

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

LA LETTRE ÉCO	1
L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
<i>Pour en finir avec l'engorgement administratif</i>	2
HORIZON FRANCE	4
<i>La France à la recherche d'une politique économique !</i>	4
<i>La France face à l'épreuve du vieillissement démographique</i>	6
HORIZON EXTERIEUR	9
<i>Etats-Unis : les limites de la politique économique de Donald Trump</i>	9
<i>« Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème »</i>	13
HORIZON FINANCE	16
<i>Politique monétaire des Etats-Unis : les futurs défis de Kevin Warsh</i>	16
<i>La politique monétaire est un art !</i>	18
AU-DELÀ DE L'HORIZON	20
<i>La défense est un combat !</i>	20
<i>Travail : sa fin est une nouvelle fois annoncée !</i>	22
POINTS DE REPÈRE	26
<i>Europe : le vieillissement démographique en marche</i>	26
<i>L'épée de Damoclès du service de la dette</i>	27
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	29
<i>Les statistiques économiques</i>	30

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

POUR EN FINIR AVEC L'ENGORGEMENT ADMINISTRATIF



Pour expliquer la faiblesse de la croissance française, le chômage structurel élevé, le coût du travail et le niveau des charges sociales sont régulièrement invoqués. Sans contester leur rôle, il serait erroné d'ignorer un facteur plus silencieux mais tout aussi déterminant : l'hypertrophie législative et réglementaire.

La France a toujours assumé un niveau de prélèvements obligatoires parmi les plus élevés des économies développées. Longtemps, cette singularité fut compensée par une productivité dynamique, portée par l'industrialisation, l'innovation et la qualité de la main-d'œuvre. Or, depuis près d'une décennie, la productivité ralentit. L'investissement marque le pas, l'appétence pour le risque s'érode, la capacité d'initiative se fragilise. Cette évolution ne relève pas seulement des cycles économiques ou des mutations technologiques ; elle s'inscrit aussi dans un environnement normatif devenu pesant.

Le stock normatif — c'est-à-dire l'ensemble des dispositions législatives et réglementaires en vigueur — est passé, entre 2002 et 2025, d'environ 280 000 à près de 360 000 articles, soit une progression de 53 % en vingt ans. L'augmentation en volume est encore plus frappante : en nombre de mots, la hausse dépasse 84 %. Les textes ne sont pas seulement plus nombreux ; ils sont plus

longs, plus détaillés, plus prescriptifs. La loi s'est faite bavarde. Elle encadre, précise, anticipe, sécurise — mais au prix d'une complexité croissante.

Cette inflation normative n'est pas neutre économiquement. Selon un rapport parlementaire de 2023, la charge administrative représenterait près de 84 milliards d'euros par an, soit environ 3 % du PIB. Ce coût, direct ou indirect, pèse particulièrement sur les petites et moyennes entreprises, moins armées pour absorber la multiplication des obligations déclaratives, des contrôles et des procédures.

La création de commissions, d'instances consultatives et d'organes de contrôle ajoute des strates successives à des parcours administratifs déjà complexes. Les procédures d'autorisation deviennent parfois kafkaïennes. Le droit de l'urbanisme en fournit une illustration emblématique. L'empilement des documents — plans locaux d'urbanisme, cartes communales, servitudes, règles environnementales — émanant d'autorités multiples, fragilise la lisibilité d'ensemble et accroît l'incertitude juridique.

Pour un projet industriel, la superposition des exigences en matière d'environnement, de sécurité, d'urbanisme et de consultation publique allonge les délais d'instruction et renchérit les coûts. Le formalisme, légitime dans son principe, peut devenir dissuasif dans son accumulation. Pour un dirigeant de PME, l'énergie consacrée à la conformité

est autant de ressources soustraites à l'innovation, au développement commercial ou à l'investissement productif.

Les programmes de simplification engagés ces dernières années témoignent d'une prise de conscience. Mais ils se heurtent à une réalité structurelle : chaque norme répond à un objectif précis, souvent défendu par des intérêts organisés et parfois parfaitement légitime. Le problème ne réside pas tant dans chaque règle prise isolément que dans leur addition, dépourvue de vision d'ensemble. À force d'ajouter des protections successives, le système perd en cohérence et en efficacité.

Les délais observés pour certains projets interrogent. Faut-il qu'une usine mette près d'une décennie à voir le jour ? Que la restructuration d'un immeuble emblématique à Paris exige près de vingt ans ? Plus le droit se complexifie, plus il multiplie les points d'entrée pour les recours. Le contentieux devient un instrument de ralentissement, voire de blocage. Celui qui entreprend supporte la

charge de la justification ; celui qui s'oppose bénéficie du temps.

L'État de droit est un fondement indispensable de la démocratie et de l'économie de marché. Il ne saurait toutefois se transformer en droit à l'immobilité. La question n'est pas de réduire les garanties juridiques, mais d'en encadrer l'exercice, d'en limiter les délais, d'en responsabiliser l'usage. Une économie qui aspire à la croissance et à la réindustrialisation ne peut durablement prospérer dans un environnement où l'initiative se heurte à une inertie procédurale systémique.

L'enjeu n'est pas seulement administratif ; il est culturel et stratégique. Simplifier ne signifie pas déréguler aveuglément, mais restaurer la lisibilité, la proportionnalité et la cohérence de la norme. À défaut, le risque est clair : décourager ceux qui investissent, freiner ceux qui innovent, et transformer la prudence juridique en frein collectif.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

LA FRANCE A LA RECHERCHE D'UNE POLITIQUE ECONOMIQUE !

En matière de politique économique, chacun se sent légitime pour formuler des solutions, un peu comme lorsqu'il s'agit de sélectionner les titulaires de l'équipe de France. Les recettes abondent, les diagnostics se multiplient, mais la mise en œuvre demeure une autre affaire. Les uns imaginent qu'un simple geste budgétaire suffirait à résorber les déficits ; les autres pensent qu'une hausse ciblée des prélèvements, notamment sur les ménages les plus aisés, permettrait d'effacer les déséquilibres. À l'approche de l'échéance de 2027, le risque est grand de voir ressurgir un florilège de promesses séduisantes mais peu opérationnelles. Depuis quatre décennies, les campagnes présidentielles françaises ont souvent ressemblé à des concours d'ingéniosité programmatique où la surenchère l'emporte sur la soutenabilité.

Contrairement à un sentiment largement partagé, l'orientation dominante des politiques publiques depuis une dizaine d'années a consisté à préserver le pouvoir d'achat. Hors années exceptionnelles 2020 et 2023, le revenu disponible brut réel progresse depuis 2015. Cette dynamique tient largement à l'indexation des pensions et des prestations sociales. Les dispositifs tels que la prime pour l'emploi hier ou la prime de partage de la valeur défiscalisée plus récemment s'inscrivent dans cette logique de soutien direct au revenu. Cette stratégie a cependant un

coût : elle a contribué à l'alourdissement des déficits publics. Près de la moitié de l'augmentation de la dette depuis 2017 serait liée au vieillissement démographique. Parallèlement, plusieurs allègements fiscaux ont été accordés, notamment la suppression progressive de la taxe d'habitation ou de la contribution à l'audiovisuel public.

Cette priorité redistributive s'accompagne d'un rapport ambivalent au travail. Le taux d'emploi a certes progressé entre 2016 et 2024, passant de 65 % à 69,5 % (hors période sanitaire), mais il marque le pas depuis la mi-2025. La suspension de la réforme des retraites jusqu'en 2027 n'incite pas à une augmentation rapide de l'activité des seniors. Par ailleurs, le niveau moyen de qualification demeure insuffisant pour générer des gains de productivité élevés. Entre 2017 et 2025, la productivité française a reculé, avant d'enregistrer un léger redressement en 2025, lié essentiellement à des ajustements d'effectifs. Sur longue période, l'écart se creuse : entre 2002 et 2025, la productivité a progressé de 35 % aux États-Unis, de 15 % dans la zone euro et d'à peine 10 % en France.

Face à la dérive des comptes publics, la réponse privilégiée depuis 2024 a consisté à accroître la contribution des entreprises. Une surtaxe sur l'impôt sur les sociétés visant les 300 plus grandes entreprises, pour un rendement estimé

à 7,5 milliards d'euros, a été instaurée. La trajectoire de suppression de la CVAE a été interrompue. Quant au programme France 2030, destiné à soutenir l'innovation et les filières d'avenir, il a été revu à la baisse.

Or, les expériences étrangères montrent que les redressements durables reposent sur d'autres leviers. Le Canada, la Suède, la Nouvelle-Zélande, le Portugal, la Grèce ou encore l'Italie ont engagé des réductions structurelles de dépenses publiques. Les prestations sociales ont été désindexées, parfois réduites, et les aides sectorielles rationalisées. La France demeure, au sein de l'OCDE, le pays où la part des dépenses sociales est la plus élevée, autour d'un tiers du PIB, soit environ quatre points au-dessus de la moyenne. Les dépenses publiques de retraite représentent 14 % du PIB, contre 12 % dans la zone euro. Pour la santé, l'écart atteint également deux points de PIB. Dans le même temps, une part croissante de la population estime que la qualité du système de soins se dégrade. Le diagnostic est connu, mais l'accord sur les remèdes fait défaut. Les tentatives de désindexation des pensions avancées par Michel Barnier ou François Bayrou ont contribué à fragiliser leurs majorités respectives. Chaque secteur défend ses dispositifs spécifiques avec constance et efficacité.

Le redressement durable des finances publiques suppose un surcroît de croissance. L'Espagne, le Portugal ou le Canada ont misé sur l'augmentation du taux d'emploi et du volume de travail. En France, ce débat demeure sensible. La proposition de supprimer deux jours fériés a été rejetée par environ 80 % des

Français. Depuis 2001, la durée légale du travail n'a pas été remise en cause, même si des aménagements ont atténué les effets des 35 heures, principalement au bénéfice des grandes entreprises. Le relèvement de l'âge légal à 65 ans favoriserait mécaniquement le taux d'emploi, mais peu de candidats semblent prêts à l'assumer en 2027. Chez les 60-64 ans, le taux d'emploi atteint 68 à 70 % aux Pays-Bas, en Finlande, en Suède ou en Allemagne, contre environ 45 % en France.

Parallèlement, l'économie française requiert un effort accru d'investissement et de recherche. Pourtant, l'idée d'une taxation renforcée du capital recueille un écho significatif dans l'opinion. Les impôts de production, qui représentent près de 3 % du PIB en France contre 0,9 % en Allemagne, pénalisent la compétitivité industrielle.

Un véritable redressement passerait par un choc de concurrence et d'efficacité. Celui-ci impliquerait une remise en cause de situations acquises et de positions protégées, exercice toujours délicat dans un pays attaché à l'égalité. L'effort devrait être partagé. Une stratégie cohérente consisterait à élargir les assiettes fiscales tout en abaissant les taux, en supprimant niches et régimes dérogatoires en contrepartie d'une fiscalité plus lisible et plus faible. S'agissant des charges sociales, la disparition des dispositifs d'exonération liés aux bas salaires pourrait s'accompagner d'une refonte des cotisations, avec l'introduction d'un abattement sur les premiers 500 à 1 000 euros de salaire (hors temps partiel) afin

d'atténuer les effets de seuil et d'introduire une légère progressivité.

Enfin, la question du logement pèse directement sur le pouvoir d'achat. Pour les moins de 35 ans, les dépenses de logement absorbent plus de 30 % du budget. Lever les contraintes pesant sur la construction, libérer du foncier et encadrer dans le temps les recours contre les permis de construire contribueraient à relancer l'offre. Une modernisation industrielle du bâtiment,

fondée sur la préfabrication et l'optimisation des procédés, permettrait également d'accroître la productivité du secteur.

Au total, le redressement ne relève ni de l'incantation ni du coup de force fiscal. Il suppose cohérence, constance et capacité à affronter les rigidités accumulées. Les marges existent, mais elles exigent un cap clair et une volonté politique à la hauteur des enjeux.

LA FRANCE FACE A L'ÉPREUVE DU VIEILLISSEMENT DEMOGRAPHIQUE

En 2024, la dépense publique poursuit sa progression. Elle augmente de 4,0 % en valeur, soit 64 milliards d'euros supplémentaires, pour atteindre 1 672 milliards d'euros. Son poids dans la richesse nationale demeure stable à 57 % du PIB, comme en 2023. Cette stabilité du ratio pourrait laisser croire à une forme d'équilibre. Elle dissimule en réalité une dynamique moins favorable : la dépense croît plus rapidement que le PIB nominal, qui n'augmente que de 3,3 %. L'écart, même modeste, traduit un effet ciseau persistant entre la croissance de l'activité et celle des engagements publics.

Cette évolution ne constitue pas une rupture. Depuis une décennie, la composition des dépenses change peu, mais leur volume continue d'augmenter. Vieillesse de la population, inflation et montée en charge du service de la dette alimentent mécaniquement cette progression.

La protection sociale, premier déterminant de la hausse

Avec 693 milliards d'euros, la protection sociale représente 41 % de l'ensemble des dépenses publiques. En 2024, elle progresse de 35 milliards d'euros (+5,3 %) et explique à elle seule 2,2 points de la hausse globale, dont 1,4 point pour les seules retraites.

Les pensions augmentent de 6,2 %, soit 23 milliards d'euros supplémentaires. L'essentiel de cette hausse provient des mécanismes d'indexation : +5,3 % pour les régimes de base au 1er janvier 2024, auxquels s'ajoute l'effet en année pleine de la revalorisation de 4,9 % décidée fin 2023 pour les régimes complémentaires. Les pensions de réversion et allocations de veuvage contribuent à hauteur de 2 milliards d'euros additionnels.

Sur dix ans, les dépenses de protection sociale ont progressé de 165 milliards d'euros. Pourtant, leur part dans le PIB recule de 0,8 point. Cette évolution souligne que l'augmentation en valeur

ne s'est pas traduite par un renforcement relatif, mais s'inscrit dans le rythme de la croissance nominale.

Des dépenses de santé durablement élevées

Les dépenses de santé atteignent 261 milliards d'euros, en hausse de 11 milliards (+4,6 %). Elles représentent désormais 16 % de la dépense publique totale, une proportion stable depuis 2023 mais supérieure de 1,3 point à celle observée il y a dix ans. La crise sanitaire a laissé une empreinte budgétaire durable.

L'hôpital public concentre 109 milliards d'euros, soit 6 milliards de plus qu'en 2023. Cette progression est principalement liée aux rémunérations (+2 milliards) et aux achats (+2 milliards). Les soins de ville augmentent de 4 milliards d'euros, sous l'effet conjugué de la hausse des volumes et des revalorisations tarifaires, notamment celle portant la consultation de médecine générale à 30 euros à la fin de 2024. Les remboursements de biens médicaux progressent de 5 %, tirés par le développement des traitements innovants.

La santé confirme ainsi son caractère structurellement expansif, sous l'effet combiné de la démographie, des revendications salariales et du progrès technologique.

Enseignement et défense : des dynamiques différenciées

Les dépenses d'enseignement atteignent 149 milliards d'euros, en progression de 7 milliards (+5,0 %).

Cette hausse est principalement imputable aux revalorisations salariales des enseignants. Leur part dans l'ensemble des dépenses publiques reste stable à 9 %, mais leur évolution dépend étroitement des décisions relatives aux rémunérations publiques.

La défense s'établit à 54 milliards d'euros, soit 3 milliards de plus qu'en 2023. Depuis 2021, les crédits militaires augmentent en moyenne de 7,8 % par an, contre 2,7 % entre 2014 et 2021. La loi de programmation militaire imprime ainsi une trajectoire nettement plus dynamique. La part des dépenses militaires atteint 1,9 % du PIB, inscrivant la défense parmi les rares fonctions publiques dont le poids relatif progresse clairement.

La charge de la dette, source croissante de rigidité

Les services généraux des administrations publiques augmentent de 6 milliards d'euros. Cette évolution provient principalement du service de la dette, dont le coût bondit de 13,8 % pour atteindre 60 milliards d'euros. La remontée des taux d'intérêt, conjuguée au stock élevé de dette accumulée, alourdit mécaniquement la facture. À court terme, cette charge est peu compressible, ce qui accentue la rigidité budgétaire.

Le recul ponctuel des dépenses économiques

À l'inverse, les dépenses consacrées aux affaires économiques diminuent de 12 milliards d'euros. Cette contraction tient presque exclusivement à la disparition progressive du bouclier tarifaire sur

l'électricité (-14 milliards). Elle atténue temporairement la progression globale des dépenses, mais correspond à l'extinction d'un dispositif exceptionnel plutôt qu'à une inflexion structurelle de la politique économique.

Une structure budgétaire fortement contrainte

Les prestations sociales en espèces représentent 562 milliards d'euros en 2024. Elles constituent le noyau dur des finances publiques. Les marges de manœuvre apparaissent étroites : la plupart des hausses résultent de mécanismes automatiques —

indexation, évolutions démographiques, variations de taux d'intérêt — tandis que les dépenses véritablement discrétionnaires pèsent relativement peu.

Au total, la photographie des comptes publics confirme une tendance lourde : la trajectoire budgétaire française est dominée par des déterminants structurels qui échappent largement aux ajustements conjoncturels. Cette inertie réduit la capacité d'adaptation des finances publiques face aux chocs futurs et complique toute stratégie de redressement rapide.

HORIZON EXTERIEUR

ETATS-UNIS : LES LIMITES DE LA POLITIQUE ECONOMIQUE DE DONALD TRUMP

À neuf mois des élections de mi-mandat, le climat politique se tend pour Donald Trump. Les enquêtes d'opinion récentes traduisent un affaiblissement du soutien à son administration. Une majorité d'Américains exprime désormais sa désapprobation, et même au sein de l'électorat républicain, des interrogations émergent. Deux préoccupations dominent nettement : l'évolution des prix et la situation de l'emploi.

Selon le sondage YouGov réalisé pour The Economist, seuls 38 % des Américains approuvent la politique conduite depuis janvier 2025, tandis que 56 % la désapprouvent. Cette situation contraste avec les engagements pris durant la campagne présidentielle. Donald Trump avait fondé une large part de son discours sur l'amélioration du pouvoir d'achat, en particulier pour les ménages modestes. Or, les résultats tardent à se matérialiser. En 2024, 50 % des Américains disposant d'un revenu annuel inférieur à 50 000 dollars avaient voté pour lui, contre 36 % seulement en faveur des candidats républicains lors des cycles précédents. De même, 64 % des électeurs blancs sans diplôme universitaire lui avaient accordé leur suffrage, selon les données relayées par le Financial Times. Ce socle électoral montre aujourd'hui des signes de fragilité.

Le « One Big Beautiful Bill Act » (OBBBA), adopté par la Chambre des représentants puis par le Sénat en juillet, contribue à cette tension. Le texte prévoit une réduction des crédits consacrés à Medicaid — l'assurance maladie destinée aux ménages à faibles revenus — ainsi qu'au Supplemental Nutrition Assistance Program, qui soutient l'accès à l'alimentation des plus modestes. À terme, 8,6 millions de personnes pourraient perdre leur couverture médicale via Medicaid. Parallèlement, la loi prolonge les baisses d'impôts instaurées par la Tax Cuts and Jobs Act de 2017. Les principaux bénéficiaires de ces allègements fiscaux sont les ménages les plus aisés. Les estimations disponibles indiquent une augmentation de 2,7 % du revenu des 10 % les plus riches, tandis que les 10 % les plus modestes subiraient une diminution de 3,2 %. Dans un pays où les inégalités figurent déjà parmi les plus élevées de l'OCDE, l'OBBBA devrait accentuer les écarts après redistribution.

La politique commerciale menée depuis le début de l'année 2025 a également des effets sensibles. Les droits de douane moyens, calculés sur l'ensemble des importations américaines, sont passés de 2 % en janvier 2025 à 17,5 % avant que la Cour suprême n'en invalide une large partie. D'après les estimations du Budget Lab de l'Université de Yale, cette hausse tarifaire a entraîné une augmentation des prix intérieurs de

1,3 %. En janvier 2026, l'inflation sous-jacente atteignait 3 %, tandis que les anticipations d'inflation à douze mois dépassaient 5 % selon LESG Datastream. La confiance des ménages, elle, se situe à un niveau historiquement bas, inédit depuis plus d'une décennie.

Dans ce contexte, seule la valorisation des marchés financiers a permis un enrichissement tangible depuis le début de 2025. Mais cet effet richesse bénéficie essentiellement aux ménages les plus favorisés. En 2025, les 10 % des ménages les mieux dotés en patrimoine détenaient 50 % des actions et parts de fonds communs de placement ; les 1 % les plus riches en détenaient 40 %. Cette concentration patrimoniale coïncide avec une orientation électorale majoritairement démocrate parmi les détenteurs d'actions depuis une dizaine d'années.

Les conséquences sur la consommation sont nettes. Selon les Federal Reserve Financial Accounts, entre le deuxième trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025, les dépenses en valeur des 10 % des ménages aux revenus les plus élevés ont progressé de 18,7 %, contre seulement 0,5 % pour les 90 % restants. L'économie américaine donne ainsi l'image d'une croissance tirée par le sommet de la distribution des revenus.

Les données du Census Bureau confirment ce découplage. Depuis 2017, les gains de revenu concernent essentiellement les diplômés de l'enseignement supérieur. En 2025, les titulaires d'un Bachelor ou d'un diplôme supérieur ont enregistré une progression salariale de 2,5 %. Pour les diplômés de la high school, la hausse n'est que de 0,5 %, et pour ceux qui ne l'ont pas achevée, elle se limite à 0,1 % (US Bureau of Labor Statistics). La prime au diplôme continue ainsi de s'accroître.

Au total, la politique conduite depuis le début du second mandat apparaît en décalage avec les attentes de l'électorat qui avait porté Donald Trump au pouvoir. La réindustrialisation promise reste difficile à percevoir, le déficit commercial s'est creusé en 2025, le pouvoir d'achat des ménages modestes s'érode et les inégalités s'accroissent.

Symbole de cette économie à deux vitesses, les biens et services de luxe connaissent une envolée spectaculaire. Certaines places de concert, comme celles de Lady Gaga, peuvent dépasser 6 000 dollars. L'Amérique se fracture entre une minorité bénéficiant de l'effet richesse et une majorité confrontée à l'érosion de son pouvoir d'achat. Dans ces conditions, la perspective d'une sanction électorale lors des élections de mi-mandat apparaît, à ce stade, loin d'être improbable.

EUROPE OU COMMENT SORTIR DE L'IMPASSE DE LA FAIBLESSE

L'Union européenne donne aujourd'hui l'image d'un acteur affaibli face aux deux grandes puissances que sont les États-Unis et la Chine. Cette impression contraste pourtant avec la réalité de ses moyens. Par son poids commercial, par sa capacité financière et par la profondeur de son marché intérieur, elle dispose d'instruments considérables. Mais, dans un environnement international marqué par le retour des rapports de force – accentués depuis le retour de Donald Trump à la Maison Blanche – ces atouts sont utilisés avec retenue.

La stratégie américaine repose clairement sur l'arme tarifaire. Les droits de douane servent de levier pour obtenir des concessions : accès élargi au marché américain, dérégulation, relocalisations industrielles ou engagements d'investissement sur le sol des États-Unis. De son côté, la Chine exploite ses avantages structurels, notamment sa position dominante dans les terres rares. Elle assure 69 % de la production mondiale et contrôle 85 % du raffinage des terres rares légères ainsi que 100 % du raffinage des terres rares lourdes, ce qui lui confère un pouvoir stratégique déterminant dans les chaînes de valeur technologiques. D'autres acteurs jouent leur propre partition. Les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite mobilisent leur puissance financière pour peser dans les négociations. L'Arabie saoudite détient environ 150 milliards de dollars de titres du Trésor américain, les Émirats arabes unis 110 milliards. En quinze ans, ces

montants ont doublé, traduisant l'importance croissante de ces placements dans l'équilibre financier des États-Unis.

Dans ce contexte tendu, l'Union européenne a adopté une posture relativement conciliante lors des négociations tarifaires. Pour éviter l'application d'un taux de 25 %, elle a accepté un compromis. L'accord conclu le 21 août 2025 prévoit des droits de douane limités à 15 % – et 50 % pour l'acier et l'aluminium – en échange d'engagements substantiels. L'Union s'est engagée à acheter, d'ici 2028, pour 750 milliards de dollars de gaz naturel et de pétrole américains, ainsi que pour 40 milliards d'euros de microprocesseurs liés à l'intelligence artificielle. Les entreprises européennes ont promis 600 milliards de dollars d'investissements aux États-Unis dans des secteurs jugés stratégiques. L'accord inclut également une augmentation des achats européens de matériel militaire américain, le renoncement à appliquer le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières pour les biens en provenance des États-Unis et la non-application de la directive sur le devoir de vigilance. Enfin, l'Union s'est engagée à ne pas instaurer de nouveaux droits de douane sur les produits américains.

Les États-Unis ont entériné ces concessions, tout en veillant à préserver leurs propres intérêts, notamment en excluant des droits de douane les échanges relevant de l'aéronautique et

des médicaments génériques, deux secteurs où les interdépendances sont particulièrement fortes.

Pourtant, face à Washington et à Pékin, l'Union européenne ne manque pas de leviers. Elle constitue le premier marché commercial au monde. Les entreprises américaines et chinoises tirent une part significative de leur chiffre d'affaires du marché européen. Certes, l'Europe dépend des importations dans certains segments stratégiques, comme les technologies avancées ou les terres rares. Mais la dépendance est réciproque. Les États-Unis, par exemple, sont fortement tributaires des exportations européennes de médicaments et de vaccins. Une interruption brutale de ces flux provoquerait des tensions importantes, faute de solutions de substitution immédiates. Les exportations européennes de produits pharmaceutiques dépassent 10 milliards d'euros par mois. Dans l'aéronautique également, les chaînes de valeur sont profondément intégrées : les constructeurs américains et chinois recourent largement à des sous-traitants européens. La Chine, de son côté, importe en quantité significative des produits agroalimentaires européens, ce qui constitue un autre levier potentiel.

L'Union peut également s'appuyer sur sa position de pourvoyeuse de capitaux. Son excédent courant est largement investi aux États-Unis, contribuant au financement des déficits extérieur et budgétaire américains. Les investisseurs européens détiennent plus de 2 000 milliards de dollars de titres du Trésor américain. Or les États-Unis affichent un

déficit courant supérieur à 2 points de PIB et un déficit public excédant 6 points de PIB, ce qui les rend structurellement dépendants des capitaux étrangers. La modération européenne tient en partie à des considérations sécuritaires. La protection américaine demeure centrale pour de nombreux États membres. L'Allemagne redoute un retrait des quelque 35 000 militaires américains stationnés sur son territoire. La Pologne et les pays frontaliers de la Russie ou de la Biélorussie considèrent la présence américaine comme indispensable à leur sécurité. L'Italie, historiquement proche de Washington, hésite à adopter une ligne de confrontation. Ces divergences internes limitent la capacité de l'Union à adopter une posture unifiée et plus affirmée.

En acceptant des concessions importantes sans mobiliser pleinement ses propres instruments économiques et financiers, l'Union européenne a privilégié la prudence à l'affirmation stratégique. Cette attitude peut se justifier par les contraintes géopolitiques et les impératifs de défense. Elle comporte néanmoins un coût. Elle détourne des flux d'investissement vers les États-Unis, fragilise la compétitivité industrielle européenne et ralentit les ambitions de réindustrialisation du continent.

À mesure que la mondialisation se transforme en espace assumé de rivalités de puissance, la retenue peut devenir un facteur d'érosion. À trop hésiter à exercer son influence, l'Europe risque de voir sa capacité d'action se réduire au moment même où le rapport de force redevient la règle.

« LE DOLLAR EST NOTRE MONNAIE, MAIS C'EST VOTRE PROBLÈME »

« Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème. » La formule de John Connally en 1971, au moment où Richard Nixon mettait fin à la convertibilité du dollar en or, conserve une résonance singulière. Plus d'un demi-siècle plus tard, la question du rôle international du billet vert demeure centrale. Depuis son retour à la Maison-Blanche en janvier 2025, Donald Trump assume une stratégie favorable à l'affaiblissement de la devise américaine. Interrogé le 27 janvier 2026 sur la récente faiblesse du dollar, il affirmait pourtant qu'il « se portait très bien ».

À la fin du mois de janvier, le dollar est tombé à son niveau le plus bas depuis près de quatre ans face à un panier de grandes monnaies. Depuis l'investiture du président, il a perdu environ 12 %. Cette évolution alimente les interrogations sur la trajectoire de la première monnaie mondiale.

Le pari d'un billet vert plus faible

Pour Donald Trump, un dollar moins cher constitue un instrument de politique économique. L'objectif est clair : stimuler les exportations, décourager les importations et réduire un déficit commercial qu'il considère comme un symptôme du déclin industriel américain. Cette logique s'inscrit dans une vision mercantiliste assumée.

Les marchés financiers, toutefois, interprètent cette orientation avec prudence. Certains investisseurs redoutent que la dépréciation ne reflète

pas seulement un ajustement conjoncturel, mais une évolution plus profonde : tensions avec les alliés européens, critiques répétées contre l'indépendance de la Réserve fédérale, affaiblissement des normes institutionnelles. Dans les salles de marché, l'idée d'un recul de « l'exceptionnalisme financier » américain circule de plus en plus ouvertement.

Il serait néanmoins prématuré d'annoncer le crépuscule du dollar. La devise américaine a déjà connu, par le passé, des phases de forte volatilité. Elle demeure, de très loin, la première monnaie de réserve mondiale, représentant environ 60 % des réserves officielles, très au-dessus de l'euro.

La fin du réflexe refuge ?

Un élément nouveau retient toutefois l'attention : l'or semble avoir repris le rôle traditionnel de valeur refuge. Lors des chocs récents — annonces de droits de douane, tensions avec l'Iran — le métal jaune s'est envolé tandis que le dollar reculait. Ce schéma contraste avec les épisodes du début de la pandémie de covid ou de l'invasion de l'Ukraine, au cours desquels la devise américaine s'était appréciée.

Sur un an, l'once d'or a progressé de 75 %, tandis que le dollar a perdu 14 % face à l'euro. Longtemps, la hausse des grands indices boursiers américains attirait les capitaux vers les États-Unis et soutenait le dollar. Cette corrélation paraît aujourd'hui moins mécanique. Les investisseurs restent présents sur les

actifs américains, mais ils s'en prémunissent davantage.

Un dollar encore surévalué

Malgré son recul récent, le dollar n'apparaît pas sous-évalué en ce début d'année 2026. Son taux de change effectif réel — ajusté des différentiels d'inflation — demeure supérieur d'environ 13 % à sa moyenne des trente dernières années. L'indice Big Mac publié par The Economist aboutit à un constat similaire : le billet vert est jugé surévalué par rapport à quarante-neuf des soixante-dix monnaies étudiées.

Cette surévaluation trouve son origine dans les chocs successifs de la crise sanitaire et de la guerre en Ukraine, qui ont plus fortement affecté l'Europe. La correction actuelle ne correspond pas à un effondrement des fondamentaux américains, mais plutôt à un rééquilibrage progressif. D'où la moindre corrélation observée entre le dollar et la valorisation des actifs américains.

La dissociation s'explique également par le recours croissant aux instruments de couverture de change. Les investisseurs internationaux continuent d'acheter des actions et obligations américaines, mais ils neutralisent le risque de change par des swaps, qui fixent dès aujourd'hui un taux applicable à une échéance future. Ils restent exposés aux performances des actifs américains, tout en se protégeant contre une baisse supplémentaire du dollar.

Vers une recomposition monétaire ?

Les anticipations de marché suggèrent que la dépréciation pourrait se poursuivre dans les prochains mois. Une baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale renforcerait cette dynamique. Une interaction pourrait s'installer entre l'extension des couvertures de change et l'assouplissement monétaire, alimentant un mouvement d'affaiblissement supplémentaire.

Certains observateurs avancent l'hypothèse d'une stratégie plus ambitieuse. Donald Trump pourrait chercher à pousser la dépréciation à un niveau suffisamment inconfortable pour les créanciers des États-Unis afin de provoquer des négociations. Dans les premiers mois de son second mandat, son conseiller économique Stephen Miran — depuis nommé à la Réserve fédérale — évoquait l'idée d'un grand accord monétaire international s'inspirant des accords du Plaza de 1985.

Stephen Miran estime que la surévaluation persistante du dollar résulte moins de facteurs économiques traditionnels que de son statut de monnaie de réserve mondiale. Selon lui, un dollar trop fort alimente les déficits extérieurs et accélère la désindustrialisation. Il défend l'idée d'un ajustement coordonné permettant un retour à un niveau jugé « normal ». Pour ce faire, il propose de réduire fortement les taux directeurs et de limiter l'indépendance de la banque centrale. En 2025, les taux américains étaient près de deux fois supérieurs à ceux de la Banque centrale européenne, ce qui

attirait les capitaux et soutenait mécaniquement le dollar.

Stephen Miran a également avancé une proposition plus controversée : inciter, voire contraindre, certains partenaires à acquérir des titres publics américains faiblement rémunérés, en contrepartie des bénéfices procurés par le statut international du dollar et de la protection militaire américaine. Si cette option n'a pas été activée, elle n'est pas totalement exclue. Une chute plus marquée du dollar pourrait inciter Européens et Japonais à négocier un accord de stabilisation assorti de concessions financières.

Une monnaie dominante mais plus incontestée

Le dollar ne disparaîtra pas du jour au lendemain. Il conserve des avantages structurels majeurs : profondeur des marchés financiers américains, liquidité incomparable, rôle central dans les échanges internationaux. Toutefois, il n'est plus perçu comme intangible.

En devenant un instrument assumé de stratégie économique et géopolitique, le dollar s'éloigne progressivement de son statut de bien public mondial. Or la domination monétaire repose avant tout sur la confiance. Les grandes devises ne s'effondrent pas brutalement ; elles s'étiolent lorsque la crédibilité institutionnelle cède durablement le pas aux considérations politiques. L'histoire montre que la puissance monétaire s'érode lentement, à mesure que s'installe le doute.

HORIZON FINANCE

POLITIQUE MONÉTAIRE DES ÉTATS-UNIS : LES FUTURS DÉFIS DE KEVIN WARSH

La confiance, notamment celle que nous accordent les partenaires étrangers, est une plante délicate. » En 1961, William Treiber, membre de la Réserve fédérale américaine, mettait en garde ses collègues du comité de politique monétaire : la crédibilité internationale du dollar exige une vigilance constante. Il soulignait la nécessité d'une conduite irréprochable des politiques budgétaires et monétaires afin de ne fournir aucun prétexte à ceux qui, à l'extérieur, pourraient douter de la solidité de la devise américaine.

Plus de soixante ans plus tard, cet avertissement conserve toute son actualité. La Réserve fédérale et le département du Trésor demeurent les garants de la stabilité du dollar, tant sur le plan intérieur qu'international. La probable nomination de Kevin Warsh à la présidence de la Fed — sous réserve de sa confirmation par le Sénat — marquera un tournant. Il succéderait à Jerome Powell au mois de mai. Les marchés de change ont déjà intégré cette perspective. Malgré des déclarations récentes plus conciliantes, ses prises de position passées en faveur de taux d'intérêt élevés ont contribué à freiner la dépréciation du billet vert, qui a néanmoins perdu près de 10 % depuis le début de 2025 face aux principales devises.

La force du dollar et la crédibilité globale des États-Unis ne se confondent pas, mais elles s'alimentent mutuellement.

L'attractivité du pays pour les capitaux internationaux repose en partie sur la stabilité et la réputation de sa monnaie. Or Kevin Warsh prendra ses fonctions dans un environnement plus incertain pour les actifs libellés en dollars. Les tensions diplomatiques avec certains alliés et la remise en cause par Donald Trump de plusieurs décennies de libéralisation commerciale ont contribué à alimenter ce climat.

En quinze ans, la nature des investissements étrangers aux États-Unis s'est profondément modifiée. Lors du précédent passage de Kevin Warsh au conseil des gouverneurs de la Fed, la détention d'actifs sûrs dominait. Désormais, les flux se concentrent davantage sur les actifs risqués, ce qui rend le dollar plus sensible à une éventuelle sous-performance américaine ou à une perception de laxisme dans la conduite des politiques publiques.

Le recul relatif du dollar dans les réserves officielles

La diminution de la part du dollar dans les réserves de change mondiales est fréquemment interprétée comme le signe d'un affaiblissement de son statut international. Cette part est passée de 72 % en 1999 à environ 57 % aujourd'hui. Depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, plusieurs économies émergentes ont réduit leur exposition à la devise américaine au

profit de l'or, de l'euro, du dollar australien, du dollar canadien ou du yen.

Il convient toutefois de relativiser cette évolution. Le dollar demeure, de loin, la première monnaie de réserve, l'euro représentant environ 22 %. En outre, les réserves officielles constituent une fraction de plus en plus réduite de la demande étrangère de dollars. Il y a dix-sept ans, les titres détenus par des banques centrales et des gouvernements étrangers représentaient près de 38 % des investissements de portefeuille aux États-Unis. À l'époque, l'attention se focalisait sur les plus de 1 000 milliards de dollars de bons du Trésor détenus par des institutions chinoises. Aujourd'hui, les détentions souveraines ne représentent plus que 13 % des portefeuilles étrangers investis aux États-Unis, un niveau historiquement bas.

L'essor des placements risqués

Sous la présidence de Jerome Powell, les capitaux internationaux se sont orientés massivement vers les actifs à rendement élevé. La part des actions dans les avoirs américains détenus par des non-résidents a presque triplé en moins de vingt ans : de 21 % au lendemain de la crise financière mondiale à 58 % au début de 2026.

La rentabilité élevée des entreprises américaines et la montée en puissance des valeurs technologiques ont nourri cette dynamique. Elle comporte néanmoins des fragilités. Les inquiétudes relatives à une possible bulle liée à l'intelligence artificielle se multiplient. En 2025, les actions

américaines ont enregistré une performance inférieure de cinq points de pourcentage à celle des marchés mondiaux, l'écart le plus important depuis 2009. Les titres des « Magnificent 7 » évoluent sans réelle progression depuis plusieurs mois.

Face à la perspective d'une phase prolongée de sous-performance, certains investisseurs réallouent leurs portefeuilles vers le Japon ou la Corée du Sud. Par le passé, des doutes sur la conjoncture américaine auraient favorisé un report vers les obligations du Trésor. Mais l'impression de désordre politique et les interrogations sur l'indépendance de la Fed ont conduit une partie des investisseurs à réduire leur exposition aux Treasuries.

Ainsi, la baisse des marchés actions ne s'accompagne plus automatiquement d'une détente des taux souverains américains. Le risque de change devient un facteur déterminant des décisions d'investissement, et les stratégies de couverture se généralisent.

Des différentiels de rendement moins favorables

La recomposition des flux de capitaux s'explique aussi par l'évolution des rendements internationaux. Le rendement moyen des obligations souveraines des pays du G7 hors États-Unis a atteint 2,8 %, son plus haut niveau depuis 2008. L'écart avec les Treasuries s'est réduit : de 2,2 points fin 2024 à 1,2 point aujourd'hui. Les épisodes de faiblesse du dollar ne constituent pas une nouveauté. Entre 2002 et 2008, après l'écroulement de la bulle internet, les actions américaines

avaient sous-performé les marchés européens et plusieurs économies émergentes. Le dollar avait alors perdu environ 40 %. La correction fut marquée mais temporaire : l'attractivité des actifs américains s'était ensuite rétablie.

L'incertitude Warsh

Pour nombre d'opérateurs, l'arrivée de Kevin Warsh à la tête de la Fed ouvre une période d'incertitude accrue. Réputé « faucon » sur le plan monétaire, il a récemment adopté un ton plus accommodant, en phase avec l'orientation présidentielle. Favorable à une réduction du bilan de la Fed, il apparaît également plus sensible aux considérations politiques que certains de ses prédécesseurs. La nature exacte de ses relations avec Donald Trump et le degré d'influence que l'exécutif exercera sur la politique monétaire ne pourront être évalués qu'à l'épreuve des

faits. À court terme, le système financier mondial reste structuré autour du dollar. Aucun concurrent crédible ne s'impose. Toutefois, la demande de devise américaine peut s'effriter sans qu'un rival unique n'émerge. L'affaiblissement progressif du rôle de valeur refuge des États-Unis, combiné aux interrogations sur l'autonomie de leur banque centrale, signifie que l'attrait du dollar dépend de plus en plus du rendement offert par les actifs américains.

Comme le rappelait Kevin Warsh en 2010, au plus fort de la crise des dettes souveraines européennes : le statut de monnaie de réserve procure des avantages considérables, mais il ne constitue pas un privilège immuable. Il doit être continuellement justifié. L'histoire monétaire enseigne que la suprématie ne s'efface pas d'un coup ; elle se fissure lorsque la confiance s'émousse.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST UN ART !

Conduire une politique monétaire relève d'un exercice d'équilibriste. Les banques centrales doivent intégrer une multitude de paramètres internes et internationaux, souvent contradictoires. Pour la zone euro, la difficulté est accrue par l'absence d'un véritable État fédéral et par l'hétérogénéité économique et sociale des pays membres. En ce début d'année, la Banque centrale européenne fait face à une double fragmentation : celle des dynamiques d'inflation entre secteurs et celle des trajectoires de prix entre États.

La divergence sectorielle complique la lecture du phénomène inflationniste. Si l'on s'en tient à l'indice global, la

situation semble offrir une marge d'assouplissement : en janvier, l'inflation s'établit à 1,7 %, soit en dessous de l'objectif de 2 %, alors que le taux de dépôt est fixé à 2 %. En apparence, la BCE disposerait donc d'un espace pour réduire ses taux.

Mais cette moyenne masque de fortes disparités. L'inflation sous-jacente — hors énergie et alimentation — atteint 2,2 %. Les prix de l'énergie reculent de 4,2 % sur un an, tandis que ceux des produits industriels n'augmentent que de 0,4 %. À l'inverse, les services enregistrent une progression de 3,2 %. Depuis 2024, l'écart entre l'évolution

des prix des services et celle des biens industriels dépasse deux points.

Cette dissociation traduit des forces structurelles différentes. Les biens industriels subissent la concurrence internationale, la faiblesse persistante de l'activité manufacturière européenne et les effets d'un euro apprécié. Les services, en revanche, sont portés par la progression des salaires, par une demande soutenue – en partie liée au vieillissement démographique – et par des gains de productivité limités. Le salaire nominal progresse d'environ 4 % par an dans la zone euro, sous l'effet de tensions sur le marché du travail accentuées par les pénuries de main-d'œuvre. Parallèlement, la productivité européenne recule depuis 2017, ce qui nourrit des pressions sur les coûts.

À ces divergences sectorielles s'ajoutent des écarts nationaux. En janvier, l'inflation annuelle s'établit à 0,4 % en France, 1,0 % en Italie, 2,1 % en Allemagne et 2,5 % en Espagne. La France connaît depuis près d'un an une dynamique particulièrement modérée, reflet d'une progression salariale contenue et d'une activité de services atone.

Ces contrastes placent la BCE face à une équation délicate. La vigueur persistante des prix dans les services pourrait l'inciter à différer une nouvelle baisse des taux directeurs, de crainte d'entretenir des tensions inflationnistes domestiques. À l'inverse, les pays où l'inflation est très faible risquent de se trouver confrontés à des taux d'intérêt réels élevés. En France, par exemple, le taux réel avoisine 3 points, un niveau

susceptible de freiner l'investissement et d'alourdir la charge des finances publiques.

La Banque centrale européenne doit également composer avec l'environnement monétaire international. Même si elle affirme ne pas cibler le taux de change, elle ne peut ignorer son influence. Depuis un an, la baisse des taux américains et les incertitudes entourant la politique économique de Donald Trump ont favorisé une appréciation de l'euro supérieure à 13 %. Un euro fort exerce une pression désinflationniste supplémentaire, tout en pesant sur la compétitivité des exportateurs européens. Dans ce contexte, de nouvelles réductions des taux directeurs de la Réserve fédérale pourraient accentuer les pressions sur la BCE pour qu'elle suive le mouvement. La politique monétaire européenne se trouve ainsi prise entre des forces opposées : soutenir les économies les plus fragiles sans raviver les tensions dans les secteurs où l'inflation demeure élevée, préserver la crédibilité de l'objectif de stabilité des prix tout en évitant un durcissement excessif des conditions financières.

La décision relève moins d'une règle mécanique que d'un dosage fin. Dans une union monétaire hétérogène, chaque mouvement de taux redessine l'équilibre entre les États membres. Plus que jamais, la BCE doit arbitrer entre stabilité interne et cohérence externe, dans un environnement où les divergences économiques se combinent aux recompositions géopolitiques.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

LA DEFENSE EST UN COMBAT !

Depuis près de dix ans, le projet d'un avion de combat de sixième génération, le Future Combat Air System (FCAS), occupe les chancelleries européennes. Initié par Emmanuel Macron et Angela Merkel en 2017, ce projet devait représenter un investissement de plusieurs dizaines de milliards d'euros. Face aux menaces russes et aux craintes d'un désengagement américain, il était considéré comme prioritaire. La hausse des budgets de défense en Europe aurait dû en faciliter la réalisation, mais le projet semble aujourd'hui condamné au vu des dernières déclarations des autorités allemandes prenant acte d'un désaccord marqué entre Dassault et Airbus. Les premiers en appelle à un arbitrage de l'Etat en France.

Le FCAS était présenté comme l'occasion pour l'Europe de renforcer sa puissance aérienne, après l'échec du développement d'une alternative au F-35 américain de cinquième génération. Le programme ne se limite pas à l'avion lui-même, destiné à remplacer le Rafale français et l'Eurofighter Typhoon utilisé par l'Allemagne et l'Espagne. Il comprend également le développement d'un essaim de drones autonomes destinés à appuyer le chasseur, ainsi qu'un « cloud de combat » chargé d'assurer l'interconnexion de l'ensemble des systèmes.

Les coopérations sont rares dans le domaine de l'armement et ont toujours donné lieu à d'importantes difficultés.

La réalisation de l'avion de transport militaire A400M par Airbus a été émaillée de nombreuses crises. Néanmoins, celui-ci est désormais plébiscité par les armées européennes. Le projet FCAS n'est pas le seul à être encalminé. En octobre dernier, la France s'est retirée d'un programme de drones de 7 milliards d'euros associant Airbus, Dassault et l'italien Leonardo. Les désaccords franco-allemands ont également retardé de plusieurs années un projet de nouveau char de combat. Quant à un programme franco-allemand d'avion de patrouille maritime, il a échoué en 2021 lorsque Berlin a opté pour un appareil américain.

Le FCAS s'est enlisé en raison de querelles sur le partage des tâches. Le schéma initial prévoyait que Dassault, constructeur du Rafale, pilote le développement du chasseur. Airbus, déjà partenaire dans l'Eurofighter, devait prendre en charge le « cloud de combat » et les drones d'accompagnement, l'entreprise espagnole Indra devant se concentrer sur les capteurs. Français et Allemands divergent sur la gouvernance du projet. « Je n'accepterai pas que trois personnes autour d'une table décident de tous les aspects techniques », déclarait en septembre Éric Trappier, président de Dassault Aviation. Pour Dassault, le maître d'œuvre doit trancher. Pour Berlin, qui dispose d'une pratique de la concertation plus marquée que celle des Français, le projet

doit donner lieu à un partage des pouvoirs avec pour objectif le développement de compétences industrielles nationales. Or, l'industriel français refuse en particulier de transférer sa propriété intellectuelle à Airbus. Selon une source interne, d'autres grands groupes français impliqués dans le FCAS adopteraient une position similaire. Les Allemands se disent désormais prêts à quitter le programme. Le chancelier Friedrich Merz a reconnu que les armées allemande et française n'avaient pas les mêmes besoins en matière d'avions de chasse. La France met en avant la nécessité d'une version navale capable d'opérer depuis un porte-avions et d'emporter des charges nucléaires.

À défaut d'un accord avec la France, l'Allemagne pourrait se rapprocher du Royaume-Uni, de l'Italie et du Japon qui, depuis décembre 2022, participent au projet de « Global Combat Air Programme » (GCAP). Ce projet suit son cours sans difficultés majeures, les trois États ayant opté pour une gouvernance centralisée et équilibrée au travers d'une société commune, baptisée « Edgewing ». Celle-ci rassemble l'industriel britannique BAE Systems, l'italien Leonardo et le japonais Japan Aircraft Industrial Enhancement. Elle est opérationnelle depuis juin 2025 et espère faire voler son premier démonstrateur avant 2027, pour une entrée en service en 2035, soit cinq ans avant le SCAF. Compte tenu du coût du programme, l'arrivée de l'Allemagne constituerait une aubaine. Une participation de l'Arabie saoudite est également envisagée. Néanmoins, l'intégration de l'Allemagne serait complexe, le projet étant déjà fortement

avancé avec une répartition précise des missions entre les entreprises participantes. Rolls-Royce (Royaume-Uni), IHI (Japon) et Avio Aero (Italie) collaborent ainsi à la conception et au développement des systèmes de propulsion. Leonardo (Italie et Royaume-Uni), Mitsubishi Electric (Japon) et ELT Group (Italie) développent les instruments de détection et d'effets non cinétiques, ainsi que les communications intégrées.

Jusqu'à présent, l'enjeu politique a sauvé le projet d'avion franco-allemand. Si la Chancellerie à Berlin estime désormais que ce projet nuit à ses intérêts, elle pourrait confirmer rapidement son abandon. Les Allemands considèrent que la France fera des concessions au dernier moment en raison de ses difficultés budgétaires qui l'empêchent de faire cavalier seul. Avec un budget de défense allemand appelé à presque doubler dans les trois prochaines années, Airbus pourrait décider d'avancer sans les Français. L'industriel allemand privilégierait un avion plus lourd que celui imaginé par Dassault, lequel souhaite un appareil apte à opérer depuis un porte-avions. Airbus pourrait également s'associer au suédois Saab, constructeur du Gripen, dont l'intérêt pour le projet concurrent mené par le Royaume-Uni, l'Italie et le Japon semble s'être émoussé. En dépit des discours sur la réduction de la fragmentation industrielle européenne, le continent pourrait ainsi se retrouver avec trois, voire quatre chasseurs de sixième génération différents, ce qui constituerait un réel échec. En l'état actuel, et malgré les déclarations d'Emmanuel Macron, seul le « cloud de

combat » commun aux armées européennes pourrait survivre.

Deux autres initiatives européennes apparaissent toutefois plus solides. L'European Long-Range Strike Approach (ELSA), lancée en 2024, concerne le développement de missiles balistiques et de croisière. Elle réunit sept partenaires : la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, la Pologne, la Suède et le Royaume-Uni. L'European Sky Shield Initiative (ESSI), lancée en 2022 sous impulsion allemande, constitue un programme d'achats groupés de systèmes de défense aérienne auquel participent plus de vingt pays. Ces projets sont moins ambitieux que le FCAS. ELSA fonctionne comme une coalition souple favorisant des coopérations bilatérales ou trilatérales. La France, l'Italie et le Royaume-Uni développent un missile de croisière furtif, tandis que l'Allemagne travaille

avec la Suède à une version plus puissante du missile Taurus. L'ESSI adopte une approche différente : il s'agit d'acquérir des systèmes disponibles sur étagère pour répondre à des besoins identifiés — équipements européens pour les capacités de courte et moyenne portée, systèmes américains Patriot et intercepteurs israéliens Arrow pour la longue portée. La France n'y participe pas, considérant que l'Europe ne devrait pas dépendre de systèmes américains, même si le développement d'alternatives européennes exige davantage de temps. De nombreux pays européens estiment que la mutualisation des achats de matériels existants est préférable à des programmes conjoints complexes de développement. Paradoxalement, l'augmentation des budgets militaires incite les États européens à coopérer davantage.

TRAVAIL : SA FIN EST UNE NOUVELLE FOIS ANNONCÉE !

Depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022, l'intelligence artificielle s'est imposée dans le quotidien de centaines de millions d'utilisateurs. Là où les internautes se tournaient auparavant vers un moteur de recherche pour résoudre leurs interrogations, ils sollicitent désormais un agent conversationnel capable de produire, en quelques secondes, une réponse argumentée. L'IA endosse successivement le rôle d'assistant administratif, de conseiller juridique, de technicien, de praticien virtuel ou même de confident. Les entreprises, elles aussi, l'intègrent progressivement dans

leurs processus, qu'il s'agisse de gestion, d'analyse ou de création.

Si l'adoption par le grand public est rapide et massive, le monde du travail observe cette évolution avec davantage d'inquiétude. Kristalina Georgieva, directrice générale du Fonds monétaire international, souligne l'ampleur des transformations à venir sur le marché de l'emploi. Jamie Dimon, à la tête de JPMorgan Chase, évoque des réductions d'effectifs possibles. Dario Amodi, dirigeant d'Anthropic, estime que les technologies développées par son entreprise pourraient supprimer « la moitié des emplois de cols blancs

débutants ». La perspective d'une rupture majeure nourrit les craintes.

Pourtant, l'histoire économique invite à la prudence. Chaque grande mutation technologique a ravivé la crainte d'une disparition massive du travail humain. À chaque fois, ces anticipations se sont révélées excessives. Le travail ne disparaît pas ; il change de forme.

Des révolutions productives toujours ambivalentes

Au début du XIX^e siècle, la mécanisation du textile britannique déclenche le mouvement luddite. Les artisans, confrontés à la chute de leurs revenus, détruisent les métiers mécaniques. Entre 1780 et 1830, la productivité dans le textile est multipliée par près de cinq et le prix du fil de coton s'effondre de plus de 90 %. Les salaires des tisserands stagnent ou reculent. Plus de 1 000 machines sont détruites entre 1811 et 1813 ; 12 000 soldats sont mobilisés ; la destruction de machines devient passible de la peine de mort en 1812.

Pourtant, à l'échelle de l'économie britannique, l'emploi industriel progresse. La population active passe d'environ 5 millions en 1801 à plus de 9 millions en 1851. Les gains salariaux interviennent plus tard, avec la montée du syndicalisme et la diffusion des bénéfices de la croissance.

La seconde révolution industrielle, à la fin du XIX^e siècle, suscite également des tensions. L'électricité, la chaîne de montage et la production de masse bouleversent l'organisation du travail. Aux États-Unis, la productivité industrielle double entre 1890 et 1920.

L'emploi agricole recule fortement, passant de 41 % à 27 % de la population active. Les grandes grèves de 1877, 1894 ou 1919 témoignent des résistances sociales. Malgré ces tensions, le revenu réel par habitant dans les économies industrialisées augmente d'environ 80 % entre 1870 et 1913, et l'emploi salarié se développe dans l'industrie lourde, les transports et les services urbains.

La révolution informatique à partir des années 1970 ravive les mêmes inquiétudes. Aux États-Unis, l'emploi manufacturier diminue de près de 7 millions de postes entre 1979 et 2010. Pourtant, sur la même période, plus de 40 millions d'emplois nets sont créés, essentiellement dans les services. L'emploi tertiaire dépasse 80 % de la population active et le PIB réel par habitant est multiplié par plus de deux. La transformation numérique entraîne une polarisation : hausse des emplois qualifiés, recul des postes intermédiaires. Les peurs sociales persistent malgré un solde positif d'emplois.

L'IA : ampleur des effets et réalités observées

L'intelligence artificielle pourrait affecter une part importante des emplois tertiaires. Selon l'Organisation internationale du travail, près de 40 % des postes dans le monde pourraient être concernés, sans pour autant disparaître. L'OCDE estime que 9 à 14 % des emplois dans les pays développés sont fortement automatisables et qu'environ 30 % connaîtront une transformation substantielle des tâches.

Les pertes éventuelles sont concentrées et visibles ; les créations sont diffuses et progressives. Depuis fin 2022, les États-Unis ont créé environ trois millions d'emplois de cols blancs. Les emplois ouvriers sont restés stables. Certaines professions supposées vulnérables progressent : +7 % de développeurs informatiques en trois ans, +10 % de radiologues, +21 % de juristes assistants. Le ralentissement observé dans certains recrutements débutants semble davantage lié à l'incertitude macroéconomique qu'à l'IA elle-même. En France, l'APEC constate une hausse des offres destinées aux cadres.

Les rémunérations ne se contractent pas. Aux États-Unis, depuis fin 2022, les salaires réels dans les services professionnels ont progressé de 5 %, ceux des employés administratifs de 9 %. Les cadres perçoivent environ un tiers de plus que les ouvriers, un écart près de trois fois supérieur à celui des années 1980. L'IA n'a donc pas, à ce stade, effacé la prime salariale associée aux fonctions tertiaires.

Un parallèle avec l'essor informatique

En 1982, Wassily Leontief annonçait une transformation radicale du rapport entre l'homme et la machine. Les ordinateurs allaient prendre en charge des tâches intellectuelles de plus en plus complexes. Quarante ans plus tard, l'emploi tertiaire a plus que doublé et les salaires réels ont progressé d'environ un tiers. L'informatique n'a pas supprimé les métiers ; elle en a modifié le contenu. Les tâches routinières ont été automatisées, tandis que les responsabilités analytiques et décisionnelles se sont renforcées. Les

contrôleurs aériens, par exemple, utilisent des logiciels puissants mais conservent la responsabilité finale des décisions critiques.

Les innovations numériques ont élargi le champ des activités rentables : commerce électronique, logistique avancée, conception d'applications, marketing digital. Environ la moitié de la croissance de l'emploi américain entre 1980 et 2010 provient de professions inexistantes auparavant. Aujourd'hui, l'IA contribuerait déjà à plus d'un quart de la croissance de l'emploi.

Des transformations ciblées plutôt qu'un effondrement général

L'IA actuelle est plus sophistiquée que les technologies précédentes, mais elle reste dépendante d'une supervision humaine. Être capable d'exécuter 95 % d'une tâche ne suffit pas lorsque les 5 % restants exigent jugement et responsabilité. Les données d'Anthropic indiquent que seuls 4 % des métiers utilisent l'IA pour plus des trois quarts de leurs tâches.

Depuis le second semestre 2022, l'emploi dans plus de cent grandes professions tertiaires américaines a augmenté de 4 % et les salaires réels de 3 %. Les fonctions mêlant expertise technique et coordination progressent fortement : +30 % pour les chefs de projet et les spécialistes en cybersécurité. Les professions mathématiques et analytiques croissent rapidement. À l'inverse, certains postes de back-office reculent : -13 % pour les gestionnaires de sinistres, -20 % pour les secrétaires et assistants administratifs en trois ans.

De nouveaux métiers émergent : annotateurs de données, ingénieurs d'intégration IA, directeurs de l'intelligence artificielle. Les « autres professions des sciences mathématiques » ont vu leurs effectifs augmenter d'environ 40 % depuis fin 2022, avec des salaires réels en hausse d'un cinquième. Les spécialistes IT et les experts en organisation des processus enregistrent également de fortes progressions.

Certains segments restent exposés, notamment les emplois débutants comportant peu de complexité décisionnelle. Les modèles récents sont capables de programmer de manière autonome pendant plusieurs heures. Des travaux du groupe METR montrent que la durée d'exécution autonome double environ tous les sept mois. Les fonctions administratives, déjà en déclin depuis quarante ans — de 18 % à 10 % de l'emploi américain — pourraient continuer à se contracter. Les salariés disposant de compétences moins transférables rencontrent davantage de difficultés d'adaptation.

Une transition, non un effondrement

Ces mutations seront réelles et parfois brutales pour les individus concernés. Elles ne correspondent cependant pas au scénario d'un chaos généralisé. L'association de l'intelligence artificielle et du jugement humain demeure plus productive que l'IA seule. La responsabilité, la coordination et la capacité de décision conservent une valeur économique.

L'histoire montre que les grandes innovations ont toujours coexisté avec une expansion globale de l'emploi et une hausse durable de la richesse, au prix de transitions longues et socialement coûteuses. Les réactions de rejet ne traduisent pas une irrationalité, mais une asymétrie temporelle : les pertes sont immédiates, les bénéfices différés. L'enjeu n'est pas tant technologique qu'institutionnel. Ce n'est pas l'intelligence artificielle qui menace le travail, mais la capacité des sociétés à organiser l'adaptation, à redistribuer les gains de productivité et à accompagner les reconversions. Le progrès crée des tensions ; il ne condamne pas l'emploi.

POINTS DE REPÈRE

EUROPE : LE VIEILLISSEMENT DEMOGRAPHIQUE EN MARCHÉ

Au 1^{er} janvier 2025, l'âge médian de la population de l'Union européenne s'établissait à 44,9 ans. Cela signifie que la moitié des résidents de l'Union avait dépassé cet âge, tandis que l'autre moitié était plus jeune. Ce simple indicateur résume l'ampleur du vieillissement en cours sur le continent.

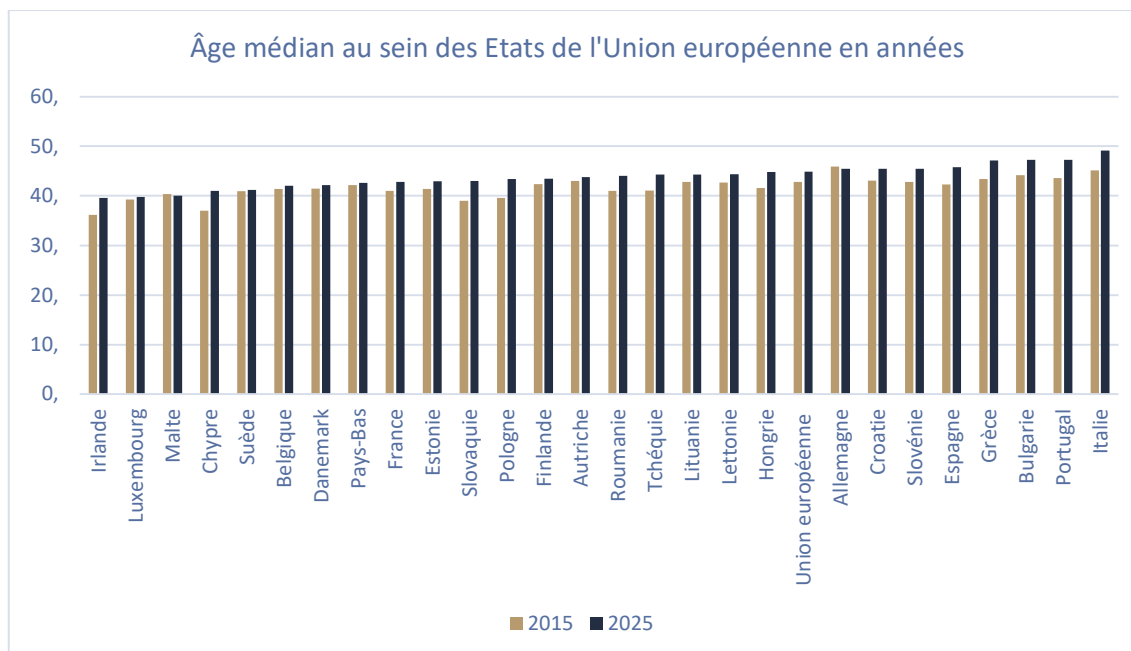
Les situations nationales demeurent contrastées. L'Irlande apparaît comme le pays le plus jeune, avec un âge médian de 39,6 ans, tandis que l'Italie se situe à l'autre extrémité du spectre avec 49,1 ans. Entre ces deux pôles, l'ensemble des États membres se répartit selon des trajectoires démographiques très différenciées.

Depuis 2015, le vieillissement s'est nettement accentué. En dix ans, l'âge médian européen est passé de 42,8 ans à 44,9 ans, soit une progression de 2,1 ans. Presque tous les États membres ont enregistré une hausse. Seules l'Allemagne et Malte font exception, avec un léger recul de 0,4 an chacune, illustrant des dynamiques migratoires et démographiques spécifiques.

Certains pays ont connu une accélération particulièrement marquée. En Slovaquie et à Chypre, l'âge médian a augmenté de 4,0 ans en une décennie. L'Italie suit de près avec +3,9 ans, devant la Grèce et la Pologne (+3,8 ans chacune) et le Portugal (+3,7 ans). Ces évolutions traduisent la combinaison d'une faible natalité persistante et d'un allongement de l'espérance de vie.

La structure par origine de naissance révèle également un écart significatif. Au 1^{er} janvier 2025, l'âge médian des personnes nées dans leur pays de résidence au sein de l'Union atteignait 45,2 ans, soit 2,1 ans de plus que celui des personnes nées à l'étranger, établi à 43,1 ans. Les populations immigrées contribuent ainsi, dans de nombreux États membres, à atténuer — sans l'inverser — le processus global de vieillissement.

Au total, ces données confirment une tendance lourde : l'Union européenne entre dans une phase de maturité démographique avancée, avec des implications majeures pour le marché du travail, les systèmes de protection sociale et les équilibres budgétaires.



Données Eurostat

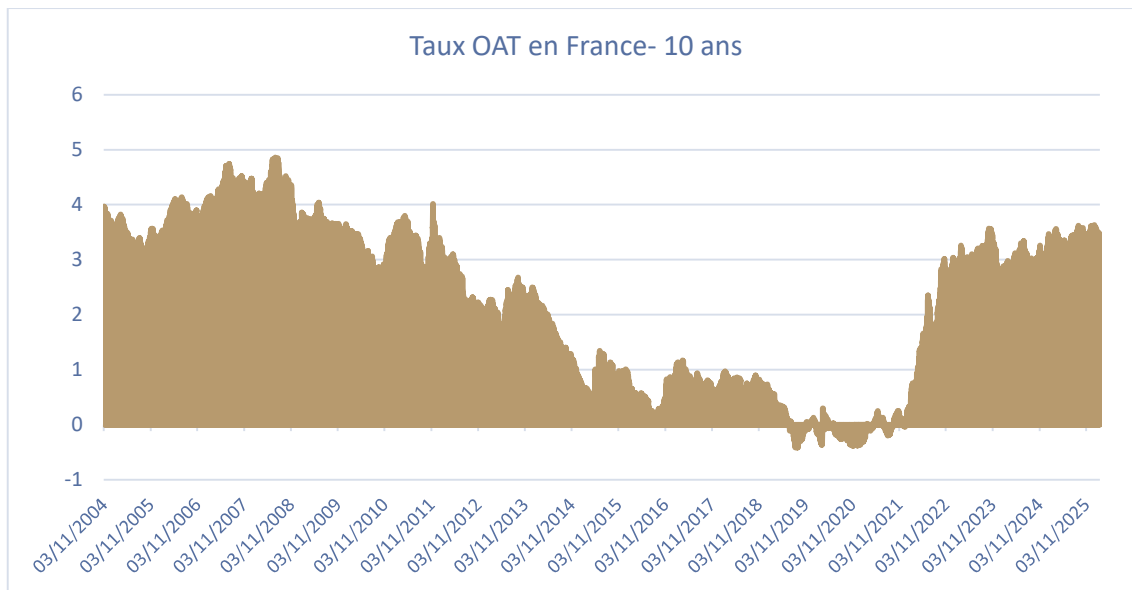
L'ÉPÉE DE DAMOCLES DU SERVICE DE LA DETTE

En 2020, la charge d'intérêts supportée par l'État s'élevait à 36,2 milliards d'euros. À cette période, les conditions de financement étaient exceptionnellement favorables : l'État émettait une partie de sa dette à taux négatif. Certains en avaient conclu que l'endettement ne présentait plus de contrainte véritable. Cette lecture négligeait toutefois une réalité fondamentale : les obligations arrivent à échéance et doivent être refinancées, souvent dans des conditions de marché radicalement différentes.

Le retournement des taux d'intérêt a progressivement mis fin à cette illusion. À mesure que les anciennes émissions à faible coût sont remplacées par de nouvelles obligations assorties de rendements plus élevés, la charge

financière s'alourdit mécaniquement. Le seuil des 50 milliards d'euros a été dépassé dès 2022.

La trajectoire demeure ascendante. Pour 2026, le service de la dette devrait avoisiner 60 milliards d'euros. Si la dynamique actuelle de la dette publique et des taux d'intérêt se prolonge, la facture pourrait atteindre 70 milliards en 2027 et dépasser 90 milliards d'euros à l'horizon 2029. Ainsi, ce qui apparaissait naguère comme une contrainte secondaire devient un poste budgétaire majeur. L'effet cumulatif de l'endettement passé et du renchérissement du coût de l'argent transforme progressivement la charge d'intérêts en l'un des principaux déterminants de l'équilibre des finances publiques.



Données Banque de France

TABEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	27 février 2026	Variation mensuelle février 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
CAC40	8 580,75	+5,54	+6,19	8 149,50	7 380,74
DAXX	25 312,11	+1,66	+12,36	24 490,41	19 909,14
Footsie 100	10 910,55	+7,0°	+24,74	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	6 138,41	+3,46	+12,35	5 791,41	4 895,98
Dow Jones	48 977,92	-0,22	+13,889	48 220,13	42 544,22
Nasdaq Composite	22 668,21	-5,13	+21,84	23 372,75	19 310,79
S&P 500	6 878,88	-1,55	+17,22	6 879,57	5 881,63
Nikkei	58 850,27	+11,28	+51,77	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	4 162,88	+1,19	+24,05	3 968,84	3 351,76
Euro/dollar	1,1823	-0,51	+12,91	1,1735	1,0380
Once d'or (USD)	5 233,21	+4,44	+77,23	4 325,17	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	72,48	+7,59	-1,46	61,23	74,30
Bitcoin (USD)	65 460,0923	-25,87	-21,72	87 566,4406	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 % février 2026	1,1	2,0	1,6	2,5	1,9
Taux de chômage en % - janvier 2026	7,7	4,0	5,1	9,8	6,1
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 % (27/02/2026)	3,218	2,646	3,273	3,068	-

*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