

# LA LETTRE ÉCO THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<b>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</b> .....	2
<i>Au temps des Empires</i> .....	2
<b>HORIZON FRANCE</b> .....	4
<i>En attendant 2027</i> .....	4
<i>Le monde agricole : un monde de contrastes</i> .....	6
<i>Près de 6 millions d'entreprises en France</i> .....	8
<b>HORIZON EXTERIEUR</b> .....	11
<i>L'Europe à l'heure de la stagflation</i> .....	11
<i>États-Unis : l'intelligence artificielle peut-elle faire des miracles ?</i> .....	13
<b>HORIZON FINANCE</b> .....	15
<i>le marché américain est-il insubmersible ?</i> .....	15
<i>La monnaie et le déclin des empires !</i> .....	17
<b>AU-DELÀ DE L'HORIZON</b> .....	19
<i>Entreprises familiales : l'enjeu des transmissions !</i> .....	19
<i>Le commerce mondiale à l'heure du mercantilisme américain !</i> .....	22
<b>POINTS DE REPÈRE</b> .....	25
<i>Création d'entreprises toujours en hausse en France</i> .....	25
<i>La France : championne d'Europe du camping !</i> .....	26
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i> .....	27
<i>Les statistiques économiques</i> .....	28



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'embarrassant 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

### EN ATTENDANT 2027...

Passées les élections municipales, la France va s'engager progressivement dans une longue campagne pour l'élection présidentielle de 2027. Une fois de plus, la tentation de céder à la démagogie sera réelle, une élection se gagnant rarement avec « du sang, du labeur, des larmes et de la sueur ». Pourtant, l'environnement économique, financier et géopolitique s'annonce particulièrement contraint. La dette publique dépasse 115 % du PIB et le déficit avoisine 5 points de PIB. Sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, la croissance pourrait être nulle. Par ailleurs, les tensions internationales atteignent un niveau élevé, inédit depuis la fin de la guerre froide. Les relations avec les États-Unis se dégradent rapidement, au point que des hypothèses naguère écartées – retrait de l'OTAN ou accord avec la Russie sur l'Ukraine sans concertation européenne – ne peuvent plus être exclues.

La France est confrontée à un problème de compétitivité et de positionnement économique. La faiblesse de son système éducatif constitue un obstacle majeur à la transformation du système productif. Le pays ne forme pas suffisamment de scientifiques, d'informaticiens et d'ingénieurs pour répondre aux besoins des secteurs de pointe.

Les comparaisons internationales confirment ce décrochage. Les enquêtes PISA de l'OCDE mettent en évidence un niveau de performance en retrait. Dans l'étude TIMSS menée par l'IEA, seuls 3 %

des élèves atteignent un niveau avancé en mathématiques en France, contre 10 % en moyenne internationale, 15 % au Royaume-Uni, 40 % en Corée du Sud et 46 % à Singapour. La France se caractérise également par un nombre élevé de jeunes quittant le système éducatif sans emploi ni qualification (NEET).

Ces faiblesses se traduisent sur le marché du travail. Le taux d'emploi des jeunes demeure faible : autour de 25 % en 2025, contre 78 % aux Pays-Bas, 60 % au Danemark et 52 % en Allemagne. Une amélioration du niveau de formation constituerait un levier direct pour relever ce taux.

Le déficit de compétences pèse aussi sur la structure productive. En 2025, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière représente 9 % du PIB en France, contre 19 % en Allemagne. Dans les technologies de l'information et de la communication, la part atteint 7,2 % du PIB aux États-Unis, 5 % en Allemagne et 4,2 % en France.

La question des dépenses sociales constituera un enjeu central du débat présidentiel. Le vieillissement démographique entraîne une hausse des dépenses de retraite – premier poste de dépenses – ainsi que des dépenses de santé et de dépendance. En 2025, les dépenses de protection sociale dépassent 31 % du PIB en France, contre 27 % en moyenne dans la zone euro. Ce niveau élevé tient à la



qualité de la couverture, mais aussi à une production nationale insuffisante au regard de la population.

Le taux d'emploi constitue à cet égard un facteur déterminant. Pour les 15-64 ans, il s'établit à 69 % en 2025, contre 78 % en Allemagne et 82 % aux Pays-Bas. Moins d'actifs en emploi signifie moins de production et davantage de prestations, ce qui réduit les marges de manœuvre pour l'investissement, la recherche et l'éducation.

Cette situation s'explique en partie par une sortie précoce du marché du travail. En 2025, le taux d'emploi des 60-64 ans est de 42 % en France, contre plus de 70 % en Allemagne, en Suède et aux Pays-Bas. La question des retraites restera donc centrale. La suspension de la réforme de 2023, prévue jusqu'en 2027, devra être tranchée. Selon le Conseil d'orientation des retraites, un âge légal fixé à 64 ans ne suffirait pas à assurer l'équilibre du système à l'horizon 2030 ; un relèvement à 65 ans permettrait de le rétablir.

Le niveau élevé des prélèvements obligatoires pèse sur l'investissement des entreprises. En 2025, celui-ci s'élève à 11,1 % du PIB, soit quatre points de moins qu'aux États-Unis. La France se distingue par un taux de prélèvements parmi les plus élevés de l'OCDE : 45,3 % du PIB, contre 40,5 % en moyenne dans l'Union européenne. Les impôts de production constituent un handicap supplémentaire.

Pour compenser ces prélèvements, les pouvoirs publics ont mis en place un ensemble d'aides et de subventions

estimé à environ 200 milliards d'euros. Ce dispositif, complexe, peut générer des effets d'aubaine et des situations de rente. Une réorganisation associant baisse des prélèvements et rationalisation des aides apparaît souhaitable.

L'effort de recherche et développement reste insuffisant. En 2025, il représente 2,7 % du PIB aux États-Unis, 2,1 % en Allemagne et 1,4 % en France. Ce retard limite le potentiel d'innovation et contribue au recul de la productivité observé entre 2017 et 2025.

Enfin, l'organisation de l'action publique constitue un facteur de rigidité. La superposition des niveaux administratifs – communes, intercommunalités, départements, régions – entraîne une dilution des responsabilités. Les collectivités locales rencontrent des difficultés pour mener à bien leurs missions, en raison d'un déficit de compétences et du poids des contraintes réglementaires. Faute de moyens financiers suffisants, l'État recourt davantage à la norme, ce qui alourdit les procédures. Les tentatives de simplification n'ont, à ce stade, pas abouti.

Dans ce contexte, l'engagement de réformes structurelles apparaît indispensable pour éviter un déclassement progressif. Le recul relatif de la France se mesure notamment par son PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat : supérieur à la moyenne européenne jusqu'à la fin des années 2010, il lui est désormais inférieur, avec un écart qui continue de se creuser.

## LE MONDE AGRICOLE : UN MONDE DE CONTRASTES

En 2020, la France compte près de 400 000 ménages agricoles (hors Guadeloupe, Guyane et Mayotte). Définis par la présence d'au moins un exploitant agricole et des personnes vivant habituellement à ses côtés, ces ménages regroupent environ un million d'individus, soit près de 2 % de l'ensemble des ménages actifs.

Leurs ressources proviennent en premier lieu de l'activité agricole, mais celle-ci ne constitue qu'une partie de leurs revenus. Ceux-ci peuvent également être issus d'activités professionnelles complémentaires exercées par l'exploitant ou d'autres membres du foyer, de revenus de remplacement (retraites, allocations chômage), de revenus du patrimoine ou encore de prestations sociales. Cette diversité reflète la complexité des équilibres économiques propres aux ménages agricoles.

L'implantation de ces ménages s'inscrit dans un maillage de 435 régions agricoles, avec de fortes spécialisations territoriales. Ainsi, la moitié des ménages viticoles se concentre dans une dizaine de régions agricoles. L'élevage bovin destiné à la viande est lui aussi géographiquement regroupé : 50 % des ménages concernés se situent dans 28 régions, principalement dans le centre et l'ouest du pays.

Le niveau de vie médian des personnes appartenant à un ménage agricole s'élève à 22 700 euros par an en 2020, soit un niveau très proche de celui de l'ensemble des ménages actifs (22 800 euros). Cette proximité masque toutefois

des écarts importants selon les productions.

Certaines filières dégagent des revenus plus élevés. C'est le cas des grandes cultures (céréales, oléagineux), de la viticulture ou encore de l'élevage de granivores (porcs, volailles), pour lesquelles le niveau de vie médian dépasse généralement celui des ménages actifs. À l'inverse, les exploitations spécialisées dans l'élevage bovin (lait ou viande), ovin ou caprin présentent des niveaux de vie plus faibles.

Ces écarts doivent être analysés avec prudence en raison de la forte variabilité des revenus agricoles. Ceux-ci dépendent étroitement des conditions climatiques, de l'évolution des prix et du contexte géopolitique. L'année 2020 en fournit une illustration : les grandes cultures ont été pénalisées par des conditions météorologiques défavorables (pluies, tempêtes, sécheresses), avant de connaître un rebond en 2021 et 2022 sous l'effet de la hausse des prix liée au conflit en Ukraine. La viticulture a, de son côté, été affectée en 2020 par la contraction des marchés et les tensions commerciales. Dans l'ensemble, les revenus agricoles apparaissent plus instables que ceux des autres ménages actifs.

Les inégalités de revenus sont également plus marquées au sein des ménages agricoles. Le seuil d'accès aux 10 % les plus aisés atteint 44 200 euros, tandis que le plafond des 10 % les plus modestes s'établit à 10 700 euros. Le rapport entre ces deux niveaux est de



4,1, contre 3,3 pour l'ensemble des ménages actifs.

Ces écarts varient fortement selon les territoires. Ils sont particulièrement élevés en Corse, à La Réunion et en Martinique, où les revenus des ménages les plus aisés dépassent d'au moins 5,7 fois ceux des plus modestes, en raison notamment de la faiblesse des revenus des ménages les moins favorisés. Des disparités importantes sont également observées dans certaines zones rurales du centre de la France ou dans des régions proches de la frontière espagnole. À l'inverse, dans le Bassin parisien ou certaines zones du Centre-Val de Loire, les écarts élevés s'expliquent davantage par la présence de ménages agricoles aux revenus élevés.

Les régions viticoles présentent des situations contrastées. Dans la vallée du Rhône, les inégalités sont principalement liées au niveau élevé des revenus supérieurs. Dans le Bordelais ou sur le littoral méditerranéen, elles résultent à la fois de revenus modestes à la base et élevés en haut de distribution. La Champagne se distingue par des écarts plus limités, en raison d'un niveau de vie plus élevé des ménages les moins favorisés.

Les ménages agricoles sont également plus exposés à la pauvreté monétaire. En 2020, 16,3 % des personnes appartenant à ces ménages vivent sous le seuil de pauvreté (13 300 euros annuels), soit un taux supérieur de 3,5 points à celui de l'ensemble des ménages actifs.

Dans certains territoires, cette situation est accentuée. À La Réunion, en

Martinique et en Corse, entre 30 % et plus de 40 % des membres des ménages agricoles sont concernés. À l'exception de quelques régions comme l'Île-de-France, les Hauts-de-France ou le Grand Est, cette surreprésentation de la pauvreté est largement répandue.

L'analyse par âge met en évidence des trajectoires spécifiques. Chez les moins de 30 ans, les taux de pauvreté sont comparables à ceux observés dans l'ensemble des ménages actifs. En revanche, l'amélioration des niveaux de vie intervient plus tardivement et reste moins marquée. Entre 30 et 60 ans, les taux de pauvreté demeurent systématiquement plus élevés.

Parallèlement, les hauts revenus agricoles peuvent être supérieurs à ceux observés dans les autres catégories. Les 10 % les plus aisés disposent d'un niveau de vie supérieur d'environ 3 200 euros à celui des ménages actifs les plus riches. Ce phénomène est observé dans la plupart des régions, notamment dans les zones de grandes cultures ou à forte productivité. Certaines exceptions existent toutefois, comme en Auvergne-Rhône-Alpes ou en Martinique, où les revenus élevés agricoles restent inférieurs à ceux des autres ménages. Dans certaines zones d'Occitanie ou de Nouvelle-Aquitaine, les situations sont plus contrastées, avec des revenus élevés agricoles parfois inférieurs à ceux des autres catégories, notamment dans les territoires éloignés du littoral ou proches de la frontière espagnole.

Au total, les ménages agricoles se caractérisent par une structure économique singulière : une forte hétérogénéité des niveaux de vie et une



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

sensibilité élevée aux aléas économiques. Leur situation dépend étroitement de facteurs extérieurs – conditions climatiques, marchés

internationaux, politiques agricoles – qui accentuent les écarts de revenus et rendent leur trajectoire plus incertaine.

## PRES DE 6 MILLIONS D'ENTREPRISES EN FRANCE

En 2023, le nombre d'unités légales marchandes et productives – assimilées ici à des entreprises – atteint 5,8 millions dans les secteurs de l'industrie, de la construction, du commerce et des services. La progression reste positive mais ralentit : +4,1 % après +4,8 % en 2022 et +8,1 % en 2021. Il s'agit du rythme le plus faible observé depuis 2018, tout en demeurant supérieur à la moyenne annuelle enregistrée entre 2014 et 2017 (+2,6 %).

Cette évolution s'explique par un renouvellement important du tissu entrepreneurial. En 2023, près de 870 000 entreprises deviennent actives alors qu'elles ne l'étaient pas l'année précédente, dont environ 760 000 créations. À l'inverse, 640 000 entreprises actives en 2022 cessent de l'être en 2023, dont environ 600 000 cessations ou mises en sommeil. Le reste correspond principalement à des reprises ou à des restructurations.

Le ralentissement tient essentiellement à la hausse des sorties. Le taux d'entrée reste stable à 15,8 %, tandis que le taux de sortie progresse, atteignant 11,7 % en 2022 contre 11,1 % en 2021 et environ 10 % les années précédentes. Cette augmentation concerne surtout les sociétés et les entreprises individuelles classiques, et dans une moindre mesure les micro-

entrepreneurs. Les secteurs du commerce, de l'hébergement-restauration et de la construction concentrent une part importante de ces sorties.

Le nombre d'entreprises individuelles classiques recule légèrement en 2023 pour s'établir à 1,2 million (-0,4 % après -0,1 % en 2022). Cette baisse reste toutefois moins marquée que sur la période 2014-2021 (-1,1 % en moyenne annuelle). Leur contribution à l'évolution globale du nombre d'entreprises devient légèrement négative.

Le commerce enregistre le recul le plus important, avec 110 000 entreprises individuelles, soit une baisse de 6,7 % sur un an. Ce secteur explique l'essentiel de la contraction. Le repli des activités de vente à domicile y contribue, dans un contexte plus large de recul du commerce de détail dans plusieurs segments, notamment alimentaire, pharmaceutique et vestimentaire.

À l'inverse, l'industrie progresse nettement (+8,3 %) pour atteindre 48 700 entreprises. Cette hausse est principalement liée au développement de la production d'électricité, en particulier d'origine renouvelable, en forte expansion. Certaines activités artisanales, comme la boulangerie-pâtisserie, restent toutefois en retrait.



Le nombre de micro-entrepreneurs actifs atteint 1,9 million en 2023, en hausse de 6,5 % après +7,0 % en 2022. Cette catégorie constitue un moteur important de la croissance du nombre d'entreprises.

Les services en sont le principal support. Les activités de services aux particuliers et de réparation progressent de plus de 11 %, même si le rythme ralentit par rapport à la période 2017-2022. Les activités dites personnelles – bien-être, coaching, tatouage – ainsi que les soins de beauté contribuent largement à cette hausse.

Les services administratifs et de soutien enregistrent également une forte progression (+17,5 %), avec environ 160 000 micro-entrepreneurs. Cette dynamique repose notamment sur le développement des activités de ménage et de secrétariat.

À l'inverse, le secteur des transports et de l'entreposage recule légèrement. Cette évolution est liée au repli des activités de livraison de colis et de repas. En revanche, le transport de personnes, notamment via taxis et VTC, continue de progresser.

Les sociétés représentent 2,7 millions d'unités en 2023, en hausse de 4,6 % après +5,6 % en 2022. Elles contribuent, avec les micro-entrepreneurs, à parts comparables à la croissance globale.

Les activités spécialisées, scientifiques et techniques jouent un rôle central dans cette progression. Elles regroupent 370 000 sociétés et affichent une hausse de 6,6 %, portée par les activités

de conseil et les fonctions de sièges sociaux.

Le secteur financier et assurantiel participe également à cette dynamique, notamment grâce au développement des sociétés de gestion.

Les services administratifs et de soutien progressent aussi, tirés par les activités de secrétariat et la location d'équipements, cette dernière bénéficiant de dispositifs fiscaux incitatifs, en particulier dans les territoires ultramarins.

La moitié des entreprises actives en 2014 le sont restées sans interruption jusqu'en 2023. Ce taux de survie est toutefois sous-estimé car il ne prend pas en compte les transformations juridiques ni les reprises.

Les sociétés présentent la meilleure pérennité, avec un taux de survie proche de 60 % à neuf ans, contre environ un tiers pour les micro-entrepreneurs. Parmi ces derniers, peu changent de statut pour devenir entreprises individuelles classiques.

À trois ans, le taux de survie reste stable autour de 75 % entre 2014 et 2020. La progression des sociétés compense la part croissante des micro-entrepreneurs, généralement plus fragiles.

Les écarts de pérennité entre secteurs s'expliquent en grande partie par la proportion de micro-entrepreneurs, dont la durée de vie est plus courte, avec un taux de survie inférieur d'environ 20 points à celui des autres formes d'entreprises.



Le secteur des transports se distingue par une fragilité particulière, avec un taux de survie nettement inférieur à la moyenne. Cette situation tient à la forte présence de micro-entrepreneurs et à la viabilité limitée de certaines activités liées aux plateformes numériques.

À l'inverse, les activités de santé, d'action sociale et les services financiers présentent des taux de survie élevés, en raison d'une structure plus stable et d'une moindre dépendance aux formes d'entrepreneuriat les plus précaires.

En 2023, les micro-entrepreneurs représentent environ un tiers des entreprises actives. Ils sont présents dans la quasi-totalité des secteurs, à l'exception de certaines professions réglementées ou d'activités peu compatibles avec ce statut. Leurs activités couvrent un large champ :

conseil, services administratifs, services à la personne, formation ou commerce en ligne. Dans la plupart des cas, elles reposent sur un nombre limité de clients.

Le secteur des transports, bien que très visible en matière de créations, ne représente qu'une part réduite des entreprises actives, en raison d'un taux d'abandon élevé et d'un passage à l'activité effective limité. Enfin, pour une majorité de micro-entrepreneurs, ce statut constitue un facteur déterminant de création : près des deux tiers déclarent ne pas avoir entrepris sans ce dispositif. Le relèvement des seuils de chiffre d'affaires en 2018 a eu un effet limité sur cette dynamique, la plupart des entrepreneurs restant en deçà des plafonds.

## HORIZON EXTERIEUR

### L'EUROPE A L'HEURE DE LA STAGFLATION

Avant même le déclenchement du conflit en Iran, l'Europe faisait déjà du surplace avec une croissance faible. L'inflation peinait dans plusieurs États membres, à revenir dans la cible des 2 %. La hausse des prix était alimentée par des tensions salariales liées au vieillissement démographique ainsi que par la hausse des prix de certaines matières premières, notamment les métaux industriels (argent, cuivre, terres rares). La guerre au Moyen-Orient a en deux mois fait passer l'inflation de la zone euro à 3 %. La Banque centrale européenne prépare l'opinion à relancer la hausse de ses taux directeurs.

En 2025, la croissance de la zone euro s'est établie à 1,1 %, et à 0,9 % hors Irlande, dont le PIB a progressé de 12,3 % sous l'effet des exportations de services technologiques et pharmaceutiques. Depuis 2017, les gains de productivité sont quasi nuls dans la zone euro, ce qui limite fortement son potentiel de croissance. Sur une période de dix-sept ans, la productivité par tête n'a progressé que de 7 %, contre plus de 25 % aux États-Unis.

Cette faiblesse de la productivité se traduit par des tensions sur le marché du travail. En l'absence de gains de productivité suffisants, les entreprises doivent augmenter leurs effectifs pour répondre à la demande. Dans le même temps, la population active diminue sous l'effet du vieillissement, ce qui accentue la pression sur les salaires. Le

taux de chômage de la zone euro, à 6,2 % de la population active, se situe à un niveau historiquement bas.

Les prix des matières premières continuent de progresser, tout comme ceux des composants électroniques. Depuis 2024, les métaux industriels ont augmenté de 18 %, tandis que les semi-conducteurs, en particulier la mémoire vive, ont vu leurs prix croître de plus de 20 %. Cette évolution s'explique notamment par la demande liée au développement de l'intelligence artificielle.

Si les prix des biens industriels tendent à diminuer sous l'effet de la concurrence chinoise — en raison de capacités de production excédentaires — ceux des services restent orientés à la hausse. Ces derniers dépendent fortement des coûts salariaux et sont moins exposés aux gains de productivité. Le vieillissement démographique renforce cette tendance, une population plus âgée consommant davantage de services domestiques.

Le conflit en Iran accentue les tensions inflationnistes via la hausse des prix de l'énergie. Plus la situation perdure, plus les coûts énergétiques se diffusent à l'ensemble de l'économie, avec un risque d'enclenchement d'une dynamique inflationniste durable.

Dans ce contexte, afin d'éviter un nouvel épisode inflationniste comparable à celui de 2022, la Banque centrale européenne pourrait être



conduite à durcir sa politique monétaire. Une telle orientation pèserait sur l'investissement des ménages et des entreprises, et, par conséquent, sur la croissance.

Les États-Unis présentent une configuration différente. Les gains de productivité y sont plus élevés, en partie sous l'effet du développement de l'intelligence artificielle, ce qui exerce une pression modératrice sur les prix. Par ailleurs, le coût de l'énergie y demeure inférieur à celui observé en Europe. Devenus exportateurs de pétrole et de gaz, les États-Unis bénéficient même de la hausse des prix de ces ressources, qui ne constitue pas un frein majeur à leur croissance.

L'économie américaine est également soutenue par un niveau d'investissement élevé dans les technologies. Les dépenses en logiciels représentent près de 3 % du PIB, contre 0,8 % dans la zone euro. Toutefois, l'inflation reste alimentée par la hausse des droits de douane et par le

ralentissement de l'immigration, qui réduit l'offre de travail. Les ménages subissent également une hausse du prix des carburants, même si celle-ci reste moins marquée qu'en Europe. Dans ce contexte, la banque centrale américaine pourrait être amenée à retarder la baisse de ses taux directeurs, pourtant souhaitée par Donald Trump.

L'Europe est confrontée à une combinaison de facteurs défavorables : faibles gains de productivité, contraintes démographiques et dépendance énergétique. Contrairement aux États-Unis, elle ne dispose ni d'un moteur technologique équivalent, ni d'une autonomie énergétique suffisante pour absorber les chocs externes. Dans ce contexte, la politique monétaire apparaît comme un instrument contraint : nécessaire pour contenir l'inflation, mais susceptible d'accentuer le ralentissement de l'activité. Le risque de stagflation ne relève plus d'un simple scénario théorique ; il tend à devenir une perspective crédible pour la zone euro.

## ÉTATS-UNIS : L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE PEUT-ELLE FAIRE DES MIRACLES ?

Selon Kevin Warsh nommé par Donald Trump pour présider la Réserve fédérale des États-Unis, le développement de l'intelligence artificielle serait de nature à générer des gains de productivité susceptibles de contenir l'inflation et, à terme, de permettre une baisse des taux d'intérêt. Cette analyse est également défendue par Donald Trump, qui considère que l'inflation est d'ores et déjà maîtrisée. Les données récentes conduisent néanmoins à nuancer ce diagnostic.

Aux États-Unis, l'intelligence artificielle constitue un facteur de croissance significatif, avec une contribution estimée à environ 25 %. En 2025, la progression du PIB de 2,3 % s'est accompagnée de créations d'emplois limitées, traduisant des gains de productivité élevés. Dans plusieurs secteurs fortement exposés à ces technologies – distribution, transport et logistique, services aux entreprises, services financiers et information – l'emploi a stagné, voire reculé.

Malgré la hausse des droits de douane en 2025, mesure à caractère inflationniste, la progression des prix est restée modérée. Les prix des services ont même amorcé un repli. L'inflation sous-jacente, bien que toujours supérieure à 2 %, est orientée à la baisse. Les salaires ont progressé d'environ 3,8 % en 2025, mais cette hausse a été en grande partie absorbée par les gains de productivité, ce qui a contribué au ralentissement de l'inflation.

Toutefois, les anticipations des agents économiques restent orientées à la

hausse. L'impact des droits de douane ne se diffuse que progressivement dans les prix et devrait se matérialiser pleinement en 2026. Par ailleurs, le durcissement des politiques migratoires limite la progression de la population active, ce qui alimente des tensions salariales. La faible création d'emplois s'explique ainsi à la fois par les gains de productivité et par la raréfaction de la main-d'œuvre disponible. Dans ce contexte, l'inflation est attendue autour de 3 % en 2026.

Dans le même temps, la dynamique de croissance s'essouffle. Au quatrième trimestre 2025, le PIB n'a progressé que de 0,7 %, contre 4,4 % au trimestre précédent. L'activité a été pénalisée par la fermeture partielle des administrations fédérales pendant 43 jours, mais les indicateurs de demande intérieure se sont également dégradés. Les ventes finales aux acheteurs privés intérieurs n'ont augmenté que de 1,9 %, contre 2,4 % estimés initialement et 2,9 % au troisième trimestre. Avant même les tensions géopolitiques liées à l'Iran, la croissance américaine montrait des signes de ralentissement.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale des États-Unis est confrontée à un arbitrage délicat. Le maintien de taux élevés peut apparaître nécessaire pour contenir les pressions inflationnistes, mais les gains de productivité liés à l'intelligence artificielle pourraient offrir, à terme, des marges d'assouplissement. Une inflexion de la politique monétaire dépendra toutefois de l'évolution des anticipations d'inflation et du contexte géopolitique.



En zone euro, la situation est sensiblement différente. La productivité par tête stagne depuis 2017. L'adoption de l'intelligence artificielle reste limitée : environ 2 % des entreprises y ont recours, contre 30 % aux États-Unis. L'écart se retrouve également dans les capacités technologiques, avec 61 modèles de langage développés aux États-Unis contre 21 dans l'Union européenne. Les États-Unis concentrent près de 50 % de la puissance mondiale de calcul dédiée à l'IA, contre environ 10 % pour l'Union européenne.

La baisse de l'inflation observée en 2024 et 2025 en zone euro s'explique principalement par la modération salariale et le recul des prix de l'énergie. La remontée de ces derniers ne pourra pas être compensée par des gains de productivité suffisants, ce qui pourrait contraindre la Banque centrale européenne à maintenir, voire à relever ses taux directeurs.

L'hypothèse d'une désinflation portée par l'intelligence artificielle repose sur des bases réelles aux États-Unis, mais elle reste fragile. Les gains de productivité ne suffisent pas à

neutraliser les pressions inflationnistes liées aux politiques commerciales, aux contraintes démographiques et aux tensions géopolitiques. Le risque est celui d'un décalage entre une économie plus productive et une inflation durablement supérieure à la cible des banques centrales.

En zone euro, l'insuffisante diffusion de ces technologies prive l'économie d'un levier d'ajustement essentiel. La désinflation récente apparaît davantage conjoncturelle que structurelle. En l'absence de gains de productivité significatifs, la hausse des coûts, notamment énergétiques, pourrait rapidement raviver les tensions inflationnistes.

De part et d'autre de l'Atlantique, l'intelligence artificielle constitue ainsi un facteur de transformation, mais non un mécanisme immédiat de stabilisation macroéconomique. Les banques centrales restent confrontées à une contrainte persistante : arbitrer entre des gains de productivité encore partiels et des pressions inflationnistes qui demeurent élevées.

## HORIZON FINANCE

### LE MARCHÉ AMÉRICAIN EST-IL INSUBMERSIBLE ?

L'épisode du « Liberation Day » d'avril 2025 n'a pas entraîné de sortie massive de capitaux des États-Unis. Il a en revanche mis en évidence une évolution plus discrète mais significative : une remise en cause partielle du rôle stabilisateur du dollar. Les investisseurs internationaux continuent d'acquérir des actifs américains en volume élevé, mais ils cherchent désormais à neutraliser le risque de change. Ce déplacement des comportements pourrait signaler une inflexion dans le fonctionnement du système monétaire international.

Au printemps 2025, les marchés financiers ont connu une configuration inhabituelle. À la suite des annonces de relèvement des droits de douane américains, les actions, les obligations souveraines et le dollar ont reculé simultanément. Dans les deux semaines ayant suivi ces décisions, le S&P 500 a cédé 5 %, le rendement des Treasuries à dix ans a augmenté de 20 points de base pour atteindre 4,33 %, ce qui correspond à une baisse d'environ 1,7 % de leur valeur, tandis que le dollar se dépréciait de 3,5 % face à un panier de devises.

Ce mouvement simultané constitue une rupture par rapport aux schémas habituels. Historiquement, le dollar jouait un rôle d'amortisseur : en période de correction des actifs américains, il se renforçait, offrant aux investisseurs internationaux une forme de couverture implicite. Ce mécanisme permettait de

limiter les pertes en période de tension. Sa disparition temporaire au printemps 2025 a révélé une évolution importante ; le dollar ne joue plus systématiquement ce rôle compensateur et redevient un facteur de risque à part entière.

Pour autant, l'attractivité des États-Unis reste intacte. Les flux de capitaux demeurent élevés : à la fin juillet 2025, les investisseurs non-résidents avaient acquis en net 253 milliards de dollars d'actions américaines et 356 milliards de bons du Trésor, des montants nettement supérieurs aux moyennes observées entre 2015 et 2024.

Cette situation s'explique par des facteurs structurels solides : un marché obligataire d'une profondeur et d'une liquidité inégalées, des rendements réels redevenus positifs après le resserrement monétaire, une avance technologique portée par les grandes entreprises liées à l'intelligence artificielle, et surtout l'absence d'alternative crédible à l'échelle mondiale. L'Europe ne dispose pas d'un actif obligataire fédéral comparable aux Treasuries, le Japon reste contraint par sa politique monétaire, et la Chine souffre d'un déficit de confiance institutionnelle. Les États-Unis demeurent ainsi au cœur du système financier international.



Cette centralité se reflète dans le rôle du dollar. Il reste la principale monnaie internationale à plusieurs titres. Selon le FMI (COFER), il représente environ 58 % des réserves de change mondiales en 2025, contre près de 20 % pour l'euro et moins de 3 % pour le renminbi. Entre 45 % et 50 % des échanges internationaux de biens sont libellés en dollars, bien au-delà du poids des États-Unis dans le commerce mondial (environ 10 %). Le dollar intervient dans près de 90 % des transactions de change selon la BRI, et plus de 60 % de la dette internationale est libellée dans cette devise. Ce rôle central — réserve, monnaie de transaction et de financement — fonde le « privilège exorbitant » des États-Unis.

Depuis le début de l'année 2025, les investisseurs ne remettent pas en cause cette position dominante, mais ils modifient leur gestion du risque. La couverture de change se généralise. Les investisseurs institutionnels danois ont ainsi porté leur taux de couverture des actifs en dollars d'environ 60 % à plus de 70 % en 2025. Les grands fonds de pension australiens, qui gèrent près de 2 800 milliards de dollars d'actifs, ont adopté une stratégie comparable.

Alors que le risque de change était auparavant souvent accepté, car implicitement compensé, il fait désormais l'objet d'une gestion active. Cette évolution se traduit par une hausse du coût des instruments de couverture, notamment les swaps de change. Le cross-currency basis, indicateur du coût de couverture, s'est dégradé après avril 2025, traduisant une demande accrue de protection contre une baisse du dollar. Ce mécanisme peut produire un effet auto-entretenu : les

institutions qui vendent ces couvertures se couvrent elles-mêmes en vendant du dollar au comptant, accentuant sa dépréciation.

La question posée est moins économique que politique. Les annonces tarifaires de 2025 ont introduit une incertitude sur la cohérence de la politique américaine. Or, la solidité du dollar repose autant sur la confiance institutionnelle que sur les fondamentaux économiques. Lorsque cette confiance est entamée, même marginalement, les ajustements passent moins par des sorties de capitaux que par des stratégies de couverture.

Le déclin du dollar, souvent annoncé, ne se matérialise pas à ce stade. Les effets d'inertie restent puissants. La domination du billet vert repose sur des infrastructures financières, des réseaux et des habitudes contractuelles qui évoluent lentement. En revanche, une transformation est en cours : le dollar ne constitue plus un stabilisateur automatique, mais une variable de risque comme les autres.

Cette évolution, progressive et peu visible, pourrait entraîner des conséquences durables. Si les stratégies de couverture se généralisent, la demande de dollars non couverts pourrait diminuer, rendant la devise plus sensible aux chocs politiques et géopolitiques.

L'épisode du « Liberation Day » ne remet pas en cause la domination du dollar. Il marque plutôt la fin de son caractère implicite. Le reste du monde continue d'investir aux États-Unis faute d'alternative équivalente, mais sans



THOMAS VENDÔME  
INVESTMENT

bénéficier de la même protection monétaire qu'auparavant. Le dollar demeure central, mais il n'assure plus

systematiquement la fonction de stabilisateur qu'on lui prêtait.

## LA MONNAIE ET LE DECLIN DES EMPIRES !

En 1847, des ouvriers vivant près de Kottayam, dans l'actuel État du Kerala, découvrirent un trésor de pièces d'or. Ignorant leur valeur, ils les échangèrent contre du riz ou quelques roupies. Les marchands qui les récupérèrent les firent fondre pour en tirer des bijoux, détruisant sans le savoir des pièces romaines vieilles d'environ 1 800 ans. Une partie du trésor a toutefois été conservée. Au-delà de son intérêt archéologique, il constitue un exemple ancien de circulation monétaire à l'échelle internationale.

Le trésor de Kottayam, comme d'autres découverts en Inde, éclaire les échanges entre l'Empire romain et le sous-continent. L'ivoire, les épices, les perles ou la soie affluaient vers Rome, attestant l'existence d'un commerce à longue distance. Ces flux suggèrent également un déséquilibre : les pièces circulaient principalement de Rome vers l'Inde, tandis que les marchandises suivaient le chemin inverse. Les Romains importaient, les Indiens accumulaient des créances monétaires. Les pièces romaines, identifiables par leur marquage, étaient conditionnées en sacs scellés et transitaient par Alexandrie, qui disposait de son propre système monétaire.

Cette situation suscitait des critiques. Pline l'Ancien dénonçait l'appauvrissement de Rome et

l'enrichissement de ses partenaires commerciaux.

Ce déséquilibre conférait à Rome un avantage comparable à celui dont bénéficie aujourd'hui les États-Unis : la capacité de financer des déficits extérieurs grâce à la demande pour leur monnaie. Comme le dollar aujourd'hui ou la livre sterling à l'époque de sa domination, la monnaie romaine permettait d'acheter des biens sans contrepartie immédiate en production. Donald Trump s'inscrit, dans une certaine mesure, dans cette tradition critique en assimilant les déficits commerciaux à une perte économique qu'il convient de corriger.

Le rôle international de la monnaie romaine reposait sur trois facteurs. Le premier était le déficit extérieur lui-même : la diffusion de la monnaie dépendait de son exportation. Ce mécanisme a été formalisé au XX<sup>e</sup> siècle par Robert Triffin, qui a montré qu'une monnaie internationale suppose l'acceptation de déficits extérieurs.

Le deuxième facteur relevait de la puissance militaire. Les troupes et l'administration romaines contribuaient à diffuser la monnaie dans les territoires contrôlés. Barry Eichengreen souligne que les pays dépendants de la protection américaine détiennent aujourd'hui davantage de dollars.



Enfin, la crédibilité institutionnelle jouait un rôle déterminant. Rome détenait le monopole de frappe de la monnaie. Sous la République (509-27 av. J.-C.), l'émission relevait du Sénat et d'un collège de magistrats. Barry Eichengreen rapproche ces *tresviri* d'une forme primitive d'autorité monétaire.

Le déclin de l'Empire romain a progressivement affaibli le statut de sa monnaie. Mais cette monnaie a aussi contribué à certaines dynamiques de déstabilisation. L'intensification des échanges a favorisé la diffusion de maladies, comme la peste antonine, qui aurait touché une part significative de la population. Elle a également accompagné des transformations religieuses et politiques. Edward Gibbon soulignait que la légitimation divine du pouvoir affaiblissait les contre-pouvoirs traditionnels.

À plus court terme, la dégradation monétaire a joué un rôle déterminant. Néron dévalua la monnaie après l'incendie de Rome en 64 afin de financer la reconstruction et ses dépenses. Cette pratique s'est amplifiée sous ses successeurs, contribuant à l'inflation et à la perte de confiance.

Après la chute de l'Empire au Ve siècle, la monnaie romaine fut remplacée par le solidus byzantin, qui devint une référence durable. Plus tard, le dinar omeyyade joua un rôle comparable. Ces monnaies ont permis une reprise partielle des échanges, dans un contexte toutefois marqué en Europe par une

fragmentation politique et un recul des niveaux de vie.

Les États-Unis pourraient, à leur tour, fragiliser les fondements de leur domination monétaire. Des politiques visant à restreindre le commerce, à réduire les engagements extérieurs, à accroître les déficits publics ou à affaiblir l'indépendance de la banque centrale pourraient entamer la confiance dans le dollar. À ce stade, aucune alternative crédible ne réunit l'ensemble des conditions nécessaires : l'euro souffre d'un déficit d'intégration politique, le yuan d'un manque de confiance institutionnelle, et le bitcoin d'une absence d'ancrage étatique.

Dans ce contexte, un affaiblissement du dollar ne déboucherait pas nécessairement sur un nouvel équilibre, mais pourrait ouvrir une phase d'instabilité monétaire.

L'histoire monétaire ne suit pas une trajectoire linéaire. Elle met en évidence la fragilité des positions dominantes. Le privilège d'émettre la principale monnaie internationale implique des contraintes — commerciales, militaires et institutionnelles — dont l'affaiblissement finit par en éroder les fondements. Rome en a fait l'expérience. Les États-Unis semblent aujourd'hui s'exposer à un risque comparable. Dans un environnement sans alternative crédible, un affaiblissement du dollar pourrait moins conduire à un nouvel ordre qu'à une phase prolongée de désordre monétaire.

## AU-DELÀ DE L'HORIZON

### ENTREPRISES FAMILIALES : L'ENJEU DES TRANSMISSIONS !

Le déficit européen en matière de Les entreprises familiales occupent une place croissante dans l'économie mondiale. En France, les familles Arnault, Pinault ou Bolloré en sont les exemples les plus visibles. Selon McKinsey, elles représentent environ les deux tiers des entreprises dans le monde, la majorité étant de petite taille. Pour *The Economist*, si l'on retient les entreprises dans lesquelles une même famille détient au moins 20 % du capital ou des droits de vote et où une transmission intergénérationnelle a déjà eu lieu, elles représentent près d'un quart des grandes sociétés cotées dans le monde. Aux États-Unis, elles concernent une grande société cotée sur seize ; en Europe, une sur sept ; en Asie, une sur trois.

La transmission d'une génération à l'autre constitue un moment sensible pour ces entreprises. En Occident, les baby-boomers arrivent à l'âge de la retraite ou l'ont déjà dépassé. En Chine, la question se pose également pour les entreprises privées apparues à partir des années 1980 avec l'ouverture progressive du pays à l'économie de marché. Des transmissions mal préparées peuvent entraîner des conséquences importantes, non seulement pour les groupes concernés, mais aussi pour l'économie nationale. En France, LVMH représente environ 1 % du PIB et plus de 4 % des exportations. Le groupe emploie près de 40 000 salariés ; en intégrant les emplois induits, environ 214 000 personnes en

dépendent. Il contribuerait à lui seul à près de 4,5 % de l'impôt sur les sociétés. Les entreprises familiales sont-elles plus solides que les autres ? Leur contribution économique est-elle supérieure ? Les études disponibles ne permettent pas de conclure de manière définitive. Selon *The Economist*, à partir d'un échantillon de 1 600 entreprises non financières issues des principaux indices boursiers aux États-Unis, en Europe et en Asie, les sociétés contrôlées par des familles ont offert, sur les vingt dernières années, des rendements globalement comparables à ceux des autres entreprises. Les résultats varient toutefois fortement selon les secteurs, les pays et les périodes.

Le principal risque des entreprises familiales tient à la succession. La tentation de confier la direction à un héritier peut fragiliser l'entreprise. Certains héritiers se révèlent d'excellents dirigeants ; d'autres, par manque de créativité, de courage ou de travail, peuvent provoquer son déclin. Warren Buffett comparait la nomination automatique d'héritiers à la direction générale d'une entreprise à la sélection des fils aînés de médaillés olympiques pour participer aux Jeux suivants. Les entreprises familiales disposent néanmoins de deux atouts importants qui expliquent leur capacité à prospérer dans certains environnements.



Le premier tient à leur capacité à mobiliser des réseaux durables. Les relations d'affaires se transmettent comme un patrimoine. Les noms de famille peuvent inspirer confiance. Thomas Zellweger, économiste à l'université de Saint-Gall, estime que cette aptitude à entretenir des réseaux explique le poids des dynasties dans la distribution ou les biens de consommation, secteurs où la confiance des clients et des fournisseurs est déterminante. À l'échelle mondiale, les entreprises familiales représentent plus d'un tiers des sociétés de ces secteurs. Dans les pays émergents, ces réseaux jouent un rôle encore plus important. Lorsque le cadre réglementaire est fragile, que l'informel pèse lourd ou que les institutions sont peu fiables, la capacité d'une famille à conclure des accords de confiance avec un fournisseur, une banque ou un responsable politique devient un avantage décisif. Dans les pays où les marchés de capitaux restent peu développés, un nom reconnu auprès des banques constitue un véritable atout. Les entreprises familiales dominent ainsi largement les marchés en Inde et en Asie du Sud-Est – à l'exception de la Chine, où les entreprises publiques occupent une place majeure – et restent centrales en Corée du Sud malgré le développement économique du pays. En France, notamment en Corse, elles conservent un poids important dans les transports, le bâtiment, les travaux publics ou la grande distribution.

Dans de nombreux pays, les grandes entreprises familiales prennent la forme de conglomérats diversifiés. Leur avantage concurrentiel repose moins

sur une compétence sectorielle précise que sur l'accès aux ressources financières, sociales et humaines. En Indonésie, la famille Hartono a construit un groupe allant de la cigarette à la banque. Aux Philippines, les frères Sy sont présents dans la distribution et l'immobilier. En Inde, Mukesh Ambani dirige un ensemble actif dans les télécommunications, le textile et de nombreux autres secteurs.

Le second atout des entreprises familiales réside dans leur horizon de long terme. Les héritiers raisonnent moins en trimestres qu'en générations. Cet avantage doit cependant être nuancé, car il peut aussi conduire au conservatisme. Les études montrent que les entreprises familiales privilégient souvent les investissements dans les actifs tangibles au détriment de la recherche et développement. « Il existe un équilibre délicat entre innovation et préservation », souligne Pasquale Marinelli, dirigeant de la fonderie Marinelli, entreprise italienne pluriséculaire. Dans les secteurs à évolution rapide, l'attachement à la tradition peut devenir un handicap. Dans d'autres, il constitue au contraire un avantage, comme le montre la réussite de maisons familiales de luxe telles qu'Hermès.

Les entreprises familiales peuvent également se montrer plus résistantes en période de crise. Plusieurs travaux indiquent qu'elles ont, en moyenne, mieux traversé la crise financière de 2007-2009 et la pandémie de Covid-19 que leurs concurrentes. Elles disposent souvent de bilans plus prudents et recourent moins à l'endettement. En France, JCDecaux a ainsi profité de la



crise de 2007-2009 pour acquérir des concurrents au Royaume-Uni et en Allemagne, grâce à une dette limitée et à une trésorerie solide.

Malgré ces atouts, la transmission reste un moment critique. Un héritier mal choisi peut compromettre rapidement une entreprise jusque-là prospère. Maurizio Gucci, petit-fils du fondateur de Gucci, a conduit l'entreprise au bord de la faillite avant de la vendre, puis d'être assassiné. De manière générale, les entreprises familiales semblent insuffisamment préparées à la vague de successions à venir. Selon Deloitte, seules 57 % des entreprises familiales non cotées aux États-Unis disposent d'un plan de succession. L'absence de préparation peut provoquer des conflits internes coûteux, comme l'a montré le long litige successoral au sein du conglomérat sud-coréen LG après la mort de son président en 2018 sans testament.

Pour de nombreuses entreprises familiales, le problème n'est plus l'excès d'héritiers, mais leur rareté. Lorsque Giorgio Armani est décédé sans descendance directe, il a laissé une situation successorale complexe. D'autres groupes doivent composer avec des héritiers peu désireux de reprendre l'entreprise, comme dans le cas du chinois Dalian Wanda.

Certaines familles cherchent donc à organiser très en amont la succession, en formant les héritiers et en les intégrant progressivement à la gouvernance. Chez LVMH, les enfants de Bernard Arnault sont tous actionnaires et occupent des fonctions importantes dans le groupe. Delphine

Arnault est PDG de Dior Couture ; Antoine Arnault est directeur de l'image et de l'environnement de LVMH et PDG de Christian Dior SE ; Alexandre Arnault est vice-président exécutif chargé des produits et de la communication de Tiffany & Co. ; Frédéric Arnault est directeur général de la division horlogère de LVMH ; Jean Arnault est directeur marketing et développement des montres chez Louis Vuitton. Les familles mettent de plus en plus en place des mécanismes formalisés de sélection et de formation. Le recours à des conseillers spécialisés pour accompagner les héritiers et structurer la transmission devient également plus fréquent.

Une autre voie consiste à confier la direction, voire une partie du capital, à des acteurs extérieurs. En France, Bouygues ou Dassault ont emprunté cette voie. Aux États-Unis, moins d'un tiers des entreprises familiales de plus d'un milliard de dollars de chiffre d'affaires anticipent une direction familiale à la génération suivante. La cession ou l'introduction en bourse y constitue une option courante.

La vague de transmissions qui s'annonce place ainsi le capitalisme familial dans une phase décisive. En France comme aux États-Unis, plusieurs milliers d'entreprises de taille intermédiaire devraient changer de main d'ici 2035. Selon Bpifrance, près de 700 000 dirigeants partiront à la retraite en France d'ici dix ans. Aux États-Unis, plus de 50 % des entreprises familiales de taille significative devraient être transmises ou cédées dans les quinze prochaines années, selon plusieurs cabinets spécialisés.



Deux modèles se distinguent. En France, la transmission reste majoritairement intrafamiliale, soutenue par des outils juridiques et fiscaux favorables, notamment les pactes Dutreil, ainsi que par un fort attachement à la continuité patrimoniale. Aux États-Unis, l'approche est plus ouverte : la succession familiale n'est privilégiée que dans une minorité de cas pour les grandes entreprises, tandis que la cession à des investisseurs ou l'introduction en bourse sont fréquentes.

Cette différence renvoie à deux logiques économiques. Le modèle français privilégie la stabilité du capital

et le temps long, avec le risque de ralentir l'adaptation. Le modèle américain favorise la liquidité et la performance immédiate, au prix d'une plus grande instabilité du contrôle. Dans les deux cas, l'enjeu central reste la compétence des dirigeants appelés à prendre la relève. Les grandes dynasties, comme LVMH ou Kering, expérimentent ainsi des formes hybrides de succession, associant héritage capitalistique et sélection managériale. La qualité des transmissions à venir pèsera sur la pérennité de milliers d'entreprises, mais aussi sur la croissance, l'emploi et l'innovation.

## LE COMMERCE MONDIAL A L'HEURE DU MERCANTILISME AMERICAIN !

Dans le récit qu'en propose Donald Trump, le 2 avril 2025 constituerait « l'un des jours les plus importants de l'histoire américaine ». Il accuse alors les alliés d'avoir « pillé » les États-Unis et proclame une « indépendance économique » fondée sur une hausse massive des droits de douane, dont la cohérence est contestée. La réaction internationale est immédiate. Le Japon annonce une riposte « rapide et audacieuse », le Canada promet des mesures « maximales », et Emmanuel Macron appelle l'Europe à préparer son « bazooka commercial ». Le scénario d'une guerre commerciale généralisée paraît alors plausible.

Les effets des mesures tarifaires sont réels. Le taux effectif des droits de douane américains a brièvement dépassé 20 %. Même ramené à 10,5 %, il reste à son niveau le plus élevé depuis

les années 1940. L'instabilité de ces décisions pèse sur l'investissement : dans les économies avancées, la construction de nouvelles usines a reculé de plus d'un quart en 2025. Parallèlement, la part des échanges régis par des règles non discriminatoires – principe central du système commercial – est passée de 80 % à 72 % en un an, selon l'Organisation mondiale du commerce.

Pour autant, la rupture annoncée ne s'est pas pleinement matérialisée. Le commerce mondial a fait preuve de résilience, avec une progression d'environ 5 % en 2025, soit un rythme supérieur à celui de l'économie mondiale. Le dispositif tarifaire américain s'est révélé partiellement contournable, en raison de nombreuses exemptions et ajustements. Environ la moitié des importations de biens



entrent encore aux États-Unis sans droits de douane, selon Bloomberg Economics. Le déficit commercial de biens, pourtant au cœur des préoccupations présidentielles, a continué de se creuser pour dépasser 1 200 milliards de dollars, soit environ 4 % du PIB, sous l'effet d'importations record. Une partie de cette hausse tient à des achats anticipés, mais elle traduit aussi l'absence de réduction significative du déséquilibre extérieur.

Les droits de douane ont modifié la géographie des échanges plus que leur volume. Les mesures visant la Chine, parfois supérieures à 100 %, ont fortement réduit les flux directs entre les deux pays. Entre mai et décembre, les importations américaines en provenance de Chine ont diminué de plus de 40 % par rapport à la même période de 2024. Dans le même temps, celles en provenance de Thaïlande et du Vietnam ont progressé de plus de 40 %. Les chaînes d'approvisionnement se sont réorganisées, avec un rôle accru de l'Asie du Sud-Est dans l'assemblage et la réexportation de produits, souvent à partir de composants d'origine chinoise.

Certains pays ont même renforcé leur position commerciale vis-à-vis des États-Unis. L'Inde, malgré des droits de douane pouvant atteindre 50 %, a accru ses exportations grâce notamment aux smartphones exemptés de taxes. Les importations liées à l'intelligence artificielle — semi-conducteurs et équipements pour centres de données — ont été largement préservées et ont fortement progressé. Taïwan, principal producteur de microprocesseurs avancés, a ainsi enregistré une hausse

de 80 % de ses exportations vers les États-Unis.

Le commerce mondial a résisté en grande partie parce qu'une spirale protectionniste n'a pas été enclenchée. Contrairement à l'épisode de la loi Smoot-Hawley de 1930, qui avait entraîné une contraction massive des échanges, les partenaires des États-Unis n'ont pas adopté de mesures symétriques à grande échelle. En 2025, les hausses de droits de douane n'ont concerné qu'environ 11 % du commerce mondial. Les pays ont privilégié des stratégies de contournement : diversification des débouchés, conclusion de nouveaux accords commerciaux et renforcement des échanges entre partenaires.

Cette réorientation est visible dans les flux commerciaux. Le Royaume-Uni, le Japon et la Corée du Sud ont vu leurs exportations vers les États-Unis reculer après le « Liberation Day », mais leurs exportations globales ont continué de progresser. Entre mai et décembre 2025, les échanges entre le Royaume-Uni, le Canada, l'Union européenne, le Japon, la Corée du Sud et la Suisse ont augmenté de 12 % sur un an, alors même que leurs exportations vers les États-Unis diminuaient de 6 %.

Parallèlement, les accords commerciaux se sont multipliés. L'Union européenne a finalisé un accord avec le Mercosur après vingt-cinq ans de négociations, et conclu de nouveaux accords avec l'Australie, l'Inde et l'Indonésie. Le Royaume-Uni a signé son principal accord post-Brexit avec l'Inde. Celle-ci a également conclu des accords avec Oman et la Nouvelle-Zélande. Selon The



Economist, plus de quinze accords impliquant le Royaume-Uni, le Canada, l'Union européenne et d'autres partenaires ont été signés en un an, couvrant plus de 400 milliards de dollars d'échanges. Les pays engagés dans la réduction des barrières commerciales représentent plus d'un quart des importations mondiales, contre moins d'un huitième pour les États-Unis. Un clivage se dessine ainsi entre une stratégie américaine plus protectionniste et une dynamique plus ouverte dans le reste du monde.

Malgré des résultats limités et la décision de la Cour suprême d'invalider certaines mesures fondées sur l'International Emergency Economic Powers Act, y compris les droits dits « réciproques », Donald Trump poursuit sa stratégie. L'administration a lancé de nouvelles enquêtes visant seize partenaires commerciaux pour « surcapacités structurelles » et engagé une soixantaine de procédures liées au travail forcé. Dans le même temps, le système multilatéral reste fragilisé. La réunion ministérielle de l'Organisation mondiale du commerce au Cameroun, achevée le 30 mars, n'a débouché que

sur des avancées limitées, en raison notamment des règles de consensus.

Les tensions géopolitiques rappellent néanmoins le degré d'interdépendance des économies. La guerre en Iran et les perturbations du détroit d'Ormuz ont conduit les États-Unis à solliciter leurs alliés pour sécuriser les flux énergétiques. Par ailleurs, ils continuent de défendre certains éléments du système multilatéral, comme le moratoire sur les droits de douane appliqués au commerce numérique. Cette position illustre une approche sélective du libre-échange : les États-Unis y restent favorables lorsqu'ils en tirent un avantage direct.

Le système commercial international ne peut toutefois être à la fois remis en cause et mobilisé à la carte. Un nouvel ordre semble émerger, structuré autour de coalitions de pays volontaires, tout en conservant des règles d'ouverture. Les États-Unis, architectes du système précédent, pourraient ne plus en être le centre. Les tensions géopolitiques, notamment au Moyen-Orient, pourraient accélérer cette recomposition des échanges internationaux.

## POINTS DE REPÈRE

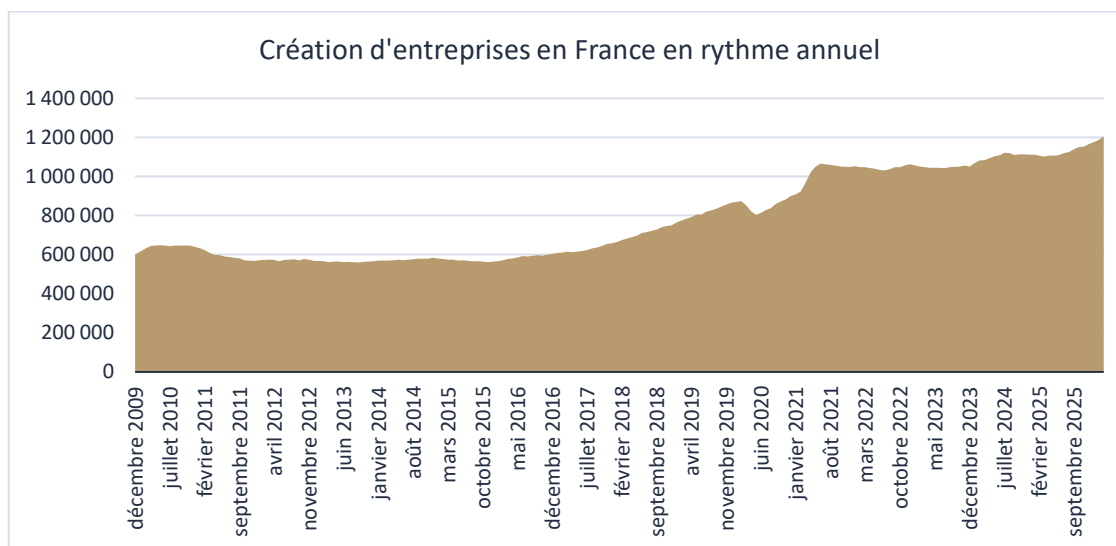
### CREATION D'ENTREPRISES TOUJOURS EN HAUSSE EN FRANCE

En mars 2026, le nombre total de créations d'entreprises, tous statuts confondus et en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables, poursuit sa progression en France (+2,6 % après +0,8 % en février), selon l'INSEE. Cette hausse repose essentiellement sur le dynamisme des immatriculations de micro-entrepreneurs, qui accélèrent nettement (+4,6 % après +1,9 %). À l'inverse, les créations de sociétés continuent de se contracter (-0,9 % après -1,9 %), tout comme celles des entreprises individuelles classiques (-2,5 % après +0,3 %).

En données brutes, le nombre total de créations sur les douze derniers mois (avril 2025 à mars 2026) augmente de

9,3 % par rapport à la même période un an auparavant. Sur le seul premier trimestre 2026, la progression est encore plus marquée (+13,3 % en glissement annuel). Cette dynamique repose principalement sur les micro-entrepreneurs (+16,3 %), mais concerne également les sociétés (+9,1 %) et, dans une moindre mesure, les entreprises individuelles classiques (+3,9 %).

Sur le plan sectoriel, les activités de soutien aux entreprises contribuent le plus à cette progression, en particulier les services de nettoyage courant des bâtiments. À l'inverse, le secteur des activités financières et d'assurance constitue le seul grand domaine en repli sur la période.



Données INSEE



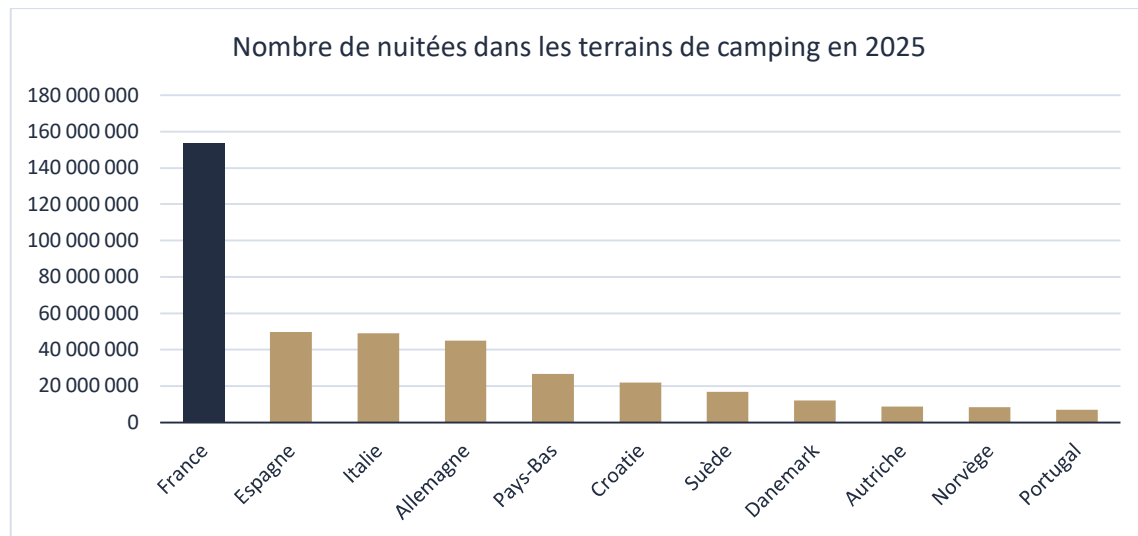
## LA FRANCE : CHAMPIONNE D'EUROPE DU CAMPING !

En 2025, les terrains de camping, les aires pour camping-cars et les parcs de caravanes de l'Union européenne ont totalisé, selon Eurostat, environ 413 millions de nuitées. Si ces formes d'hébergement de plein air ne représentent encore que 13,4 % de l'ensemble des nuitées touristiques, leur fréquentation s'inscrit dans une tendance haussière sur longue période. Entre 2015 et 2025, le nombre de nuitées y a progressé de 28,5 %, soit un rythme supérieur à celui observé pour les hôtels, les locations de vacances et les autres hébergements de courte durée (+23,4 %).

L'activité reste fortement concentrée sur la période estivale. En 2025, 67 % des nuitées, soit 277 millions, ont été enregistrées entre juin et août. La

fréquentation amorce sa montée dès le printemps, progresse régulièrement pour atteindre un pic en août avec 118 millions de nuitées, puis diminue nettement à l'automne : 40 millions en septembre, 15 millions en octobre, avant de retomber à environ 5 millions en décembre.

La France demeure de loin le premier marché européen pour ce type d'hébergement, avec 154 millions de nuitées, soit 37,2 % du total de l'Union européenne. Elle devance nettement l'Espagne (49,8 millions), l'Italie (49,1 millions) et l'Allemagne (45,0 millions). Dans le reste du classement européen, les volumes sont plus modestes, allant de 26,8 millions de nuitées aux Pays-Bas à 7,1 millions au Portugal.



Données Eurostat

## TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	30 avril 2026	Variation mensuelle avril 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
<b>CAC40</b>	<b>8 114,84</b>	+3,68	+0,34	<b>8 149,50</b>	7 380,74
<b>DAXX</b>	<b>24 272,32</b>	+7,50	+2,84	<b>24 490,41</b>	19 909,14
<b>Footsie 100</b>	<b>10 378,82</b>	+2,48	+18,85	<b>9 931,38</b>	7 451,74
<b>Eurostoxx 50</b>	<b>5 876,18</b>	+6,03	+5,90	<b>5 791,41</b>	4 895,98
<b>Dow Jones</b>	<b>49 652,14</b>	+9,98	+10,23	<b>48 220,13</b>	42 544,22
<b>Nasdaq Composite</b>	<b>24 892,31</b>	+19,71	+24,63	<b>23 372,75</b>	19 310,79
<b>S&amp;P 500</b>	<b>7 209,01</b>	+13,77	+16,22	<b>6 879,57</b>	5 881,63
<b>Nikkei</b>	<b>59 284,92</b>	+14,26	+43,37	<b>50 339,48</b>	39 894,54
<b>Shanghai Composite</b>	<b>4 112,16</b>	+4,81	+17,01	<b>3 968,84</b>	3 351,76
<b>Euro/dollar</b>	<b>1,1732</b>	-+2,36	+6,58	<b>1,1735</b>	1,0380
<b>Once d'or (USD)</b>	<b>4 614,11</b>	+2,44	+47,73	<b>4 325,17</b>	2 613,95
<b>Pétrole Brent (USD)</b>	<b>114,09</b>	-0,49	+59,35	<b>61,23</b>	74,30
<b>Bitcoin (USD)</b>	<b>76 388,4609</b>	+14,38	-18,83	<b>87 566,4406</b>	93 776,61



## LES STATISTIQUES ECONOMIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2024	2 918	4 304	2 177	1 590	15 044
PIB par tête en 2024 En euros	42 185	50 764	36 893	32 483	43 196
Croissance du PIB 2025	+0,9 %	+0,2 %	+0,7 %	+2,8 %	+1,5 %
Premier trimestre 2026	+0,0 %	0,3 %	0,2	+0,6 %	+0,1 %
Inflation En % avril 2026	2,5	2,8	2,9	3,5	3,0
Taux de chômage en % - mars 2026	7,7	4,0	4,7	10,3	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 2025	57,5	50,5	51,2	45,3	49,7
Solde public En % du PIB 2025	-5,1	-2,7	-3,2	-2,4	-2,9
Dettes publiques En % du PIB 2025	115,6	63,5	137,1	100,6	87,4
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 % (1/05/2026)	3,693	3,034	3,865	3,486	-

\*Ratio de dépendance = population âgée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15-64 ans

Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE

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

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

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

#### Contact

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