

LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</i>	2
<i>Au temps des empires</i>	2
<i>HORIZON FRANCE</i>	4
<i>France : à quand le sang, les larmes et la sueur ?</i>	4
<i>A défaut de certitudes...</i>	6
<i>HORIZON EXTERIEUR</i>	9
<i>États-Unis : le retour des fantômes des années 1970</i>	9
<i>l'économie américaine est-elle dépendante aux riches ?</i>	13
<i>HORIZON FINANCE</i>	16
<i>Wall Street : une sortie de route est-elle envisageable ?</i>	16
<i>La financiarisation des puces !</i>	18
<i>AU-DELÀ DE L'HORIZON</i>	20
<i>L'Europe face au défi technologique !</i>	20
<i>Nvidia : la nouvelle impératrice de la haute technologie !</i>	22
<i>POINTS DE REPÈRE</i>	25
<i>Europe : le vieillissement démographique en marche</i>	25
<i>Immobilier : un marché toujours à la recherche d'un nouveau souffle</i>	26
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	28
<i>Les statistiques économiques</i>	29



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

AU TEMPS DES EMPIRES



« Les nations n'ont pas d'amis, elles n'ont que des intérêts. » – Charles de Gaulle

Depuis son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump impose au monde, avec plus ou moins de succès, sa partition. De manière unilatérale, il décide d'augmenter les droits de douane, de chercher à évincer le président du Venezuela, de menacer un État membre de l'OTAN de l'amputer d'une partie de son territoire, ou encore de se lancer dans une guerre au Moyen-Orient sans mandat international. Il négocie avec la Russie sur l'Ukraine sans l'accord de cette dernière et annonce, sans concertation, être disposé à lever les sanctions à l'encontre de Moscou, voire de Téhéran. Sans ménagement, il exige un soutien sans faille de ses alliés tout en les traitant avec désinvolture.

L'Europe subit les soubresauts de cette politique et en paie le prix fort sur le plan économique. Elle est confrontée à une montée des tensions commerciales, marquées par la volonté américaine d'imposer des droits de douane plus élevés afin de protéger son économie. Elle doit également composer avec des exigences croissantes en matière d'investissements et d'approvisionnements énergétiques. Dans le même temps, la hausse de plus de 50 % du prix du baril fragilise une économie européenne qui se remettait à peine du

choc énergétique consécutif à la guerre en Ukraine.

L'Europe devient également une variable d'ajustement dans le bras de fer entre les États-Unis et la Chine. Une partie des exportations chinoises, pénalisées par les barrières américaines, est redirigée vers le marché européen, accentuant la pression concurrentielle sur les entreprises locales. En ayant, de facto, délégué une partie de son pouvoir diplomatique, elle se retrouve marginalisée dans les grandes négociations internationales. Absente des discussions sur l'Ukraine comme de celles relatives au Moyen-Orient, elle peine à faire entendre sa voix alors même qu'elle devrait être en première ligne.

En choisissant de rester à la remorque des États-Unis, l'Europe souffre d'un déficit croissant de légitimité et de visibilité. Elle redécouvre, à ses dépens, que les États-Unis agissent avant tout en fonction de leurs intérêts nationaux. Ce constat n'est pas nouveau ; il s'impose toutefois avec une acuité particulière depuis une vingtaine d'années, les autorités américaines s'embarassant de moins en moins de circonvolutions. Avec l'actuel président, le *hard power* s'affirme sans détour, selon une logique assumée de rapport de force, voire de prédation.

Ce basculement marque le retour d'un monde d'empires, où les grandes puissances organisent leurs sphères d'influence, sécurisent leurs approvisionnements et orientent les flux



commerciaux à leur avantage. Dans cet univers, les règles s'effacent derrière les rapports de force, et les interdépendances deviennent des instruments de puissance. Pour les investisseurs, ce basculement se traduit par un retour durable du risque géopolitique et une fragmentation accrue des performances entre zones.

Le suivisme a contribué à faire de l'Union européenne le maillon faible du jeu diplomatique international. Il est désormais urgent qu'elle définisse clairement ses intérêts et ses objectifs stratégiques. À cet égard, l'exemple chinois mérite attention : depuis plusieurs années, Pékin mène une politique méthodique de sécurisation de ses approvisionnements et de ses débouchés, notamment à travers les nouvelles routes de la soie.

Cette réflexion doit, en particulier, porter sur la question énergétique. La réduction des importations russes a conduit de nombreux pays européens à substituer une vulnérabilité à une autre, en renforçant leur exposition à de nouveaux fournisseurs, au premier rang desquels les États-Unis. Sur le plan technologique, l'Europe doit également se fixer des objectifs d'autonomie afin d'éviter toute situation de fragilité face aux entreprises américaines et chinoises. Elle doit, en outre, intégrer la réalité continentale et envisager, à terme, les conditions d'une réinitialisation de ses relations avec la Russie. Force est de

constater que, depuis la fin de l'URSS en 1991, les incompréhensions réciproques ont été nombreuses, alimentant une montée progressive des tensions.

Si l'Europe apparaît aujourd'hui entre deux eaux, parfois tétanisée par ses contradictions, elle dispose néanmoins d'atouts considérables. Elle constitue l'un des premiers marchés de consommateurs solvables au monde. Son territoire est structuré par des infrastructures de transport denses et efficaces. Elle abrite de nombreuses entreprises leaders dans des secteurs stratégiques : défense, aéronautique, construction, énergie ou encore agroalimentaire. Elle possède surtout un avantage décisif : une qualité de vie qui demeure sans équivalent. Première destination touristique mondiale, elle exerce une attraction durable sur les populations du monde entier.

Région économique majeure, fondée sur des normes solides et reconnues, l'Europe doit désormais retrouver une voix sur la scène internationale. À défaut, elle risque de demeurer un marché dans un monde redevenu un champ de puissances. L'histoire récente avait laissé croire que les marchés pouvaient s'abstraire de la puissance ; le temps des empires rappelle qu'ils en sont, plus que jamais, dépendants.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

FRANCE : A QUAND LE SANG, LES LARMES ET LA SUEUR ?

« Je n'ai rien d'autre à offrir que du sang, du travail, des larmes et de la sueur ». Par ces mots, Winston Churchill s'adressait à la Chambre des Communes le 13 mai 1940, au lendemain de son accession au poste de Premier ministre. Une telle franchise paraît aujourd'hui peu compatible avec les ressorts des campagnes électorales contemporaines. À l'approche de l'échéance présidentielle de 2027, les signaux envoyés lors des élections municipales suggèrent, au contraire, la persistance de discours accommodants. Pourtant, la stabilisation de la dette publique, le redressement du solde extérieur et l'amélioration durable du niveau de vie impliqueraient des inflexions claires : modération de la consommation, intensification du travail et relance de l'investissement.

Les déséquilibres structurels de l'économie française sont documentés de longue date. Le processus de désindustrialisation en constitue l'un des marqueurs les plus visibles. Entre 2002 et 2025, la part de l'emploi manufacturier dans l'emploi total s'est contractée de 13,5 % à 9 %. Dans le même temps, la contribution de l'industrie à la richesse nationale a reculé de 11 % à 9 % du PIB. Ce repli a été en partie amorti par la dynamique de certains segments spécifiques, notamment l'aéronautique, dont la production a progressé d'environ 20 % entre 2010 et 2025, ainsi que l'industrie

de défense, en hausse de près de 40 % sur la même période.

À cette fragilisation industrielle s'ajoute un positionnement encore insuffisant dans les services numériques et les activités à forte intensité technologique. En 2025, la valeur ajoutée des technologies de l'information et de la communication atteignait 4,5 % du PIB en France, contre 7,2 % aux États-Unis. L'effort de recherche et développement demeure également en retrait : les dépenses des entreprises s'établissaient à 1,4 % du PIB, contre 2,2 % en Allemagne et 2,7 % outre-Atlantique. À ces facteurs s'ajoutent les performances relativement décevantes du système éducatif, régulièrement mises en évidence par les enquêtes internationales de l'OCDE, notamment le programme PISA, où la France se situe derrière plusieurs économies avancées comme la Corée du Sud, le Japon, la Finlande ou la Suède.

Le marché du travail présente, lui aussi, des caractéristiques spécifiques. Les taux d'emploi des jeunes et des seniors y demeurent inférieurs à ceux observés dans plusieurs pays comparables. En 2025, le taux d'emploi des 16-24 ans s'élevait à 35 % en France, contre 50 % en Allemagne et 60 % au Danemark. Pour les 60-64 ans, il atteignait 45 %, contre environ 70 % dans ces mêmes pays. Par ailleurs, le volume annuel d'heures travaillées par personne en emploi – salariés et non-salariés



confondus — s'établissait à 1 595 heures, un niveau parmi les plus faibles au sein de l'OCDE. Ces éléments combinés conduisent à un volume global de travail rapporté à la population relativement limité.

Contrairement à une perception répandue, la consommation des ménages ne se caractérise pas par une faiblesse particulière ; elle apparaît, au contraire, élevée au regard du potentiel de production national. Un rééquilibrage extérieur supposerait, dès lors, un ajustement de cette composante, au profit d'un effort accru d'épargne et d'investissement. Or, depuis 2022, le taux d'investissement des entreprises s'inscrit en recul, pour atteindre environ 11 % du PIB, contre plus de 14 % aux États-Unis. Un redressement passerait par un renforcement des dépenses de R&D, une transformation du système éducatif et un allongement de la durée d'activité. Cela impliquerait notamment une diminution de la proportion de jeunes ni en emploi ni en formation et un décalage de l'âge effectif de départ à la retraite.

En synthèse, la trajectoire d'ajustement reposerait sur une combinaison de facteurs : moindre consommation, davantage d'épargne, un surcroît d'investissement, un effort accru de formation et une hausse du volume de travail. Les orientations suivies ces dernières années s'inscrivent toutefois dans une logique différente. Les politiques publiques ont prioritairement visé le soutien du pouvoir d'achat. Du « quoi qu'il en coûte » aux dispositifs d'amortissement des prix de l'énergie en 2024, en passant par l'indexation des

pensions sur l'inflation, la continuité de l'action publique a consisté à préserver la consommation. Les lois de finances pour 2026 prolongent cette approche, avec l'indexation des prestations sociales, une progression des dépenses de santé de 3 % et la revalorisation de dispositifs de soutien à l'emploi.

Au total, les dépenses sociales représentent environ un tiers du PIB en 2026, contre 27 % en Allemagne. Leur financement repose en partie sur une pression fiscale élevée pesant sur les entreprises, illustrée par des surtaxes d'impôt sur les sociétés et par le maintien d'impôts de production à un niveau significatif — autour de 3 % du PIB en France, contre 0,9 % en Allemagne.

Les enquêtes d'opinion traduisent, par ailleurs, des attentes parfois en décalage avec les contraintes économiques. Selon des études réalisées notamment par l'IFOP en 2024, une majorité de Français se déclare favorable à un retour de l'âge légal de départ à la retraite à 62, voire 60 ans. Les mêmes sondages révèlent une opposition à l'augmentation du temps de travail, un souhait de hausse des dépenses de santé et une réticence à l'égard de dispositifs tels que les franchises médicales. En revanche, l'idée d'un renforcement de la fiscalité sur le capital recueille un certain assentiment.

Un décalage apparaît ainsi entre la perception des enjeux et l'acceptation des ajustements nécessaires. Les inquiétudes relatives à la progression de la dette publique et au déclassement économique sont réelles, mais la responsabilité de ces évolutions est



fréquemment imputée à des facteurs extérieurs – pouvoirs publics, entreprises ou environnement international. L'effort individuel est rarement envisagé comme un levier central.

A DEF AUT DE CERTITUDES...

L'économie française aborde ce début d'année 2026 dans une configuration paradoxale, mêlant résistance conjoncturelle et fragilités persistantes. Les projections de la Banque de France et les analyses de l'INSEE convergent pour décrire une trajectoire de croissance modérée, préservée du risque de récession mais insuffisante pour corriger les déséquilibres structurels.

Après une progression du PIB de 0,9 % en 2025, l'activité évoluerait sur un rythme identique en 2026, avant un léger tassement à 0,8 % en 2027 puis un redressement à 1,2 % en 2028. Cette dynamique traduit une économie qui se maintient au-dessus du seuil de stagnation sans retrouver pour autant un régime de croissance permettant une réduction significative du chômage, un assainissement des finances publiques ou une relance durable de l'investissement productif.

Ce scénario repose sur une hypothèse centrale de stabilisation progressive des tensions énergétiques. Le prix du baril de Brent atteindrait un point haut autour de 92 dollars au deuxième trimestre 2026 avant de refluer vers 70 dollars à partir de la mi-2027, tandis que les prix du gaz suivraient une trajectoire

L'expérience historique montre pourtant que les déséquilibres finissent, tôt ou tard, par être corrigés. L'alternative n'est pas tant celle de l'effort que celle de ses modalités : anticipé et maîtrisé, ou différé et contraint.

comparable, culminant à 51 euros par MWh avant de revenir vers 24 euros à l'horizon 2028. La banque centrale privilégie ainsi l'hypothèse d'un choc énergétique contenu. Elle n'écarte toutefois pas des scénarios plus dégradés : dans une configuration défavorable, le pétrole pourrait atteindre 119 dollars et le gaz 87 euros ; dans une hypothèse extrême, respectivement 145 dollars et 106 euros. Même dans ces cas, l'économie française éviterait la récession, avec une croissance encore positive, comprise entre 0,3 % et 0,6 % en 2026.

Le principal canal de transmission de ce choc demeure l'inflation. Après avoir fortement ralenti en 2025 (0,9 %), celle-ci repartirait à la hausse pour atteindre 1,7 % en 2026 dans le scénario central. L'impact du renchérissement énergétique serait compris entre 0,8 et 1,6 point selon les hypothèses. Toutefois, les conditions macroéconomiques diffèrent sensiblement de celles observées lors des chocs pétroliers des années 1970 ou même de la crise énergétique de 2022. Les anticipations d'inflation apparaissent mieux ancrées, les mécanismes d'indexation sont plus limités et le système énergétique européen s'est partiellement diversifié,



réduisant sa dépendance aux importations russes. À cela s'ajoute un point de départ inflationniste nettement plus faible, ce qui contribue à contenir les effets de second tour.

Dans ce contexte, les revenus progressent sans véritable accélération. Le salaire moyen par tête augmenterait de 1,9 % en 2026, après 1,8 % en 2025, avant de s'établir autour de 2,3 % en 2027 et 2028. À court terme, le pouvoir d'achat demeurerait globalement stable, voire légèrement contraint, l'INSEE anticipant un acquis négatif de -0,2 % à mi-2026 sous l'effet de la remontée des prix de l'énergie. Cette évolution prolonge le ralentissement observé en 2025, année au cours de laquelle le revenu disponible brut n'avait progressé que de 0,6 %, soit à peine 0,1 % par unité de consommation.

L'un des traits marquants de la conjoncture actuelle réside dans le comportement des ménages. Le taux d'épargne se maintient à un niveau élevé, supérieur à 18 % du revenu disponible, soit environ trois points au-dessus de son niveau d'avant-crise. Cette épargne de précaution, alimentée par l'incertitude économique et géopolitique, constitue un frein direct à la consommation. En début d'année 2026, 45 % des ménages déclarent mettre de l'argent de côté, une proportion nettement supérieure à celle observée avant la crise sanitaire. Les motivations restent dominées par la prudence, plus de la moitié des épargnants invoquant ce motif.

Cette attitude se traduit concrètement par une modération des dépenses. En janvier 2026, 71 % des ménages

indiquent limiter leur consommation, principalement pour des raisons financières (36 %) ou pour accroître leur épargne (19 %). En cas de revenus supplémentaires, près des deux tiers privilégieraient l'épargne ou le désendettement, contre moins d'un cinquième qui les consacraient à la consommation. Ce biais en faveur de la constitution d'une épargne contribue à expliquer la faiblesse persistante de la demande intérieure.

Dans ce contexte, la croissance repose de manière accrue sur le commerce extérieur. En 2025, celui-ci a constitué le principal moteur de l'activité, compensant la retenue de la demande domestique. Cette tendance se prolongerait en 2026, avec des exportations en hausse de 3,5 % contre seulement 0,7 % pour les importations. Les performances de certains secteurs – aéronautique, luxe, tourisme – jouent un rôle déterminant. Néanmoins, cet équilibre demeure fragile, la hausse des prix de l'énergie étant susceptible de détériorer les termes de l'échange et de peser sur la balance commerciale.

L'investissement, pour sa part, reste hésitant. En 2026, il ne progresserait que de 0,7 %, reflétant des évolutions contrastées : recul de l'investissement public (-1,7 %), rebond technique de celui des ménages (+2,9 %) après la crise immobilière, et progression limitée de celui des entreprises (+0,7 %). Une amélioration graduelle est attendue à partir de 2027, mais sans rupture franche. Cette atonie s'inscrit dans un contexte de taux d'intérêt encore élevés et d'incertitudes accrues.



Le marché du travail traduit cette dynamique modérée. Le taux de chômage, après 7,7 % en 2025, remonterait à 8,0 % en 2026 avant de refluer lentement. Les créations nettes d'emplois resteraient faibles à court terme (16 000 en 2026), tandis que les destructions d'emplois salariés privés observées en 2025 pourraient se prolonger en début d'année 2026. L'essor de l'emploi non salarié compense partiellement cette évolution, mais au prix de revenus souvent plus faibles.

Au-delà de la conjoncture immédiate, les transformations structurelles de l'économie jouent un rôle croissant. L'impact des investissements liés à l'intelligence artificielle illustre le différentiel de dynamique entre la France et les États-Unis. Outre-Atlantique, ces investissements auraient contribué à hauteur de 0,7 point à la

croissance en 2025, contre environ 0,1 point en France. Par ailleurs, le développement des technologies numériques s'accompagne d'une recomposition de l'emploi : la valeur ajoutée progresse, mais les effectifs diminuent, en particulier chez les jeunes.

L'économie française se maintient sur une trajectoire de croissance positive mais contrainte. Le retour de tensions inflationnistes, la faiblesse de la demande intérieure liée à un niveau d'épargne élevé, l'atonie de l'investissement et la dégradation progressive du marché du travail dessinent un environnement sans rupture brutale mais sans véritable moteur interne. Dans ce cadre, la question centrale n'est pas celle de la résilience à court terme, qui demeure réelle, mais celle de la capacité à réactiver durablement les ressorts de la croissance.

HORIZON EXTERIEUR

ÉTATS-UNIS : LE RETOUR DES FANTOMES DES ANNEES 1970

Pour les Américains ayant connu les décennies d'après-guerre, comme pour les économistes attachés à la longue durée, les années 1970 restent associées à l'épisode de stagflation, combinaison déstabilisante d'une inflation élevée et d'une croissance atone. Ce régime macroéconomique s'était progressivement installé sur fond d'expansion monétaire soutenue, de déséquilibres extérieurs croissants des États-Unis et du développement du marché des eurodollars. Il avait trouvé son expression la plus visible lors des deux chocs pétroliers : celui de 1973, consécutif à la Guerre du Kippour, et celui de 1979, déclenché par la chute du Shah d'Iran.

Les tensions actuelles au Moyen-Orient invitent naturellement à établir des rapprochements. Entre la fin février et la fin mars, le prix du pétrole s'est apprécié de plus de 50 %. Cette hausse est la conséquence directe du blocage du détroit d'Ormuz par lequel transite près d'un cinquième de l'offre mondiale. À titre de comparaison, les hausses avaient été beaucoup plus marquées dans les années 1970, avec un quadruplement des prix en 1973 et un doublement en 1979, dans un contexte où les pays producteurs avaient, pour certains, instauré un embargo à l'encontre des économies occidentales.

Les structures énergétiques et productives en cinquante ans ont, par ailleurs, profondément évolué depuis cette période. Au début des années

1970, le pétrole représentait près de 45 % de l'énergie primaire mondiale, et les pays de l'OCDE dépendaient majoritairement des importations. Les États-Unis eux-mêmes étaient devenus importateurs nets dès 1971, tandis que l'OPEP contrôlait environ la moitié de la production mondiale. En 2026, le pétrole ne pèse plus qu'environ 30 % du mix énergétique global, et la part de l'OPEP est ramenée à près de 30 %. La montée en puissance du pétrole de schiste a permis aux États-Unis de redevenir le premier producteur mondial et un exportateur net. Parallèlement, le nombre d'acteurs s'est élargi avec l'émergence de producteurs comme le Canada, le Brésil ou le Nigéria, même si les pays du Golfe conservent une position dominante en matière de réserves, estimées autour de 70 % du total mondial.

S'agissant du gaz, la dépendance vis-à-vis du Moyen-Orient est plus limitée. Les États-Unis et la Russie figurent parmi les principaux producteurs, les premiers ayant accru leur rôle dans l'approvisionnement de l'Europe depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, en substitut partiel aux flux russes. Pour autant, l'économie américaine demeure sensible à une hausse durable des prix de l'énergie. Selon les estimations de la banque Goldman Sachs, le conflit en Iran pourrait amputer la croissance du PIB des États-Unis d'environ 0,3 point en 2026, la ramenant autour de 2,2 %. L'expérience récente de 2022 a montré



que le resserrement monétaire opéré par la Réserve fédérale pour contenir l'inflation énergétique pouvait peser sur l'activité, même si certains États producteurs – comme le Texas, l'Alaska ou le Nouveau-Mexique – bénéficiaient d'un surcroît de croissance. Les disparités territoriales pourraient ainsi se renforcer.

Les profits élevés enregistrés par les entreprises du secteur énergétique en 2022 et 2023 ont, par ailleurs, favorisé une augmentation significative des capacités de production. Les infrastructures d'exportation de gaz naturel liquéfié, concentrées notamment dans les États du sud, sont aujourd'hui supérieures d'environ un tiers à leur niveau d'alors et devraient encore progresser d'ici la fin de l'année. Sur une décennie, la production pétrolière américaine a augmenté d'environ 50 %, offrant une marge d'ajustement supplémentaire en cas de tensions prolongées.

Les répercussions sur les marchés financiers illustrent la nature contrastée de ce choc. Depuis le début du conflit, l'indice S&P 500 a reculé d'environ 4 %, avec des baisses dans dix de ses onze principaux secteurs, allant de 1 % pour les technologies de l'information à près de 10 % pour les matériaux. À l'inverse, le secteur énergétique enregistre une progression supérieure à 4 %, certaines grandes compagnies affichant des hausses encore plus marquées.

Les grandes entreprises technologiques, qui ont constitué un moteur essentiel de la croissance et de la valorisation boursière ces dernières années, apparaissent particulièrement

exposées. Le développement de l'intelligence artificielle repose sur des infrastructures fortement consommatrices d'énergie, notamment les centres de données, ce qui les rend sensibles à toute hausse durable des coûts énergétiques.

Dans l'hypothèse d'une perturbation prolongée du détroit d'Ormuz, les transferts de richesse en faveur des producteurs d'énergie pourraient s'amplifier. Une correction significative des marchés financiers pèserait sur l'activité, en raison du rôle joué par l'effet de richesse dans le soutien de la consommation. Elle pourrait également remettre en cause une partie des investissements massifs annoncés dans le domaine de l'intelligence artificielle.

Les effets redistributifs du choc énergétique seraient également marqués entre catégories de ménages. Les ménages les plus modestes consacrent une part de leurs dépenses à l'énergie près de deux fois supérieure à celle des ménages les plus aisés, ce qui les rend particulièrement vulnérables à la hausse des prix. Cette contrainte intervient dans un contexte déjà fragilisé par le relèvement des droits de douane, qui réduit le pouvoir d'achat.

La dimension politique de ce choc ne saurait être sous-estimée. Avant même la crise énergétique, la confiance des ménages se situait à des niveaux historiquement faibles, en dépit d'une progression des salaires supérieure à celle des prix. Une nouvelle accélération de l'inflation pourrait accentuer les tensions, d'autant plus si la Réserve fédérale était conduite à relever à nouveau ses taux directeurs.



La hausse du prix des carburants constitue, à cet égard, un indicateur particulièrement sensible. Visible quotidiennement, elle influence fortement les anticipations et le climat politique. Des travaux empiriques menés par l'Université Stanford montrent qu'au-delà d'un seuil de 3,50 dollars le gallon, l'attention médiatique et la sensibilité de l'opinion augmentent nettement. Les prix avoisinent déjà les 4 dollars, contre moins de 3 avant le conflit, et pourraient se rapprocher des

5 dollars en cas de tensions prolongées sur l'offre.

À l'approche des élections de mi-mandat, Donald Trump ne peut ignorer cette variable. L'histoire électorale américaine met en évidence une corrélation étroite entre le niveau des prix de l'essence et les performances du parti au pouvoir. Dans ce contexte, le choc énergétique dépasse largement la sphère économique pour devenir un facteur déterminant de l'équilibre politique.

INDE : LA PUISSANCE DE DEMAIN OU D'APRES DEMAIN

Selon les premières estimations disponibles pour l'exercice 2025, l'Inde aurait dépassé le Japon et accédé au rang de quatrième économie mondiale. Cette évolution devrait être entérinée au moment où le ministère indien des Statistiques révisé sa méthode de calcul du produit intérieur brut. Cette refonte méthodologique répond à une ambition claire : accroître la robustesse et la lisibilité des données économiques nationales. À mesure que son poids s'affirme dans l'économie mondiale, l'Inde entend être identifiée non seulement comme une puissance en expansion, mais aussi comme un pays capable de produire des statistiques jugées solides, transparentes et comparables à celles des grandes nations industrialisées.

Une économie plus agricole et moins tertiaire qu'attendu

Les nouvelles évaluations conduisent à une relecture partielle de la structure productive du pays. L'économie indienne apparaît davantage ancrée

dans le monde rural que ne le suggéraient les séries précédentes. La part de l'agriculture avoisinerait désormais 18 % du PIB, un niveau revu à la hausse grâce à une meilleure intégration d'activités longtemps sous-estimées, telles que la pêche ou la filière laitière, dont le rôle dans les campagnes reste considérable.

Dans le même temps, les activités financières et les services aux entreprises ont été corrigés à la hausse, tandis que le commerce, l'hôtellerie et les transports enregistrent une production inférieure de 26 % aux anciennes estimations. Au total, le secteur des services ressortirait environ 8 % en deçà de ce qu'indiquait l'ancienne méthodologie et représenterait désormais 41 % de la richesse produite.

Ces ajustements statistiques ne remettent pas en cause le dynamisme d'ensemble du pays. Pour l'exercice budgétaire 2024-2025, la croissance se situerait autour de 7,1 %, un rythme qui



demeure nettement supérieur à celui enregistré par la plupart des grandes économies. L'Inde résiste, jusqu'à présent, de manière relativement satisfaisante aux tensions commerciales internationales et aux surtaxes décidées par les États-Unis. La décision de la Cour suprême américaine limitant certaines mesures tarifaires a, de ce point de vue, constitué un facteur plutôt favorable, le nouveau taux retenu par Washington étant inférieur à celui initialement envisagé.

L'industrie manufacturière représente pour sa part environ 15 % du PIB, après une légère révision à la baisse. Ce niveau demeure inférieur aux objectifs fixés par Narendra Modi dans le cadre de l'initiative Make in India, qui visait une part de 25 % du PIB à l'horizon 2025. Malgré cet écart, plusieurs segments industriels progressent rapidement. Les technologies avancées, l'assemblage électronique et l'intégration de l'Inde dans les chaînes d'approvisionnement mondiales contribuent de plus en plus nettement à l'activité. Les réformes engagées en matière fiscale et réglementaire commencent, elles aussi, à produire des effets perceptibles.

Une économie informelle toujours massive, mais en voie de formalisation

L'un des handicaps majeurs du modèle indien demeure le poids de l'économie informelle. En dépit d'une croissance soutenue, entre 85 et 90 % des actifs exerceraient encore leur activité en dehors du secteur formel, qu'il s'agisse de microstructures familiales, de commerce de rue ou d'emplois non déclarés dans l'industrie comme dans les services. Selon plusieurs évaluations,

cette sphère informelle représenterait toujours entre 20 et 30 % du PIB.

Face à cette situation, les pouvoirs publics ont engagé, depuis une dizaine d'années, une stratégie graduelle de formalisation. L'introduction, en 2017, de la taxe nationale sur les biens et services, la GST, a constitué une étape importante en incitant les entreprises à déclarer leurs opérations pour pouvoir bénéficier des crédits de taxe. Dans le même temps, l'essor des paiements numériques, accéléré après la démonétisation de 2016, a réduit la place du numéraire et renforcé la traçabilité des échanges.

Le gouvernement a également multiplié les dispositifs destinés à mieux recenser les travailleurs informels et à faciliter leur accès à la protection sociale. Le portail e-Shram, lancé en 2021, s'inscrit dans cette logique en cherchant à constituer un registre national des travailleurs du secteur non organisé. Les réformes du droit du travail, réunies dans quatre nouveaux codes adoptés ces dernières années, poursuivent un objectif comparable : simplifier les règles et encourager les employeurs à déclarer davantage leurs salariés.

Les premiers effets de cette politique se font sentir. Le nombre d'entreprises enregistrées progresse, de même que celui des travailleurs officiellement déclarés. Pour autant, la transformation demeure lente. Le tissu productif indien reste dominé par une multitude de micro-unités familiales et par des formes d'emploi précaires qui continuent d'échapper largement à l'encadrement public.



Des statistiques plus crédibles, un enjeu de puissance

La question de la fiabilité des données macroéconomiques indiennes a longtemps nourri les débats. Il y a une douzaine d'années, plusieurs économistes avaient mis en doute la qualité des chiffres du PIB, notamment après des révisions qui avaient eu pour effet de minorer la croissance attribuée au gouvernement précédent. En 2019, la suspension de la publication d'une enquête signalant un repli de la consommation rurale avait également renforcé les soupçons d'intervention politique dans la diffusion de certaines informations sensibles.

Dans ce contexte, le fait que les nouvelles estimations livrent une image

moins flatteuse de l'économie qu'attendu est perçu, par de nombreux observateurs, comme un signal plutôt rassurant. Cela tend à accréditer l'idée d'une autonomie plus grande des autorités statistiques et d'un progrès réel en matière de transparence.

Pour Narendra Modi, cette évolution intervient à un moment décisif. L'Inde cherche désormais à faire reconnaître son statut de grande puissance, tant sur le plan économique que géopolitique. Dans cette perspective, la qualité des statistiques publiques, tout comme la réduction progressive de l'informalité, n'est plus un simple enjeu technique. Elle devient un élément à part entière de la crédibilité internationale du pays.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE EST-ELLE DÉPENDANTE AUX RICHES ?

Les économistes recourent volontiers à des images simples pour qualifier les cycles conjoncturels. Les trajectoires de l'activité sont ainsi décrites en « L » lorsqu'une chute est suivie d'une stagnation prolongée, en « U » lorsqu'un redressement progressif succède au ralentissement, en « V » lorsque le rebond est rapide, ou encore en « W » lorsqu'une reprise est interrompue par un nouvel affaissement. À la suite de la crise sanitaire, une autre représentation s'est imposée dans le débat : celle d'une reprise en « K », marquée par une divergence entre catégories de population, les unes bénéficiant d'une amélioration de leur situation quand les autres continueraient de se détériorer.

Appliquée aux États-Unis, cette grille de lecture suggère une économie de plus en plus duale, dans laquelle la dynamique de la demande reposerait principalement sur les ménages les plus aisés, tandis que les catégories modestes subiraient davantage les effets de l'inflation. Ce diagnostic a trouvé un écho croissant dans l'opinion, notamment après l'annonce, le 6 mars dernier, par le Bureau of Labor Statistics d'une destruction nette de 92 000 emplois au mois de février, ravivant les craintes d'un fonctionnement économique à deux vitesses.

Certaines estimations ont contribué à nourrir cette lecture. Selon Moody's Analytics, près de la moitié de la consommation américaine serait



désormais imputable aux 10 % des ménages les plus riches, la part des 20 % supérieurs étant passée de 55 % en 2019 à 59 % en 2025. Toutefois, ces résultats reposent sur une méthodologie indirecte et discutée. Les revenus sont extrapolés à partir de leur répartition issue de l'enquête triennale Survey of Consumer Finances de la Réserve fédérale, puis combinés aux données agrégées des comptes nationaux. La consommation est ensuite obtenue par différence avec l'épargne, elle-même estimée à partir des flux d'acquisition d'actifs financiers et immobiliers.

La fragilité de l'exercice tient à l'allocation de cette épargne entre les différents groupes de revenus. L'hypothèse retenue consiste à supposer que la structure actuelle des achats d'actifs reproduit la structure passée de leur détention. Ainsi, si les ménages les plus aisés détenaient environ 70 % des actions à une date donnée, ils seraient réputés réaliser une proportion équivalente des acquisitions ultérieures. Une telle approche soulève plusieurs réserves. Elle suppose une stabilité des comportements patrimoniaux et des structures de revenus qui n'est pas nécessairement vérifiée. L'évolution récente des marchés financiers, marquée notamment par l'essor des plateformes de courtage accessibles au grand public, a favorisé l'entrée d'investisseurs aux profils plus diversifiés. De même, les nouveaux accédants à la propriété ne présentent pas les mêmes caractéristiques que les détenteurs historiques d'actifs immobiliers. Dans ces conditions, la combinaison d'estimations incertaines des revenus et

de l'épargne aboutit à des résultats dont la robustesse est sujette à caution.

Les données issues d'autres sources conduisent à des conclusions plus nuancées. Les enquêtes de consommation publiées par le Bureau of Labor Statistics ne corroborent pas l'idée d'une concentration extrême de la dépense. Les analyses réalisées par la banque Barclays à partir de ces enquêtes indiquent que les 20 % des ménages les plus aisés représentent un peu plus d'un tiers de la consommation totale, une proportion sensiblement inférieure aux estimations les plus alarmistes et relativement stable dans le temps, y compris lors de la crise financière de 2007-2009 ou durant la pandémie.

Les données issues des paiements par carte bancaire ou des statistiques de consommation établies par la Réserve fédérale de New York convergent vers un diagnostic comparable. Si des écarts de croissance de la consommation entre catégories de revenus peuvent apparaître à court terme, ils tendent à se résorber sur une période plus longue. Les ménages les plus aisés n'ont pas, dans l'ensemble, adopté un comportement de dépense exceptionnellement expansif depuis la sortie de la crise sanitaire.

Plus largement, les principaux indicateurs macroéconomiques ne témoignent pas d'une polarisation accrue au profit des hauts revenus. Les rémunérations des salariés les moins qualifiés ont progressé à un rythme comparable, voire supérieur, à celles des catégories mieux rémunérées dans les années qui ont suivi la pandémie, en



particulier durant la présidence de Joe Biden. Les enquêtes de confiance des ménages ne font pas apparaître d'écart significatif entre les différentes catégories de revenus au-delà des variations habituelles.

L'analyse patrimoniale aboutit à des conclusions analogues. Selon les données de la Réserve fédérale de New York, la richesse nette des ménages aisés n'a pas progressé plus rapidement que celle des autres catégories depuis 2020. Si les patrimoines les plus élevés ont connu une forte appréciation récente, celle-ci fait suite à un recul marqué en 2022, consécutif à la baisse des marchés actions liée au resserrement monétaire. À l'inverse, le patrimoine des ménages modestes a évolué de manière plus régulière, bien que sur un rythme plus modéré.

L'idée d'une économie américaine tirée quasi exclusivement par les ménages les

plus fortunés apparaît réductrice. Si ces derniers jouent indéniablement un rôle important dans la dynamique de la demande, ils ne sauraient constituer, à eux seuls, le socle de la croissance d'un ensemble économique aussi vaste et diversifié.

Les éléments disponibles invitent ainsi à relativiser les diagnostics trop tranchés. L'économie américaine demeure traversée par des inégalités persistantes, mais elle conserve une base de consommation relativement large et une diffusion des gains de revenus qui reste, dans l'ensemble, assez homogène depuis la pandémie. Plus qu'une économie en « K », c'est sans doute une économie sous tension qu'il convient de décrire : un système marqué par des écarts, mais dans lequel les mécanismes d'ajustement — par l'emploi, les salaires et le patrimoine — continuent de fonctionner.

HORIZON FINANCE

WALL STREET : UNE SORTIE DE ROUTE EST-ELLE ENVISAGEABLE ?

Malgré le déclenchement de la guerre en Iran, les marchés d'actions américains ont fait preuve d'une relative résilience. Les indices ont peu corrigé et les niveaux de valorisation demeurent élevés, voire tendus au regard des fondamentaux économiques et financiers. L'écart croissant entre la dynamique des cours et celle de l'économie réelle alimente l'hypothèse d'un ajustement, à un horizon rapproché ou différé.

Plusieurs indicateurs attestent de cette survalorisation. Le ratio cours/bénéfices (PER) des entreprises composant le S&P 500 se situe autour de 25, et atteint même 28 pour certaines estimations élargies, soit un niveau supérieur à celui observé à la veille de l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000. Il excède d'environ huit points sa moyenne des deux dernières décennies. Le ratio CAPE, développé par Robert Shiller, qui rapporte la capitalisation boursière aux bénéfices corrigés des variations cycliques sur dix ans, s'inscrit également à des niveaux historiquement élevés, autour de 40 contre 20 en 2011. Les précédents pics – en août 1929 (31,5) et en août 2000 (42,9) – avaient été suivis de corrections majeures des marchés.

L'évolution du recours au levier financier constitue un autre signal d'alerte. L'encours de crédits sur marge, utilisés pour financer des achats d'actions, dépasse 1 250 milliards de dollars au début de l'année 2026, contre

environ 600 milliards trois ans plus tôt. Les phases d'expansion rapide de ce type de financement – à la fin des années 1990, à la veille de la crise financière de 2007, au sortir de la crise sanitaire ou plus récemment en 2025-2026 – ont historiquement précédé des phases de repli marqué, amplifiées par les ventes forcées consécutives aux appels de marge.

La temporalité d'un éventuel ajustement dépend toutefois largement de l'orientation des politiques économiques. La Réserve fédérale conserve une capacité d'intervention significative. Elle a amorcé, depuis la fin de l'année 2025, un retour à des politiques d'achats d'actifs, contribuant à contenir les taux d'intérêt à long terme. Si la hausse des prix de l'énergie liée au conflit iranien pourrait retarder un nouvel assouplissement monétaire, la perspective d'une détente des taux directeurs demeure plausible en cas d'accalmie géopolitique. À court terme, les taux longs ont néanmoins tendance à se redresser, sous l'effet d'anticipations d'inflation plus élevées et d'un besoin accru de financement public, notamment lié aux dépenses militaires.

Dans ce contexte, la trajectoire des finances publiques américaines constitue un élément déterminant. Le déficit fédéral, qui a atteint 5,9 % du PIB pour l'exercice budgétaire 2025 (5,3 % en données calendaires), devrait s'accroître en 2026. Plusieurs facteurs y



contribuent : la mise en œuvre du programme budgétaire dit « One Big Beautiful Bill Act », l'impact des décisions judiciaires remettant en cause certaines surtaxes douanières, ainsi que la progression des dépenses de défense. Selon le Congressional Budget Office, ce programme pourrait majorer le déficit de 3 400 milliards de dollars sur dix ans, soit environ 1,1 point de PIB par an. À cela s'ajouterait un effet de 0,6 point lié au remboursement de droits de douane annulés.

La structure du financement de la dette américaine a, par ailleurs, évolué ces dernières années. Le Trésor privilégie davantage les émissions de court terme : les Treasury Bills (maturité inférieure à un an) représentent environ 21 % des financements, contre 51 % pour les Treasury Notes (2 à 10 ans) et seulement 17 % pour les obligations longues (20 à 30 ans). Cette stratégie se traduit par une maturité moyenne de la dette d'environ 5,4 ans, sensiblement inférieure à celle observée dans plusieurs pays européens. Une telle configuration limite la pression immédiate sur les taux longs, mais accroît la sensibilité du service de la dette aux variations des taux courts, ce qui explique l'intérêt de l'administration de Donald Trump pour une politique monétaire accommodante.

Parallèlement, les autorités américaines cherchent à consolider l'attractivité des titres publics. Le « Genius Act » impose ainsi aux émetteurs de stablecoins de

détenir des réserves intégralement investies en bons du Trésor ou en instruments assimilés. Au-delà de la sécurisation de ces actifs numériques, cette disposition vise à canaliser une partie de l'épargne internationale vers le financement de la dette américaine, en particulier en provenance des économies émergentes soucieuses de se prémunir contre les risques de change et d'inflation.

Les marchés d'actions bénéficient ainsi d'un environnement de soutien multiple : rentabilité élevée des entreprises, gains de productivité importants, politiques monétaires et budgétaires accommodantes, modalités de financement de la dette favorables et captation d'une épargne mondiale abondante. Ces facteurs expliquent la capacité des indices américains à se maintenir à des niveaux élevés, en dépit des chocs récents.

Dans le même temps, les facteurs de vulnérabilité se renforcent. Les niveaux de valorisation, l'ampleur de l'endettement, la dépendance aux conditions financières et l'exposition aux tensions géopolitiques constituent autant de sources potentielles d'instabilité. Les précédents historiques rappellent que les phases d'expansion prolongée des marchés, lorsqu'elles s'accompagnent d'un recours accru au levier et d'un éloignement des fondamentaux, peuvent déboucher sur des ajustements rapides et parfois brutaux.



LA FINANCIARISATION DES PUCES !

Les grandes entreprises technologiques américaines s'apprêtent à franchir un seuil inédit dans l'ampleur de leurs investissements. En 2026, cinq d'entre elles devraient consacrer près de 700 milliards de dollars au développement de l'intelligence artificielle. À titre de comparaison, les dépenses mondiales d'exploration et de production dans le secteur pétrolier et gazier se sont élevées à environ 570 milliards de dollars l'an dernier. Ce basculement symbolique consacre la montée en puissance de la donnée comme facteur stratégique majeur. Pour autant, l'économie mondiale demeure encore largement structurée autour des hydrocarbures.

Ce contraste se retrouve dans l'organisation des marchés financiers. Le pétrole constitue un actif pleinement intégré, bénéficiant de marchés à terme profonds et liquides, ainsi que d'une large gamme d'instruments dérivés permettant de couvrir ou de transférer les risques. À l'inverse, les processeurs graphiques (GPU), pourtant au cœur de la révolution de l'intelligence artificielle, restent peu présents dans l'univers financier. Il n'existe pratiquement pas de marché dérivé permettant d'en fixer le prix ou d'en mutualiser les risques, qu'il s'agisse d'une chute de valeur ou d'une évolution technologique défavorable. Ces actifs apparaissent ainsi comme des candidats potentiels à une future financiarisation, à l'image de ce qu'ont connu, en leur temps, les matières premières ou l'immobilier.

Plusieurs initiatives émergent dans cette perspective. La société OneChronos, spécialisée dans les technologies de marché, prévoit de lancer une plateforme d'échange dédiée aux capacités de calcul, organisées sous forme d'enchères. Elle s'est associée à Auctionomics, cofondée par Paul Milgrom, afin de structurer ce nouveau type de marché. Parallèlement, la société Ornni a développé un indice de référence pour les prix des puces, incluant notamment les modèles les plus utilisés comme les GPU H100 produits par Nvidia. Elle envisage également la création de produits dérivés, tels que des options de vente, adossés à des actifs physiques.

L'émergence d'indices fiables et de marchés suffisamment liquides ouvrirait la voie à des instruments financiers plus élaborés. À terme, il serait envisageable d'émettre des obligations adossées à des portefeuilles de capacités de calcul, sur un modèle comparable à celui des titres adossés à des créances. De nombreux investisseurs acquièrent aujourd'hui des produits structurés reposant sur des actifs qu'ils maîtrisent imparfaitement – qu'il s'agisse de crédits à la consommation ou d'immobilier commercial – dès lors que les mécanismes de valorisation et de mutualisation des risques sont jugés crédibles.

Plusieurs obstacles limitent toutefois cette évolution. Le premier tient à la nature même des microprocesseurs, caractérisée par une obsolescence rapide. La valeur des puces se déprécie à mesure que de nouvelles générations



plus performantes sont mises sur le marché. Les grandes entreprises technologiques, telles que Alphabet, Microsoft, Meta ou Oracle, pourraient ainsi enregistrer jusqu'à 680 milliards de dollars de dépréciations cumulées au cours des prochaines années. À la différence d'un baril de pétrole, dont les caractéristiques restent globalement stables dans le temps, les performances des puces évoluent de manière rapide et parfois imprévisible, ce qui complique leur valorisation et accroît le risque pour les détenteurs d'actifs adossés.

À cette contrainte technologique s'ajoutent des difficultés logistiques. La capacité de calcul est étroitement liée à l'implantation des centres de données. Contrairement aux matières premières énergétiques, elle ne peut être transportée aisément d'une région à une autre. Cette localisation impose des écarts de prix significatifs selon les zones géographiques et limite les possibilités d'arbitrage entre offre et demande.

Si ces freins venaient à être levés, les gains potentiels seraient importants. Le développement d'instruments dérivés permettrait une meilleure répartition des risques, notamment celui d'obsolescence rapide des équipements, vers des investisseurs disposés à les assumer contre rémunération. Les entreprises dépendantes des

infrastructures de calcul pourraient ainsi sécuriser leurs coûts et concentrer leurs efforts sur l'optimisation de leurs activités. De leur côté, les jeunes entreprises fortement consommatrices de puissance de calcul accéderaient plus aisément au financement si leurs emprunts pouvaient être garantis par des actifs technologiques, puis regroupés et titrisés.

Ce mouvement de financiarisation de l'intelligence artificielle s'inscrit dans une compétition internationale plus large. Les États-Unis entendent conserver leur avance face aux autres pôles technologiques, notamment en Asie. Ils disposent, pour ce faire, d'un atout décisif : la profondeur et la sophistication de leurs marchés financiers, structurés autour de Wall Street.

Dans un contexte marqué par l'ampleur croissante des besoins de financement – qu'il s'agisse des dépenses militaires, de la transition énergétique, du vieillissement démographique ou du développement des technologies numériques –, l'ingénierie financière joue un rôle central. La capacité à structurer des marchés, à agréger des actifs hétérogènes et à transférer les risques constitue un levier puissant pour mobiliser l'épargne, abaisser les coûts de financement et accélérer l'essor de nouveaux secteurs économiques.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

L'EUROPE FACE AU DEFI TECHNOLOGIQUE !

Le déficit européen en matière de grandes entreprises technologiques constitue un constat ancien. En 2026, l'Europe – entendue au sens large incluant l'Union européenne, le Royaume-Uni et la Norvège – ne compte que six entreprises parmi les cent premières capitalisations technologiques mondiales, contre 56 pour les États-Unis et 16 pour la Chine. Cette situation reflète des handicaps structurels bien identifiés : un marché de plus de 500 millions d'habitants encore fragmenté par les langues et les cadres réglementaires, une union monétaire dépourvue d'un véritable marché des capitaux intégré, ainsi qu'un effort de recherche et développement inférieur à celui observé outre-Atlantique ou en Asie.

Ces limites n'épuisent pas le diagnostic. Le continent dispose d'atouts substantiels, notamment un réservoir de compétences alimenté par des universités et des centres de recherche de premier plan. Conscientes du décrochage accumulé, les autorités européennes ont multiplié les initiatives pour renforcer l'écosystème d'innovation. L'attractivité relative de l'Europe s'est, de surcroît, améliorée à la faveur de certaines inflexions politiques aux États-Unis et en Chine.

Les entreprises technologiques déjà établies jouent désormais un rôle d'entraînement, contribuant à l'émergence d'un tissu plus dense de

jeunes entreprises. Les investissements en capital-risque en Europe ont atteint environ 85 milliards de dollars l'an dernier, contre 22 milliards dix ans auparavant. Les États-Unis conservent une avance considérable, avec 339 milliards de dollars investis, portés notamment par l'essor de l'intelligence artificielle, tandis que la Chine se situe désormais en retrait avec 53 milliards.

Dans le prolongement du rapport Draghi de 2024, les institutions européennes s'efforcent d'améliorer les conditions de financement de l'innovation. La Commission européenne prépare un plan visant à rapprocher et à terme unifier les marchés de capitaux, aujourd'hui éclatés, afin de faciliter l'accès aux financements pour les entreprises en croissance. La mise en œuvre d'un tel projet se heurte toutefois à des contraintes politiques importantes, en particulier en matière d'harmonisation fiscale. Parallèlement, plusieurs États, dont le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne, adaptent leurs cadres réglementaires pour inciter les investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension, à orienter davantage leurs placements vers des actifs risqués, en particulier les jeunes entreprises technologiques.

La circulation des talents évolue également dans un sens plus favorable au continent. Les politiques migratoires restrictives et les restructurations dans



le secteur technologique américain contribuent à rediriger une partie des compétences vers l'Europe. Des salariés européens employés par des groupes américains font également le choix du retour. Dans le même temps, les acquisitions d'entreprises technologiques européennes par des acteurs américains se raréfient. Selon les données de Dealogic, la part des acquéreurs américains est passée de 12 % des opérations (35 % en valeur) au début des années 2010 à 9 % (17 % en valeur) sur la période récente.

La Chine participe indirectement à ce rééquilibrage. L'orientation croissante de son modèle vers une innovation pilotée par l'État a contribué à réduire le rôle de l'investissement privé et du capital-risque. Entre 2015 et 2025, la part chinoise dans le capital-risque mondial est passée de 30 % à 10 %, tandis que celle de l'Europe progressait de 12 % à 16 %, traduisant un déplacement partiel des flux de capitaux.

Au-delà des facteurs institutionnels et financiers, une évolution culturelle est perceptible. Longtemps, l'accumulation rapide de richesse a été regardée avec une certaine réserve en Europe. Les mécanismes d'intéressement, en particulier les stock-options, y ont été moins diffusés qu'aux États-Unis, limitant la constitution d'un écosystème d'entrepreneurs-investisseurs. Cette situation évolue progressivement. Les entreprises technologiques européennes recourent davantage à ces instruments, et plusieurs fondateurs à succès réinvestissent désormais dans de nouvelles initiatives. Nikolay Storonsky soutient ainsi plusieurs jeunes

entreprises en Europe, tandis que Daniel Ek s'est engagé dans le financement de sociétés technologiques, notamment dans le domaine de la défense. Selon Dealroom et le fonds Accel, d'anciens collaborateurs de Klarna ont déjà contribué à la création de plus de soixante start-ups.

Malgré ces évolutions, le retard européen demeure manifeste dans certains domaines stratégiques. Dans le champ de l'intelligence artificielle, seuls deux des 94 grands modèles de langage développés récemment proviennent d'Europe. L'objectif de produire 20 % des semi-conducteurs mondiaux à l'horizon 2030 apparaît, à ce stade, difficilement atteignable.

Certains secteurs offrent néanmoins des perspectives plus favorables. Les technologies climatiques constituent un domaine où l'Europe réduit progressivement son écart avec les États-Unis. La part des investissements en capital-risque consacrés à ce secteur est passée d'environ un quart du niveau américain en 2015-2016 à plus de la moitié en 2024-2025. L'assouplissement de certaines réglementations environnementales américaines pourrait accentuer cette dynamique. Plusieurs entreprises illustrent cette évolution, qu'il s'agisse de solutions énergétiques, de production industrielle décarbonée ou de captation du carbone.

Les technologies de défense connaissent également un regain d'intérêt, dans un contexte marqué par la montée des tensions géopolitiques et les incitations américaines à renforcer



les capacités militaires européennes. L'Allemagne, en particulier, a engagé un effort significatif, avec un budget de défense atteignant plus de 108 milliards d'euros en 2026 et une trajectoire ascendante vers plus de 3,5 % du PIB à l'horizon 2029. Les investissements se sont fortement accélérés depuis 2023, et le pays est devenu l'un des principaux exportateurs mondiaux d'armement. Selon le Stockholm International Peace Research Institute, il a dépassé la Chine dans le classement des exportateurs d'armes lourdes sur la période récente.

Les technologies dites de « deep tech », fondées sur des avancées scientifiques encore expérimentales, constituent un autre axe de développement. Des entreprises issues de grands centres de recherche européens, notamment en Allemagne, se positionnent sur des domaines tels que la fusion nucléaire,

l'informatique quantique ou la photonique. La part du capital-risque européen consacrée à ces technologies est passée de 19 % en 2021 à 36 % en 2025, selon Atomico, certains segments atteignant désormais un niveau de financement comparable à celui observé aux États-Unis.

Cette dynamique demeure néanmoins fragile. Les contraintes budgétaires, les arbitrages politiques et les dépendances stratégiques continuent de peser sur les choix d'investissement. En Allemagne, par exemple, des ajustements récents ont conduit à une modération de certaines dépenses militaires. Par ailleurs, plusieurs États européens maintiennent des liens étroits avec les États-Unis, notamment en matière d'équipements technologiques et de défense, ce qui limite l'émergence d'une autonomie complète.

NVIDIA : LA NOUVELLE IMPERATRICE DE LA HAUTE TECHNOLOGIE !

L'intervention de Jensen Huang, à l'occasion de la conférence annuelle des développeurs organisée le 16 mars, était très attendue par les acteurs du secteur. Pendant plus de deux heures, le dirigeant de Nvidia – devenue la première capitalisation mondiale – a présenté une nouvelle génération de puces, des modèles d'intelligence artificielle et des architectures couvrant des applications étendues, allant des centres de données distribués jusqu'aux véhicules autonomes. Il a avancé que ces innovations pourraient générer, dans les prochaines années, plus de 1 000 milliards de dollars de ventes d'équipements liés à l'intelligence artificielle.

Si cette présentation a suscité un accueil très favorable auprès des ingénieurs et des développeurs, les marchés financiers se montrent plus circonspects. Les interrogations se multiplient quant à la soutenabilité de la phase d'expansion actuelle de l'intelligence artificielle. Nvidia, principal bénéficiaire de cette dynamique, concentre désormais une part importante de ces doutes. Malgré la publication, le 25 février, de résultats trimestriels particulièrement solides accompagnés de perspectives de croissance élevées, le titre a reculé dès le lendemain. Depuis son point haut d'octobre, il accuse une baisse d'environ



13 %, tandis que l'indice des semi-conducteurs américains progresse d'environ 6 %. Cette divergence traduit un infléchissement du sentiment des investisseurs.

Les processeurs graphiques (GPU), qui constituent le cœur des architectures d'intelligence artificielle, concentrent aujourd'hui plus des deux tiers de la puissance de calcul dédiée à ces usages. Sur l'exercice clos en janvier, Nvidia a réalisé un chiffre d'affaires de 216 milliards de dollars, soit une multiplication par huit en trois ans. La trajectoire boursière de l'entreprise est tout aussi remarquable : près de trente années ont été nécessaires pour atteindre une capitalisation de 1 000 milliards de dollars, contre moins de deux ans pour franchir le seuil des 4 000 milliards, puis dépasser temporairement les 5 000 milliards.

Pour son dirigeant, les investissements déjà engagés dans les infrastructures d'intelligence artificielle ne constituent qu'une première étape. Les dépenses cumulées pourraient, selon lui, atteindre plusieurs milliers de milliards de dollars à terme. Nvidia dispose de ressources financières importantes pour accompagner cette expansion. Son flux de trésorerie disponible dépasse celui de ses principaux concurrents et ses liquidités excèdent 62 milliards de dollars, dont une part significative générée récemment. L'objectif affiché consiste à transformer l'entreprise en acteur incontournable de l'écosystème, en élargissant son offre au-delà des seuls composants. Cette stratégie passe par le développement de systèmes intégrés et par une présence accrue dans de nombreux secteurs

d'application. L'ambition est clairement de rivaliser avec les grandes plateformes technologiques comme Alphabet ou Microsoft.

Le positionnement de Nvidia n'est toutefois pas exempt de concurrence. AMD propose désormais des alternatives crédibles sur le segment des puces dédiées à l'intelligence artificielle, tandis qu'un nombre croissant de jeunes entreprises tentent de se positionner sur ce marché. Selon PitchBook, ces dernières ont levé environ 17 milliards de dollars en 2025, un montant supérieur à celui des deux années précédentes cumulées.

La pression concurrentielle la plus significative émane cependant des principaux clients de Nvidia. Les grandes entreprises du numérique — Amazon, Meta, Alphabet et Microsoft — représentent une part prépondérante de la demande, trois d'entre elles ayant généré à elles seules plus de la moitié du chiffre d'affaires du groupe lors du dernier exercice. Or, ces acteurs développent parallèlement leurs propres processeurs, capables de réduire sensiblement les coûts tout en améliorant les performances grâce à une intégration étroite entre matériel et logiciel.

Les contraintes géopolitiques accentuent ces tensions. Depuis octobre 2022, les autorités américaines limitent l'exportation des puces les plus avancées vers la Chine, ce qui pèse sur les perspectives de Nvidia sur ce marché. Dans le même temps, des acteurs locaux tels que Huawei, Cambricon ou MetaX renforcent leurs positions, au point que leur part pourrait

dépasser 90 % du marché chinois d'ici 2027, contre moins de 20 % en 2023.

Face à ces défis, Nvidia déploie une stratégie d'expansion multidimensionnelle. L'entreprise ne se limite plus aux GPU et investit désormais dans les processeurs centraux (CPU), ainsi que dans les infrastructures réseau, devenues essentielles au fonctionnement des systèmes d'intelligence artificielle. Ce segment a généré 11 milliards de dollars de revenus au dernier trimestre.

En parallèle, le groupe développe des modèles d'intelligence artificielle ouverts et spécialisés selon les usages – qu'il s'agisse de mobilité autonome, de robotique ou de recherche biomédicale – avec l'ambition de structurer des écosystèmes sectoriels. Plusieurs milliards de dollars devraient être consacrés à ces développements.

Cette approche s'inscrit dans une logique d'intégration verticale. Nvidia cherche à maîtriser l'ensemble de la chaîne de valeur, depuis les composants jusqu'aux logiciels et aux infrastructures. L'entreprise propose désormais des solutions complètes, qu'elle qualifie d'« usines d'intelligence artificielle », c'est-à-dire des centres de données clés en main. Ces offres s'adressent aussi bien aux entreprises qu'aux États, dans le cadre de stratégies d'autonomie technologique. Les revenus associés ont triplé en un an pour dépasser 30 milliards de dollars,

représentant environ 15 % des ventes liées à l'intelligence artificielle.

Dans le même temps, Nvidia s'efforce de diversifier sa clientèle afin de réduire sa dépendance vis-à-vis des grands groupes technologiques. Des partenariats ont ainsi été noués avec des industriels et des entreprises de santé. Mercedes-Benz intègre ses solutions pour les systèmes de conduite autonome, tandis que Eli Lilly recourt à ses infrastructures pour accélérer ses programmes de recherche.

La stratégie du groupe s'appuie également sur une politique d'investissement active. Depuis 2020, près de 200 opérations ont été réalisées pour un montant supérieur à 65 milliards de dollars, incluant notamment un engagement significatif dans OpenAI. Parallèlement, Nvidia sécurise ses approvisionnements, en particulier dans les technologies d'interconnexion, afin de limiter les risques de rupture.

L'entreprise se situe ainsi à un moment charnière. Elle ne se contente plus d'accompagner la diffusion de l'intelligence artificielle, mais cherche à en structurer l'architecture industrielle. Cette position centrale s'accompagne toutefois d'une exposition accrue aux cycles technologiques, aux évolutions géopolitiques et aux stratégies d'intégration de ses partenaires, qui tendent à internaliser une part croissante de la chaîne de valeur.

POINTS DE REPÈRE

EUROPE : LE VIEILLISSEMENT DEMOGRAPHIQUE EN MARCHÉ

La dette des administrations publiques au sens de Maastricht – c'est-à-dire la dette brute consolidée en valeur nominale – a poursuivi sa progression en 2025. Elle s'est accrue de 154,4 milliards d'euros pour atteindre 3 460,5 milliards d'euros. Rapportée au produit intérieur brut, elle représente désormais 115,6 %, contre 112,6 % à la fin de l'année 2024 et 109,5 % un an plus tôt. Cette trajectoire traduit un alourdissement continu de l'endettement public dans un contexte de croissance modérée.

La dynamique de réduction du déficit se heurte à un environnement financier moins favorable. Les taux d'intérêt se sont redressés de manière sensible. Le rendement de l'OAT à dix ans s'établit désormais autour de 3,8 %, contre 3,2 % en début d'année. Cette remontée renchérit mécaniquement le coût du financement de la dette. En 2026, la charge d'intérêts se rapproche du niveau du budget de l'Éducation nationale, soit environ 60 milliards d'euros, premier poste de dépense de l'État.

Les projections présentées par le gouvernement à l'automne dernier anticipaient une montée progressive du poids des intérêts à 3,2 % du PIB à l'horizon 2029. Cette trajectoire reposait sur un double scénario : une réduction graduelle du déficit public, censée revenir à 3 % du PIB, et une stabilisation des taux d'intérêt autour de

3,8 % en 2026 puis 4 % en 2029. Or, ces hypothèses apparaissent aujourd'hui fragilisées. L'objectif intermédiaire d'un déficit ramené à 4,7 % du PIB en 2026 a déjà été abandonné, et celui de 4,1 % l'année suivante semble difficilement atteignable. Parallèlement, la hausse des taux s'est révélée plus rapide qu'anticipé, notamment sous l'effet des tensions inflationnistes liées au contexte géopolitique au Moyen-Orient.

Avec un encours de dette dépassant désormais les 3 500 milliards d'euros, la France se trouve confrontée à un effet de refinancement de plus en plus coûteux. Les titres arrivant à échéance doivent être renouvelés à des conditions moins favorables que par le passé, ce qui alourdit progressivement la charge d'intérêts. Selon les estimations du ministère de l'Économie, une augmentation d'un point de pourcentage des taux se traduit par un surcoût d'environ 3 milliards d'euros la première année, 7 milliards la deuxième et plus de 18 milliards à horizon de cinq ans. Ce mécanisme, déjà à l'œuvre depuis plusieurs exercices, est susceptible de s'intensifier dans un contexte de normalisation monétaire.

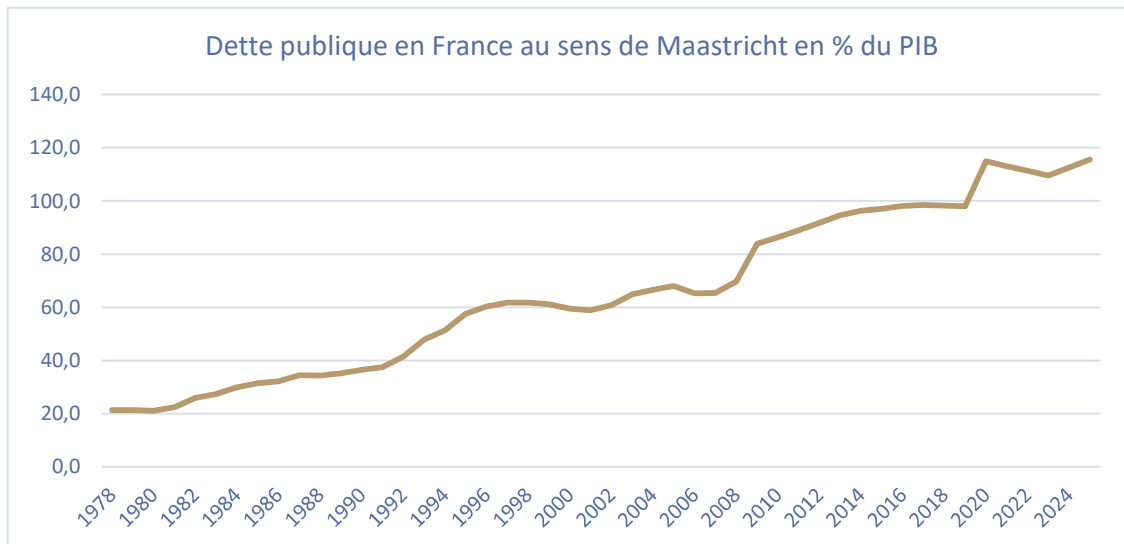
Les analyses de Rexecode suggèrent que la charge de la dette pourrait atteindre 3,5 % du PIB dès 2030, soit avec une avance d'un an sur les prévisions initiales. Un tel niveau n'est pas inédit : au milieu des années 1990,



les intérêts représentaient jusqu'à 3,6 % de la richesse nationale. La comparaison trouve toutefois ses limites dans l'ampleur du stock de dette actuel, qui a doublé depuis cette période.

Dans ce contexte, la gestion des finances publiques devrait devenir un

enjeu central à partir de la fin de la décennie. La combinaison d'un endettement élevé, de conditions de financement moins favorables et d'objectifs de consolidation budgétaire ambitieux implique des arbitrages de plus en plus contraints, tant en matière de dépenses que de recettes.



Données INSEE

IMMOBILIER : UN MARCHÉ TOUJOURS A LA RECHERCHE D'UN NOUVEAU SOUFFLE

Le marché immobilier résidentiel français continue d'évoluer sans direction nette. Au quatrième trimestre 2025, les prix des logements en France métropolitaine progressent légèrement, de +0,4 % en données corrigées des variations saisonnières, après une baisse marginale de -0,1 % au trimestre précédent. Cette évolution traduit une phase de stabilisation, sans véritable reprise.

L'analyse par segment met en évidence des trajectoires différenciées. Le marché de l'ancien, qui représente l'essentiel des transactions, enregistre un redressement modéré, avec une hausse de +0,5 % après un léger repli. Ce mouvement intervient à l'issue d'une période de près de deux ans de correction progressive, consécutive à la remontée des taux d'intérêt et au durcissement des conditions d'accès au crédit.

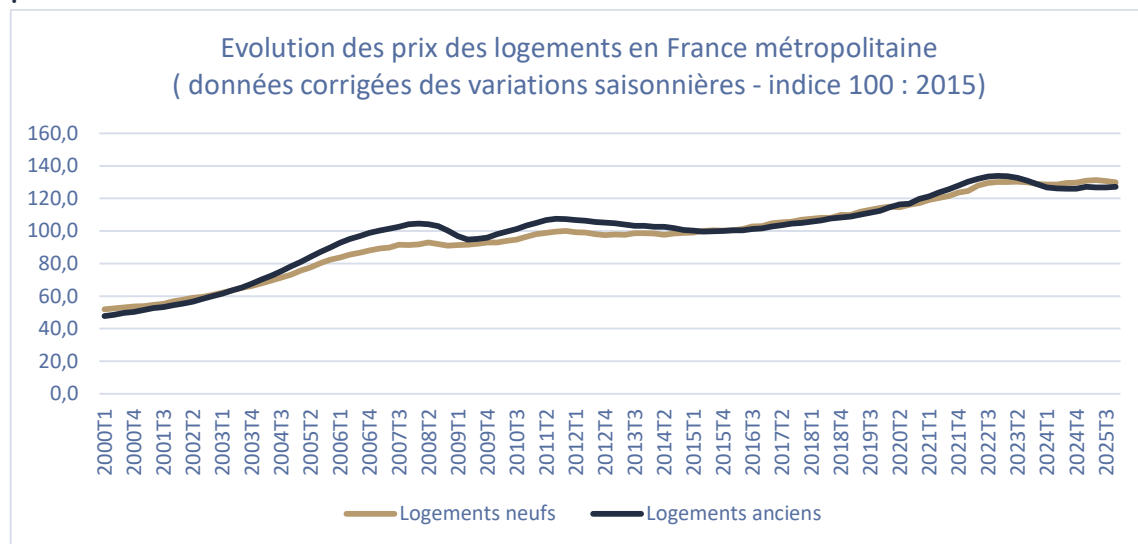


Le segment du neuf demeure, en revanche, orienté à la baisse. Les prix reculent pour le deuxième trimestre consécutif, de -0,6 % après -0,4 %. Ce recul s'inscrit dans un contexte marqué par des coûts de construction élevés, des conditions de financement plus contraignantes et une contraction significative des mises en chantier. Les promoteurs sont ainsi conduits à ajuster leurs prix face à une demande affaiblie.

En glissement annuel, la progression des prix reste modérée, à +1,0 % au quatrième trimestre 2025, après +0,7 % au trimestre précédent. Cette hausse est principalement portée par le marché de l'ancien (+1,1 %), tandis que le neuf

affiche un net ralentissement (+0,2 % après +1,0 %). Cette divergence confirme un écart croissant entre les deux segments du marché.

Sur une période plus longue, les niveaux de prix demeurent élevés. Entre 2015 et 2025, la valorisation des logements a augmenté de l'ordre de 27 % à 30 % selon les catégories de biens. Cette progression s'inscrit dans un cycle prolongé de hausse, largement alimenté par des conditions de financement exceptionnellement favorables. Le repli observé depuis 2023 s'apparente davantage à un ajustement après une phase d'expansion soutenue qu'à une correction brutale du marché



Données INSEE, SDES, Notaires de France – Groupe ADSN, Notaires du Grand Paris – Notantis.

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	31 mars 2026	Variation mensuelle mars 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
CAC40	7 816,94	-6,88	+0,34	8 149,50	7 380,74
DAXX	22 633,18	-7,62	+2,84	24 490,41	19 909,14
Footsie 100	10 176,45	-5,37°	+18,85	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	5 558,21	-7,24	+5,90	5 791,41	4 895,98
Dow Jones	46 341,33	-5,33	+10,23	48 220,13	42 544,22
Nasdaq Composite	21 590,63	-5,23	+24,63	23 372,75	19 310,79
S&P 500	6 528,52	-5,23	+16,22	6 879,57	5 881,63
Nikkei	51 063,72	-12,05	+43,37	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	3 891,86	-6,68	+17,01	3 968,84	3 351,76
Euro/dollar	1,1522	-1,35	+6,58	1,1735	1,0380
Once d'or (USD)	4 614,46	-13,41	+47,73	4 325,17	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	118,91	+52,28	+59,35	61,23	74,30
Bitcoin (USD)	66 826,2157	-3,32	-18,83	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 % mars 2026	1,7	2,8	1,5	3,3	2,5
Taux de chômage en % - février 2026	7,8	4,0	5,3	9,8	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 % (3/04/2026)	3,684	3,003	3,857	3,490	-

*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