette promesse, portée par la technologie, les réseaux sociaux et la puissance financière des grands groupes, constitue sans doute l'un des paradoxes les plus révélateurs des comportements de consommation au XXI<sup>e</sup> siècle.

## POURQUOI FAUT-IL RELIRE TOCQUEVILLE ?

Alexis de Tocqueville occupe une place à part dans l'histoire du libéralisme. Longtemps, son talent fut avant tout reconnu au-delà des frontières françaises. Il n'est pas, par ailleurs, issu des classes bourgeoises du XIXe siècle qui épousent leur époque en vantant les bienfaits de l'économie de marché. Il est l'enfant d'une famille aristocratique victime des exactions de la Révolution française et notamment de la Terreur. Tocqueville a été l'observateur lucide d'un ordre nouveau en gestation. Cette position marginale lui conféra un regard d'une rare acuité. Il ne croyait ni à l'automaticité du progrès, ni à l'autorégulation spontanée des sociétés démocratiques. Pour lui, la liberté est un équilibre instable, toujours menacé, qui dépend autant des institutions que des comportements collectifs.

Son apport intellectuel repose principalement sur deux ouvrages : « *De la démocratie en Amérique* », analyse systémique du fonctionnement d'une société égalitaire, et « *L'Ancien Régime et la Révolution* », qui met en lumière la continuité institutionnelle entre la monarchie centralisée et l'État issu de la Révolution.

Tocqueville n'était pas un libéral doctrinaire. Il participa pleinement à la vie publique, fut un acteur des années 1820 sur l'avenir politique et institutionnel de la France, et exerça brièvement les fonctions de ministre des Affaires étrangères en 1849. Cette expérience politique nourrit une pensée attentive aux contraintes concrètes de l'action publique, aux limites de la

décision centralisée et aux effets à long terme des choix institutionnels.

La question centrale de son œuvre est celle du rapport entre démocratie et liberté. Tocqueville considérait la démocratie comme un horizon historique inéluctable, mais il refusait d'en faire un synonyme de liberté. Une démocratie peut concentrer le pouvoir autant qu'elle peut le diffuser. Elle peut produire une société d'individus juridiquement égaux mais économiquement et politiquement dépendants, réduits à ce qu'il appelait des « atomes isolés ». Sa pensée demeure d'une rare actualité au vu de l'évolution des sociétés occidentales depuis 80 ans et des problèmes qu'elles accumulent ces dernières années. L'État providence s'est accompagné d'une montée de l'individualisme sur fond d'une demande d'égalitarisme jamais exaucée.

Cette intuition résonne fortement avec les débats contemporains sur la montée de l'État providence, la centralisation des politiques publiques et la perte d'autonomie des acteurs locaux.

Son analyse des États-Unis repose précisément sur cette distinction. Lors de son voyage en 1831, officiellement consacré à l'étude du système pénitentiaire, Tocqueville observe surtout un modèle institutionnel fondé sur la dispersion du pouvoir.

Le fédéralisme, les freins et contrepoids constitutionnels, mais aussi le rôle central des collectivités locales et des associations volontaires, forment un écosystème propice à la responsabilité individuelle et à l'engagement civique.

L'activité économique elle-même s'y déploie dans un cadre décentralisé, favorable à l'initiative et à l'expérimentation.

À l'inverse, l'histoire française lui apparaît marquée par une trajectoire de centralisation continue. La monarchie absolue avait déjà aspiré le pouvoir vers le sommet. La Révolution acheva ce mouvement en supprimant les autonomies locales au nom de l'égalité. La Terreur, sous Maximilien Robespierre, fut pour Tocqueville moins un accident qu'une manifestation extrême d'un déséquilibre structure. Une démocratie sans contre-pouvoirs effectifs tend à la dictature. Cette centralisation institutionnelle eut aussi des effets économiques durables en limitant la capacité d'initiative locale et en renforçant la dépendance à l'État. La France ne s'est jamais extraite de cette empreinte. La disparition des corps intermédiaires et la remontée des problèmes au sommet sont les traits de caractère de la France.

Un autre pilier de la réflexion tocquevillienne concerne les « mœurs », au sens large. Il accordait une importance déterminante à la liberté religieuse aux États-Unis, non pour des raisons théologiques, mais parce qu'elle contribuait à la formation de normes sociales favorables à la responsabilité individuelle. Une société libérale, selon lui, ne peut fonctionner durablement sans un socle moral partagé. Les lois et les incitations économiques ne suffisent pas à elles seules à produire de la cohésion.

Tocqueville n'ignorait pas les faiblesses du modèle américain. Il dénonçait

l'esclavage, s'inquiétait du conformisme intellectuel et du risque d'un individualisme se transformant en repli égoïste. Il anticipait déjà les effets d'une société de masse où la recherche du confort matériel pouvait conduire à accepter une forme de servitude douce, faite de protection et de dépendance.

Aujourd'hui, la menace pesant sur les libertés ne provient pas uniquement de l'État, mais aussi d'acteurs privés dotés d'un pouvoir économique considérable. Les grandes entreprises technologiques contrôlent désormais des infrastructures essentielles à la circulation de l'information, disposent de positions dominantes. Les responsables des entreprises de pointe entretiennent des relations étroites avec les dirigeants politiques. Les nouvelles technologies de l'information et de la communication affaiblissent les intermédiaires traditionnels — télévision, radios, presse écrite, associations, collectivités. Elles contribuent à la fragmentation du débat public et à la polarisation des sociétés. La Chine a poussé à l'extrême cette logique avec l'alliance d'un État centralisé avec les entreprises technologiques étroitement contrôlées. Ce système permet une surveillance et une gestion des comportements économiques et sociaux à grande échelle. La croissance et la stabilité sont privilégiées au détriment des libertés individuelles, confirmant l'intuition tocquevillienne selon laquelle l'égalité peut s'accommoder d'un haut degré de contrainte.

Aux États-Unis, la concentration croissante du pouvoir exécutif,

notamment sous Donald Trump, ravive les interrogations sur l'équilibre des pouvoirs. En Europe, la montée des populismes, la centralisation des politiques économiques et sociales, et l'affaiblissement des corps intermédiaires interrogent la capacité des États à concilier efficacité économique et liberté politique, la quête d'égalité et la demande de sécurité supplantant cette dernière.

Avant 1848, Tocqueville écrivait que l'Europe « *dormait sur un volcan* ». À bien des égards, cette formule conserve

aujourd'hui une valeur analytique. Dans un contexte de ralentissement économique, de tensions sociales et de transitions multiples, la tentation est grande de privilégier la centralisation et la protection au détriment de l'autonomie et du pluralisme. Tocqueville rappelle que la démocratie libérale n'est jamais acquise. Elle suppose un effort constant pour préserver les équilibres institutionnels, encourager l'initiative locale et maintenir vivants les contre-pouvoirs sans lesquels l'égalité risque de se transformer en dépendance.

## POINTS DE REPÈRE

### LES FRANÇAIS CHAMPIONS DE LA CREATION D'ENTREPRISE

L'année 2025 s'est achevée sur un nouveau record en matière de créations d'entreprises. Au total, 1,17 million d'entreprises ont vu le jour, soit une progression de 4,9 % par rapport à 2024. Cette dynamique reste portée par les créations de sociétés et les immatriculations de micro-entrepreneurs, toutes deux en hausse de 5,9 %, tandis que les créations d'entreprises individuelles « classiques » reculent de 4,1 %. La structure des créations continue ainsi d'évoluer au profit des formes juridiques les plus souples, confirmant une tendance observée depuis plusieurs années.

Sur les trois derniers mois de l'année, d'octobre à décembre 2025, le mouvement s'est encore renforcé. Le nombre cumulé de créations d'entreprises progresse de 9,2 % par rapport à la même période un an plus tôt. Les immatriculations de micro-entrepreneurs enregistrent une hausse particulièrement marquée (+10,1 %), devant les créations de sociétés (+8,7 %). Les entreprises individuelles classiques retrouvent également une trajectoire positive (+4,7 %), sans toutefois compenser leur recul observé sur l'ensemble de l'année.

Dans cette phase de fin d'année, le secteur du soutien aux entreprises apparaît comme le principal moteur de la croissance des créations, avec près de 11 900 créations supplémentaires par rapport à la même période de 2024, soit

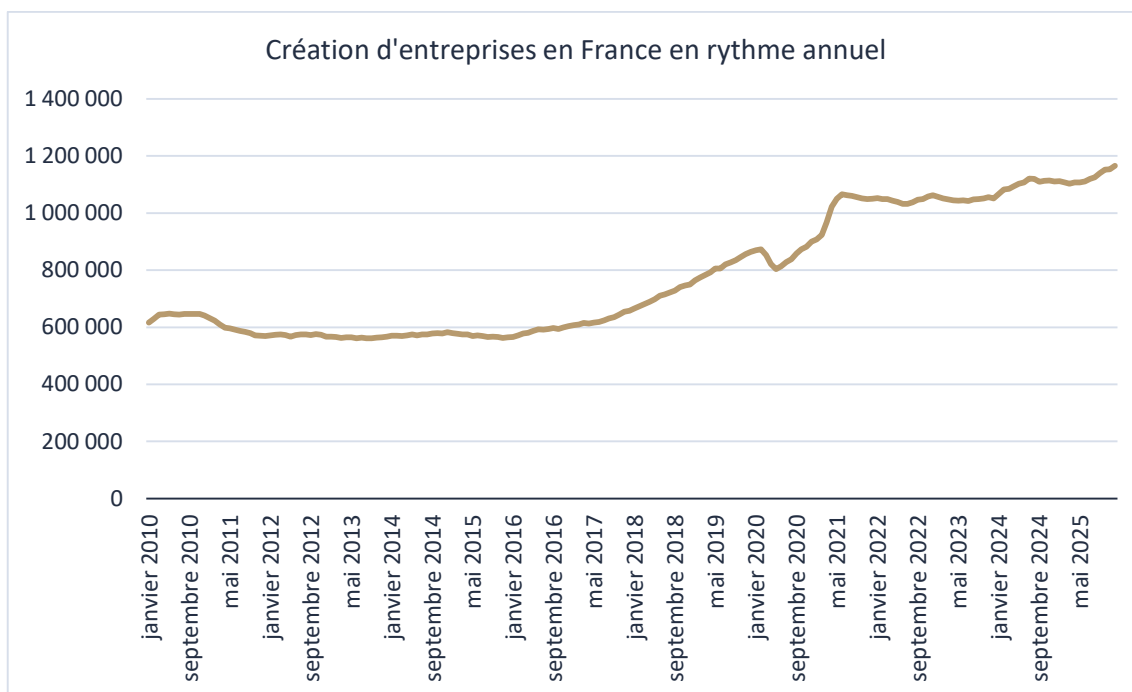
une contribution de 4,2 points à la hausse globale. À l'intérieur de ce secteur, les activités de sièges sociaux concentrent l'essentiel de la progression (+3 400 créations). Cette évolution doit toutefois être interprétée avec prudence : elle résulte en partie d'une modification des règles de classement des codes APE, certaines unités auparavant rattachées aux activités financières et d'assurance étant désormais intégrées au champ du soutien aux entreprises. Ce reclassement explique en miroir le recul observé dans le secteur financier et assurantiel, qui constitue le principal contributeur négatif sur la période (-1 200 créations, soit -0,4 point).

En décembre 2025, les données corrigées des variations saisonnières confirment une accélération des créations dans plusieurs secteurs. Les activités de soutien aux entreprises progressent nettement (+6,9 %, après +1,6 % en novembre), tout comme le transport et l'entreposage (+7,2 % après +1,9 %) et le commerce, y compris la réparation d'automobiles et de motocycles (+4,3 % après +1,8 %). À l'inverse, la construction demeure orientée à la baisse, avec un nouveau recul des créations (-2,5 % après -3,1 %), reflet persistant des difficultés du secteur immobilier et du resserrement des conditions de financement.



Au total, ces évolutions traduisent une économie entrepreneuriale toujours dynamique en volume, mais marquée par une recomposition sectorielle et juridique. Derrière le record global, les créations se concentrent dans les services aux entreprises, la logistique et le commerce, tandis que les secteurs

plus capitalistiques, à commencer par la construction, peinent à retrouver une trajectoire favorable. Plus qu'un simple indicateur conjoncturel, cette géographie des créations esquisse les contours d'une économie française qui s'adapte, parfois par nécessité, aux contraintes de l'époque.

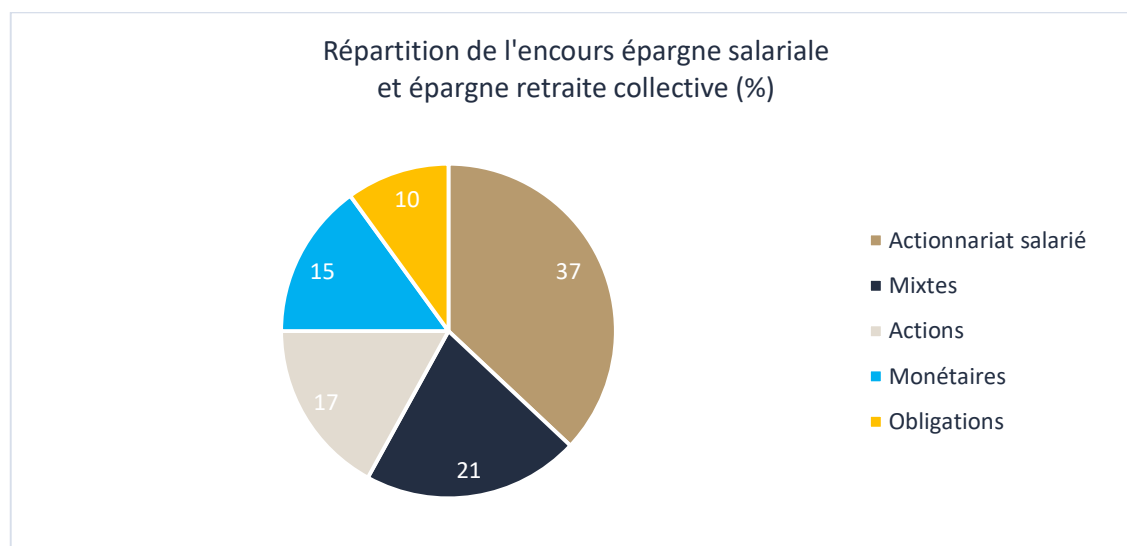


Données INSEE

## ÉPARGNE SALARIALE : 220 MILLIARDS D'EUROS D'ENCOURS

Selon l'Association française de la gestion financière, l'encours de l'épargne salariale, à fin juin 2025, s'élevait à 220,7 milliards d'euros, dont 36,7 milliards d'euros au titre des produits retraite (PERCO et PER collectif). 11,3 millions de salariés ont au moins un produit d'épargne salariale et 4,5 millions un produit retraite. 429 600 entreprises sont équipées. En 2024, les versements (épargne salariale, plan

d'épargne entreprise, plan d'épargne retraite) avaient atteint 21,7 milliards d'euros, dont 4,2 milliards pour les produits retraite. 62 % des flux bruts de l'épargne salariale au premier semestre 2025 ont été placés en fonds actions et en fonds diversifiés. Dans les dispositifs d'épargne retraite collective des entreprises (PER et PERCO), les fonds actions et diversifiés comptent pour plus de 63 % des actifs gérés.



Données AFG

## TABEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	30 janvier 2026	Variation mensuelle janvier 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
<b>CAC40</b>	<b>8 126,53</b>	-0,42	+2,42	<b>8 149,50</b>	7 380,74
<b>DAXX</b>	<b>24 515,73</b>	+0,12	+12,82	<b>24 490,41</b>	19 909,14
<b>Footsie 100</b>	<b>10 223,54</b>	+2,74	+18,12	<b>9 931,38</b>	7 451,74
<b>Eurostoxx 50</b>	<b>5 947,81</b>	2,62	+12,60	<b>5 791,41</b>	4 895,98
<b>Dow Jones</b>	<b>48 892,47</b>	+0,95	+8,79	<b>48 220,13</b>	42 544,22
<b>Nasdaq Composite</b>	<b>23 461,82</b>	+0,35	+19,49	<b>23 372,75</b>	19 310,79
<b>S&amp;P 500</b>	<b>6 939,03</b>	+0,39	+14,04	<b>6 879,57</b>	5 881,63
<b>Nikkei</b>	<b>53 322,85</b>	+5,53	+34,77	<b>50 339,48</b>	39 894,54
<b>Shanghai Composite</b>	<b>4 117,95</b>	+3,85	+26,68	<b>3 968,84</b>	3 351,76
<b>Euro/dollar</b>	<b>1,1872</b>	+1,04	+13,33	<b>1,1735</b>	1,0380
<b>Once d'or (USD)</b>	<b>4 928,02</b>	+15,69	+82,63	<b>4 325,17</b>	2 613,95
<b>Pétrole Brent (USD)</b>	<b>70,80</b>	+14,30	-8,33	<b>61,23</b>	74,30
<b>Bitcoin (USD)</b>	<b>82 681,4827</b>	-5,99	-20,97	<b>87 566,4406</b>	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 2025	+0,9 %	+0,2 %	+0,7 %	+2,8 %	+1,5 %
Quatrième trimestre 2025	+0,2 %	0,3 %	0,3	+0,8 %	+0,3 %
Inflation En % décembre 2025	0,7	2,0	1,2	3,0	2,0
Taux de chômage en % - décembre 2025	7,7	3,8	5,6	10,0	6,2
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 % (30/01/2026)	3,427	2,845	3,473	3,218	-

\*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

La lettre Eco de TVI est réalisée par la société Thomas Vendôme Investment (TVI)/

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)