

LE MENSUEL THOMAS VENDÔME INVESTMENT

<i>L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS</i>	2
<i>Les nouvelles frontières de la gestion d'actifs</i>	2
HORIZON FRANCE	4
<i>Quelles réformes pour la France ?</i>	4
<i>La France : championne des investissements internationaux en Europe</i>	8
<i>Pour ou contre le télétravail ?</i>	10
HORIZON EXTERIEUR	13
<i>Chine : quand la voiture a remplacé le vélo</i>	13
<i>La dette publique est-elle le maillon faible des États-Unis ?</i>	15
HORIZON FINANCE	19
<i>le privilège exorbitant du dollar est-il éternel ?</i>	19
<i>Aux origines de la résilience des marchés !</i>	22
<i>Pétrodollars : la fin a-t-elle sonné ?</i>	24
AU-DELÀ DE L'HORIZON	27
<i>L'intelligence artificielle et l'emploi : un couple maudit ou pas ?</i>	27
<i>La conquête monétaire de la Chine</i>	30
POINTS DE REPÈRE	33
<i>Près de 70 000 défaillances d'entreprises en France</i>	33
<i>Un coût du travail en légère hausse en France</i>	35
<i>Tableau de bord des marchés financiers</i>	37
<i>Les statistiques économiques</i>	38



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

LES NOUVELLES FRONTIÈRES DE LA GESTION D'ACTIFS



L'industrie de la gestion d'actifs est entrée dans une phase de transformation accélérée. Longtemps structurée autour d'un partage relativement stable entre gestion active traditionnelle, produits obligataires et allocation patrimoniale classique, elle est désormais traversée par plusieurs mouvements de fond qui redessinent les rapports de force. La question ne se limite plus à la simple recherche de la performance : mais celle de la capacité des sociétés de gestion à intégrer un grand nombre de facteurs, du retour de la géopolitique à l'essor du digital en passant par les contraintes démographiques ou environnementales.

Le premier choc est naturellement celui des ETF. Ce qui apparaissait il y a encore dix ans comme un segment périphérique est devenu l'un des centres de gravité de la gestion mondiale. En Europe, la collecte a dépassé 325 milliards d'euros en 2025. Cette montée en puissance traduit une évolution profonde du comportement des investisseurs. La transparence, la liquidité, les faibles coûts et l'instantanéité d'exécution constituent désormais des standards de marché. Les grands allocataires considèrent de plus en plus les ETF comme les briques de base de leurs portefeuilles. La gestion active traditionnelle ne disparaît pas, mais elle

doit désormais justifier ses frais, démontrer sa capacité à créer de l'alpha et accepter une concurrence devenue permanente. Pour les sociétés de gestion européennes, le défi est majeur. Les acteurs américains disposent d'une puissance de feu commerciale, technologique et financière considérable. La concentration du marché s'accélère autour de quelques géants capables d'absorber les coûts réglementaires et technologiques croissants. La gestion d'actifs est également confrontée à un paradoxe. Jamais les encours n'ont été aussi élevés, mais jamais les marges n'ont été autant sous pression. La baisse des frais sur les produits passifs contamine progressivement toute l'industrie. Dans le même temps, les coûts augmentent : cybersécurité, intelligence artificielle, conformité réglementaire, reporting ESG, exigences prudentielles ou encore infrastructures numériques mobilisent des investissements considérables. Cette évolution impose des gains de productivité et donc faire preuve d'audace.

Le deuxième grand mouvement concerne la remontée des actifs privés. Après une décennie dominée par les marchés cotés et les politiques monétaires ultra-accommodantes, les investisseurs recherchent désormais des primes d'illiquidité et des actifs moins corrélés aux marchés traditionnels. Dette privée, infrastructures, immobilier logistique, transition énergétique,



private equity ou financement des PME attirent des flux massifs. L'Europe pousse activement ce mouvement avec le développement des véhicules ELTIF 2.0 destinés à démocratiser l'accès des particuliers aux marchés privés. Cette évolution marque une rupture culturelle importante. L'épargne des ménages européens, historiquement très liquide et fortement orientée vers les produits garantis, est progressivement appelée à financer davantage l'économie productive et les investissements de long terme. Cette transformation s'effectue néanmoins dans un environnement complexe. Le retour durable de l'inflation et des tensions géopolitiques modifie profondément les paramètres de gestion. La mondialisation financière heureuse des années 2000 laisse place à une finance plus fragmentée, davantage influencée par les rivalités stratégiques entre blocs économiques. Les gérants doivent désormais intégrer dans leurs modèles les risques liés aux chaînes d'approvisionnement, aux sanctions économiques, aux tensions énergétiques ou encore aux conflits technologiques. Le détroit d'Ormuz, Taïwan, les terres rares ou la maîtrise des semi-conducteurs deviennent des variables financières à part entière. Les banques centrales, elles-mêmes, avancent sur une ligne de crête. Après avoir longtemps soutenu les marchés par des politiques monétaires expansionnistes, elles sont désormais contraintes de concilier lutte contre l'inflation et préservation de la stabilité financière. Cette ambiguïté nourrit une volatilité plus structurelle des marchés obligataires et actions.

Dans cet univers plus instable, la gestion active retrouve paradoxalement une partie de sa légitimité, la sélection des actifs, la diversification réelle et la maîtrise des risques redevant essentielles. L'idée selon laquelle les marchés monteraient mécaniquement grâce aux liquidités abondantes des banques centrales appartient probablement au passé.

Enfin, la révolution technologique constitue le troisième grand basculement. L'intelligence artificielle transforme déjà les métiers de la gestion : analyse de données, construction de portefeuille, détection des risques, relation client, conformité ou allocation dynamique. L'AMF elle-même souligne désormais les enjeux majeurs liés à l'IA, à la tokenisation des actifs et à la montée des stablecoins dans ses priorités de supervision pour 2026. La tokenisation pourrait à terme modifier profondément la circulation des actifs financiers. Obligations, parts de fonds, immobilier ou infrastructures pourraient être fractionnés, échangés et conservés via des technologies de registre distribué.

Pour les acteurs indépendants de la gestion et du conseil patrimonial, cette période est riche d'opportunités. Les investisseurs recherchent plus que jamais du sens, de l'accompagnement et de la compréhension dans un univers financier plus volatil. La stratégie reprend ses droits dans la gestion d'actifs. C'est une bonne nouvelle !

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment



HORIZON FRANCE

QUELLES REFORMES POUR LA FRANCE ?

Dans un an, la France élira un nouveau président ou une nouvelle présidente. Sauf dissolution anticipée d'ici là, de nouvelles élections législatives devraient suivre afin de tenter de dégager une majorité stable. Les futures campagnes seront-elles dominées par les enjeux économiques et budgétaires ? Rien n'est moins certain. Pourtant, les défis sont immenses : déficit public chronique, vieillissement démographique, transition technologique, impératif écologique. Mais le débat public pourrait une nouvelle fois se concentrer avant tout sur les questions de sécurité et d'immigration, reléguant au second plan les problématiques économiques pourtant déterminantes pour l'avenir du pays.

LA QUESTION DES RETRAITES

Le gouvernement issu des prochaines échéances électorales devra inévitablement rouvrir le dossier des retraites, et plus particulièrement celui de la réforme de 2023, suspendue jusqu'à l'automne 2027. Le diagnostic est connu : le système de retraite demeure déficitaire et, sans ajustement, ce déficit continuera de se creuser dans les années à venir. Les leviers d'action sont identifiés depuis longtemps :

- accroître le volume de travail ;
- relever les cotisations ;
- diminuer le niveau relatif des pensions.

La France souffre, par rapport à ses voisins européens, d'un déficit d'emploi. En 2025, le taux d'emploi atteignait 69 %, contre 78 % en Allemagne. À niveau équivalent, toutes choses égales par ailleurs, les comptes publics français seraient profondément transformés. Le déficit de travail concerne principalement les jeunes et les seniors.

Le chômage des 16-25 ans atteint 21 %, soit environ le double de la moyenne observée dans le reste de la zone euro. La part des jeunes qui ne sont ni en emploi, ni en études, ni en formation s'élève à 12 %, contre 8,8 % en Allemagne et 4,8 % aux Pays-Bas. Cette situation tient à la fois aux insuffisances du système de formation et aux difficultés persistantes d'intégration des jeunes dans l'entreprise. Les employeurs attendent souvent des entrants sur le marché du travail qu'ils soient immédiatement opérationnels.

Le taux d'emploi des 60-64 ans reste également faible : 45 % en France, contre plus de 70 % en Allemagne ou aux Pays-Bas. Cet écart s'explique en grande partie par les règles du système de retraite. L'âge légal de départ demeure inférieur à celui observé dans la plupart des autres pays européens : 62 ans et 9 mois en France, contre 65 ans en Espagne, 66 ans et 2 mois en Allemagne, et 67 ans en Italie comme aux Pays-Bas. Un départ plus précoce réduit le volume de travail disponible, diminue les recettes publiques et accroît parallèlement les dépenses de pension.



Pour autant, un simple recul de l'âge légal ne suffirait pas. Encore faudrait-il améliorer l'employabilité des seniors. Cela suppose un effort massif de formation professionnelle en faveur des plus de 55 ans. Aujourd'hui, seuls 24 % des 55-64 ans bénéficient d'une formation à finalité professionnelle, contre 47 % pour l'ensemble des 18-69 ans. Les écarts sont particulièrement marqués pour les chômeurs et les personnes peu qualifiées.

L'option consistant à augmenter les cotisations pèserait directement sur la compétitivité des entreprises et, en cas de hausse des cotisations salariales, sur le pouvoir d'achat des actifs. À l'inverse, une désindexation des pensions par rapport à l'inflation réduirait la consommation et freinerait la croissance. Jusqu'à présent, les Français demeurent très majoritairement hostiles à une telle perspective.

LA QUESTION DE LA FISCALITE DES ENTREPRISES

Depuis 2024, la hausse de la fiscalité pesant sur les entreprises s'est imposée dans le débat public comme un moyen de résorber le déficit budgétaire. La loi de finances pour 2025 a instauré plusieurs prélèvements présentés comme exceptionnels, mais reconduits en 2026. Quant à la suppression des impôts de production, régulièrement annoncée, elle demeure reportée.

Les impôts de production représentaient encore 3 % du PIB en France en 2024, contre 3,7 % en 2020. Malgré cette diminution, leur niveau reste nettement supérieur à celui observé dans le reste de l'Europe : 1,7 %

du PIB dans l'Union européenne et seulement 0,7 % en Allemagne. Ce différentiel continue d'affaiblir la compétitivité des entreprises françaises. Les prélèvements portant sur les salaires, le versement mobilité, la cotisation foncière des entreprises ou encore la contribution sociale de solidarité alourdissent durablement les coûts de production.

La fiscalité des bénéficiaires demeure également élevée. Le taux d'imposition des sociétés atteint 25 % pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à un milliard d'euros, 30,1 % entre un et trois milliards, et 35,3 % au-delà de ce seuil. Ces niveaux restent supérieurs à la moyenne européenne, qui se situe à 17,5 % dans l'Union européenne et à 22,2 % dans la zone euro.

Les cotisations sociales patronales constituent un autre facteur de divergence. Malgré les allègements consentis depuis plusieurs années, elles représentaient encore 8,9 % du PIB en France en 2025, contre 6,5 % dans l'Union européenne. En outre, la part assumée par les employeurs atteint 67 % en France, contre 57 % au niveau européen.

Au total, les prélèvements pesant sur les entreprises représentent environ 14,5 % du PIB en France, contre 11 % dans l'Union européenne. En contrepartie, les entreprises françaises bénéficient d'un volume important d'aides publiques, estimé à près de 200 milliards d'euros. Ce système complexe nourrit des effets de rente et manque de lisibilité. Une réduction progressive des aides accompagnée



d'une baisse des prélèvements permettrait sans doute de rendre l'ensemble plus cohérent et plus transparent.

La France demeure par ailleurs confrontée à une faiblesse structurelle de son appareil industriel. En 2025, la valeur ajoutée manufacturière ne représente plus que 9 % du PIB, contre 14 % dans l'Union européenne et 18 % en Allemagne. Cette désindustrialisation ancienne pèse sur les niveaux de salaire et, par ricochet, sur les recettes publiques. L'économie française s'est progressivement spécialisée dans les services domestiques – tourisme, services à la personne, logistique – dont les gains de productivité demeurent limités. Dès lors, les revendications salariales se heurtent à une contrainte économique structurelle.

LA QUESTION EUROPEENNE

Une partie croissante de l'opinion publique considère l'Europe comme technocratique et contraire aux intérêts économiques français. Les règles budgétaires, les politiques de concurrence, les normes industrielles et environnementales ou encore la politique monétaire font régulièrement l'objet de critiques.

Pourtant, le fonctionnement du marché unique repose précisément sur l'existence de règles communes. Aucun espace commercial intégré ne peut fonctionner sans normes partagées. Certains économistes estiment même que l'intégration européenne demeure inachevée. Le FMI considère ainsi que les obstacles réglementaires entre pays européens équivalent encore à des

droits de douane de 44 % sur les produits manufacturés et de 110 % sur les services.

Avec un marché de 450 millions d'habitants, l'Union européenne demeure l'un des principaux ensembles économiques mondiaux. Si elle parvient à coordonner davantage les politiques industrielles des États membres, notamment dans le domaine de la défense, à développer une dette commune susceptible de rivaliser avec celle du Trésor américain et à approfondir l'unification des marchés de capitaux, elle pourra peser davantage face aux États-Unis et à la Chine.

À l'inverse, un retour à des politiques strictement nationales en matière industrielle, réglementaire ou budgétaire réduirait considérablement la capacité d'influence des États européens face aux grandes puissances continentales. Une telle évolution constituerait un affaiblissement stratégique majeur.

LA QUESTION DE MIGRATOIRE

Comme aux États-Unis, le débat français sur l'immigration demeure souvent dominé par les représentations idéologiques davantage que par l'analyse statistique.

De nombreuses études soulignent pourtant la contribution positive de l'immigration à l'économie française. Les immigrés ne se substituent pas aux actifs non immigrés sur le marché du travail ; ils contribuent au contraire à accroître l'activité et l'emploi, ce qui peut soutenir les revenus des nationaux.



Contrairement à certaines idées reçues, les immigrés récemment arrivés sont, en moyenne, davantage diplômés que la population française dans son ensemble. Selon l'INSEE, 52 % des immigrés entrés en France en 2023 disposent d'un diplôme de l'enseignement supérieur, contre 44 % pour l'ensemble des 16-64 ans.

L'impact budgétaire de l'immigration apparaît globalement neutre, voire légèrement positif. Le supplément d'activité généré compense en grande partie les dépenses de protection sociale associées. Quant à l'immigration clandestine, elle serait de l'ordre de 370 000 personnes si l'on se réfère aux données de l'aide médicale d'État, soit environ 5 % des 7,7 millions de personnes nées à l'étranger vivant en France.

Avec une fécondité tombée à 1,56 enfant par femme en 2025 et l'apparition d'un solde naturel négatif, la France devra, dans les prochaines années, faire face à des tensions croissantes sur le marché du travail. Sans apport migratoire, les pénuries de main-d'œuvre risquent de se multiplier

et la croissance potentielle de s'affaiblir davantage.

LA POLITIQUE ENERGETIQUE

Au cours des prochaines décennies, la France devra simultanément accroître sa production d'électricité et renouveler une partie importante de son parc nucléaire. Cette stratégie nécessitera également le développement des énergies renouvelables.

Les investissements à engager seront considérables. Ils supposent surtout une stabilité des orientations publiques. Les changements de cap successifs observés ces dernières années ont entraîné des coûts élevés et nourri l'incertitude chez les industriels comme chez les investisseurs.

Les prochaines campagnes électorales devraient permettre d'aborder ces différents sujets de manière approfondie. Le risque demeure toutefois que les réflexes démagogiques l'emportent sur l'analyse rationnelle des contraintes et des choix à effectuer.



LA FRANCE : CHAMPIONNE DES INVESTISSEMENTS INTERNATIONAUX EN EUROPE

Malgré ses déboires sur le plan budgétaire la France peut encore revendiquer son statut de première terre d'accueil des investissements internationaux en Europe.

D'après le baromètre annuel du cabinet EY, l'Hexagone conserve, en 2025 et pour la septième année consécutive, la première place européenne en matière de projets d'investissements étrangers, devant le Royaume-Uni et l'Allemagne. La France continue d'attirer des capitaux dans plusieurs secteurs jugés stratégiques : intelligence artificielle, défense, énergies décarbonées ou technologies avancées. Les projets recensés devraient permettre la création d'environ 28 000 emplois, un résultat jugé encourageant alors que le taux de chômage est repassé au-dessus des 8 %.

Cette performance doit néanmoins être relativisée. Dans un contexte marqué par les tensions commerciales, les conflits géopolitiques et le durcissement des politiques industrielles, les décisions d'implantation ou d'extension ont nettement reculé en 2025. Avec 852 projets enregistrés, la baisse atteint 17 % sur un an, après une année 2024 déjà peu dynamique. Depuis 2022, le recul cumulé dépasse désormais 30 %, ramenant les flux d'investissements à leur plus bas niveau depuis 2017.

Le ralentissement est particulièrement marqué du côté des investisseurs américains. Pour la deuxième année consécutive, les entreprises des États-Unis ont réduit leurs projets en France, avec une contraction de 14 % par rapport à

2024. Elles demeurent néanmoins les premiers investisseurs étrangers dans l'Hexagone. Les groupes allemands ont également fortement ralenti leurs engagements, avec une diminution de 26 %.

Cette dégradation traduit les difficultés rencontrées par plusieurs grands secteurs industriels français, notamment l'automobile, la chimie et la pharmacie. L'industrie représente encore près de 42 % des investissements accueillis en France, mais le nombre de projets industriels a diminué de 15 % en un an. Les mesures protectionnistes américaines, notamment les droits de douane instaurés par Donald Trump, ont accentué les tensions pesant sur les chaînes de valeur européennes. À cela s'ajoutent les incertitudes politiques françaises depuis 2024 ainsi que la proximité de l'élection présidentielle de 2027, qui alimentent les interrogations des investisseurs. Les difficultés budgétaires du pays nourrissent également les craintes d'une hausse future des prélèvements obligatoires.

Le ralentissement observé en France s'inscrit d'ailleurs dans un mouvement plus général d'affaiblissement de l'attractivité européenne. Le Royaume-Uni a enregistré une baisse de 14 % des projets internationaux, avec 730 opérations recensées, tandis que l'Allemagne affichait un recul de 10 %, à 548 projets, dans un contexte de crise industrielle persistante. Coïncée entre la puissance industrielle chinoise et les politiques massives de réindustrialisation américaines, l'Europe souffre depuis plusieurs années d'une



croissance insuffisante. Les groupes américains, fortement incités à investir sur leur marché intérieur, réduisent désormais leurs engagements sur le continent européen.

À l'échelle européenne, les créations de nouveaux sites industriels par des investisseurs étrangers ont chuté de 25 % en 2025, contre une baisse de 16 % au niveau mondial et de 13 % en Amérique du Nord. Si le recul global des investissements internationaux en Europe demeure limité à 7 %, cela tient principalement aux performances de pays jugés plus compétitifs comme l'Espagne, la Pologne, la Roumanie ou la Turquie. Ces États bénéficient de coûts de production plus faibles, d'un cadre réglementaire souvent plus souple et de politiques d'incitation ciblées.

La véritable rupture remonte à 2022, avec la crise énergétique provoquée par la guerre en Ukraine. Depuis lors, les investissements industriels en France, en Allemagne et au Royaume-Uni subissent durablement les conséquences de la hausse des coûts énergétiques et de l'érosion de la compétitivité européenne.

En France, la dynamique actuelle repose avant tout sur l'extension de sites déjà implantés, qui représentent près de 62 % des projets recensés. En revanche, le pays peine davantage à attirer de nouveaux entrants internationaux. Cette structure explique en partie pourquoi les investissements créent relativement moins d'emplois que dans d'autres économies européennes. En 2025, la baisse limitée des créations de postes (-4 %) malgré le recul de 17 % des projets s'explique notamment par quelques grandes opérations logistiques, dont

plusieurs plateformes développées par Amazon.

Le constat est plus préoccupant encore dans les activités à forte valeur ajoutée. Dans la compétition pour l'accueil des sièges sociaux internationaux, la France demeure distancée par le Royaume-Uni, notamment dans la finance et les technologies. Plus inquiétant encore, les investissements en recherche et développement – essentiels pour l'innovation future – ont chuté de 47 % en France, dans un mouvement qui touche l'ensemble de l'Europe où le recul avoisine 40 %.

Les perspectives pour 2026 restent ainsi fragiles. Les tensions persistantes au Moyen-Orient et leurs conséquences potentielles sur les prix de l'énergie constituent une menace directe pour la croissance européenne. Selon l'enquête menée par EY, 57 % des entreprises internationales interrogées envisagent encore d'investir en France. Ce taux demeure toutefois inférieur à celui observé un an auparavant, où il atteignait 62 %.

Les investisseurs apparaissent ainsi partagés entre la reconnaissance des atouts structurels de la France – qualité des infrastructures, niveau des compétences, position géographique, filières technologiques – et les inquiétudes suscitées par la faiblesse de la croissance européenne, l'instabilité politique et les incertitudes fiscales. À moins d'un an de l'élection présidentielle, une large majorité des dirigeants interrogés ne croient d'ailleurs pas à une amélioration rapide de la situation économique et politique française dans les prochaines années.



POUR OU CONTRE LE TÉLÉTRAVAIL ?

Depuis l'épidémie de covid survenue en 2020, le télétravail s'est durablement imposé dans l'organisation du travail en France. Pour les salariés concernés, le rythme dominant repose désormais sur une alternance de deux journées à distance et de trois journées en présentiel chaque semaine. Cette évolution a suscité de nombreux débats quant à ses conséquences économiques. Ses défenseurs y voient un levier d'attractivité pour les entreprises, un moyen de réduire certains coûts fixes et un facteur d'amélioration de l'engagement des salariés. Ses critiques mettent en avant les difficultés de coordination, l'érosion des collectifs de travail et le risque d'un affaiblissement du management. Les études récemment conduites en France permettent toutefois d'apprécier plus précisément les effets réels du télétravail sur la productivité.

L'INSEE a publié en mai une étude réalisée avec le concours de la Dares et de la DGFIP portant sur près de 6 600 entreprises françaises de dix salariés ou plus, hors secteurs agricole, financier, assurantiel et immobilier. Ces sociétés représentent près de trois millions d'emplois en équivalent temps plein. Les résultats font apparaître une corrélation positive entre la diffusion du télétravail et les gains de productivité observés entre 2019 et 2022.

Les écarts selon la taille des entreprises demeurent importants. Dans les petites et moyennes entreprises, la proportion moyenne de télétravailleurs atteint 17 %, contre 25 % dans les entreprises de taille intermédiaire et 30 % dans les

grandes structures. La productivité apparente du travail – mesurée par la valeur ajoutée par salarié en équivalent temps plein – progresse également avec la taille des organisations. En 2019, elle s'élevait à 59 100 euros par salarié dans les PME, à 69 400 euros dans les ETI et à 74 400 euros dans les grandes entreprises.

Selon l'étude, une augmentation de 10 points de la proportion de salariés en télétravail est associée à un gain de productivité compris entre 0,7 et 1 point de pourcentage. Cette relation doit néanmoins être interprétée avec prudence. Les entreprises les plus performantes sont souvent aussi celles qui disposent des infrastructures numériques les plus avancées, des organisations internes les plus efficaces et des métiers les plus compatibles avec le travail à distance. Le télétravail pouvait donc apparaître comme le prolongement d'une organisation déjà efficace plutôt que comme l'origine directe des gains de productivité constatés.

Afin de mieux isoler l'effet propre du télétravail, les chercheurs ont retenu un indicateur original : l'organisation immobilière des entreprises avant la crise sanitaire. Les sociétés dont les bureaux étaient physiquement séparés des unités de production – usines, ateliers, entrepôts ou commerces – ont davantage développé le travail à distance après la pandémie. L'écart est significatif : 36 % de ces entreprises ont accru le recours au télétravail, contre seulement 10 % pour celles dont les espaces administratifs étaient



directement intégrés aux lieux de production.

La surface de bureaux distincts par salarié joue également un rôle déterminant. Les entreprises disposant entre 5 et 15 m² de bureaux séparés par équivalent temps plein comptent en moyenne 17 points de pourcentage supplémentaires de télétravailleurs par rapport aux sociétés ne bénéficiant pas de cette configuration. Cette organisation immobilière a facilité la transition vers le travail à distance. Lorsque les fonctions administratives et de gestion étaient déjà dissociées du cœur productif, le passage au télétravail perturbait moins fortement la coordination interne.

En utilisant cette configuration immobilière comme variable quasi expérimentale, l'étude conclut qu'une hausse de 10 points du recours au télétravail aurait généré un supplément de croissance de la productivité de 2,7 points entre 2019 et 2022 pour les entreprises concernées. Ce résultat apparaît sensiblement supérieur aux premières estimations brutes.

Les gains observés proviennent toutefois peu des économies immobilières. Dans les entreprises déjà organisées autour de bureaux séparés, chaque télétravailleur supplémentaire n'a conduit qu'à une réduction moyenne de 0,8 m² des surfaces occupées. Les économies liées aux loyers, à la sécurité, à la restauration collective ou aux charges annexes demeurent modestes. Certaines estimations internationales évaluent ces gains à environ 500 euros par salarié et par an, soit moins de 0,1 %

de la valeur ajoutée pour une hausse de 10 points du télétravail.

Les investissements numériques ne suffisent pas davantage à expliquer les gains de productivité enregistrés. Les entreprises ayant accru le recours au télétravail ont effectivement augmenté leurs dépenses informatiques. Une hausse de 10 points du télétravail est associée à une progression de 0,7 point des investissements dans les équipements numériques entre 2019 et 2022. Cet effort reste néanmoins quantitativement insuffisant pour expliquer à lui seul l'amélioration constatée de la productivité.

L'essentiel des gains semble provenir de transformations organisationnelles plus profondes. La diminution des temps de transport, l'autonomie accrue des salariés, la possibilité de travailler dans un environnement plus calme ou encore la rationalisation des processus internes apparaissent comme des facteurs déterminants. Le télétravail agit ainsi comme un accélérateur de mutation managériale et organisationnelle.

Ces effets positifs rencontrent toutefois des limites. La relation favorable entre télétravail et productivité tend à s'atténuer lorsque la proportion de salariés concernés devient trop élevée. Au-delà d'un seuil situé entre 20 % et 25 % des effectifs, les gains marginaux deviennent statistiquement faibles. Ce phénomène traduit vraisemblablement l'apparition de rendements décroissants : multiplication des difficultés de coordination, affaiblissement des échanges informels, ralentissement de la circulation de l'information ou dilution du sentiment d'appartenance collective.



Ce seuil correspond d'ailleurs à la situation actuellement observée dans le secteur privé français, où la proportion moyenne de télétravailleurs s'est stabilisée autour de ces niveaux depuis la pandémie. Le modèle hybride semble ainsi constituer un compromis relativement efficace entre flexibilité et maintien des interactions collectives.

Les effets du télétravail diffèrent également selon les secteurs d'activité. Les gains apparaissent particulièrement marqués dans les transports et l'entreposage, les services administratifs ainsi que l'industrie manufacturière. Dans les transports, une hausse de 10 points du télétravail est associée à un gain de productivité d'environ 3 %. Dans l'industrie manufacturière, la progression avoisine 1,8 %. À l'inverse, les effets demeurent plus limités dans la construction, où la présence physique reste indispensable, ou dans les activités d'information-communication où le télétravail était déjà largement diffusé avant 2020.

Les conséquences macroéconomiques globales demeurent cependant difficiles

à mesurer avec précision. Certains secteurs importants restent absents du champ de l'étude, notamment la finance, qui représente près de 10 % de l'emploi tertiaire marchand et où le télétravail est fortement implanté. Par ailleurs, les gains de productivité réalisés dans certaines entreprises peuvent entraîner des effets indirectement négatifs sur d'autres activités.

La réduction de la demande de bureaux affecte déjà l'immobilier tertiaire, les services associés ainsi que l'activité économique des grands quartiers d'affaires. Les commerces de proximité, la restauration collective ou certains services urbains subissent les conséquences de la moindre fréquentation des centres tertiaires. À long terme, l'économie pourrait néanmoins absorber progressivement ces déséquilibres. Les surfaces de bureaux libérées pourraient être réaffectées à d'autres usages, notamment résidentiels, tandis que les transformations organisationnelles induites par le télétravail pourraient diffuser plus largement dans l'ensemble du tissu productif.



HORIZON EXTERIEUR

CHINE : QUAND LA VOITURE A REMPLACE LE VELO

La Chine est désormais devenue l'épicentre mondial de l'industrie automobile. En quelques années, elle a relégué les États-Unis et l'Europe au second plan. L'édition 2026 du salon automobile de Pékin en a apporté une démonstration éclatante : deux fois plus vaste que celle de 2024, elle a accueilli plus de 180 nouveaux modèles. Le salon, qui s'est achevé le 3 mai, a surtout confirmé l'avance technologique prise par les constructeurs chinois dans un secteur longtemps dominé par les marques allemandes, américaines et japonaises.

Les constructeurs étrangers ont bien tenté de préserver leur visibilité en dévoilant eux aussi plusieurs nouveautés à Pékin. Mais, face à l'érosion rapide de leurs parts de marché, ils cherchent désormais moins à imposer leurs standards qu'à s'inspirer des méthodes chinoises.

Le défi est considérable. En cinq ans, la part de marché des constructeurs étrangers en Chine a quasiment été divisée par deux, tombant à environ 30 % en 2025. Dans le même temps, la Chine a dépassé le Japon dès 2023 pour devenir le premier exportateur mondial d'automobiles. En 2025, plus de 8 millions de véhicules chinois ont été exportés, soit près d'un tiers de plus qu'un an auparavant. En Europe, les marques chinoises représentent désormais près de 9 % des ventes totales alors qu'elles étaient quasiment absentes du marché il y a encore

quelques années. Les groupes historiques rencontrent également des difficultés croissantes dans plusieurs grands pays émergents comme le Mexique, le Brésil, l'Indonésie ou la Malaisie.

Les véhicules chinois disposent aujourd'hui de plusieurs avantages concurrentiels majeurs. Ils restent compétitifs en matière de prix tout en affichant des standards esthétiques de plus en plus proches des modèles occidentaux. Nombre d'entre eux s'inspirent ouvertement des codes de Porsche ou de Tesla. Les constructeurs chinois ont également pris une avance significative dans les technologies embarquées. Les logiciels sont devenus un élément central de différenciation. Les nouveaux modèles intègrent des systèmes d'intelligence artificielle pilotés par la voix et des fonctionnalités numériques évolutives comparables à celles des smartphones.

L'un des bouleversements majeurs introduits par l'industrie chinoise concerne surtout les délais de conception. Traditionnellement, le développement d'un nouveau véhicule nécessitait entre 40 et 80 mois. Les constructeurs chinois, grâce à des organisations construites autour du véhicule électrique, à une forte intégration verticale et à une logique d'amélioration continue via les mises à jour logicielles, sont désormais capables de lancer un nouveau modèle en moins de 24 mois. La technologie embarquée



des véhicules occidentaux accuse souvent un retard de deux ans, voire davantage, sur les standards chinois.

Face à cette accélération, les constructeurs historiques ont engagé une profonde réorganisation de leurs structures. Volkswagen affirme ainsi développer de nouveaux modèles dans son centre de recherche et développement de Hefei à un rythme supérieur de 30 % à celui observé en Europe. Mercedes a également renforcé ses capacités de recherche en Chine afin de rester au contact des innovations locales.

Cette rapidité d'exécution tend désormais à devenir la nouvelle norme mondiale. Renault, pourtant absent du marché chinois, utilise les capacités industrielles et technologiques chinoises pour accélérer ses développements. La nouvelle Twingo électrique a ainsi été conçue en Chine afin de réduire les délais et les coûts. Après les méthodes japonaises des années 1980 et 1990, le modèle chinois semble aujourd'hui devenir la nouvelle référence industrielle mondiale.

Pour combler leur retard dans les véhicules électriques, les constructeurs occidentaux multiplient également les partenariats avec des groupes chinois. Volkswagen, qui prévoit de lancer vingt nouveaux modèles en Chine cette année, coopère désormais avec XPeng ainsi qu'avec Horizon Robotics, spécialisée dans la conduite autonome. Toyota, qui produira des versions électriques de Lexus près de Shanghai à partir de 2027, collabore avec Huawei et Tencent pour le développement des logiciels embarqués. BMW et Nissan

ont également noué plusieurs alliances technologiques locales.

De nouvelles coopérations émergent même dans les segments les plus stratégiques. Mercedes envisagerait d'utiliser l'architecture automobile de Geely pour développer de petits véhicules électriques destinés au marché chinois. Ford serait, de son côté, en discussion avec Geely afin de partager certaines technologies et produire des véhicules dans les usines européennes du constructeur américain.

La question centrale est désormais de savoir si les groupes européens et américains peuvent réellement combler leur retard et s'adapter aux méthodes chinoises. Celles-ci reposent sur des cycles d'innovation extrêmement rapides, une forte mobilisation des salariés et une approche de l'automobile pensée avant tout autour du logiciel, de l'électronique et des services numériques. Les constructeurs historiques, eux, restent encore largement héritiers d'une culture industrielle centrée sur le moteur thermique et la mécanique traditionnelle.

Le risque existe donc que les groupes occidentaux soient progressivement relégués à un rôle secondaire dans le cadre de ces coopérations technologiques, devenant davantage des assembleurs ou des distributeurs que de véritables leaders industriels.

Pour l'heure, les entreprises chinoises ont encore besoin des constructeurs occidentaux pour accélérer leur implantation en Europe ou dans les Amériques. Mais cette dépendance pourrait n'être que transitoire. À terme,



les groupes chinois pourraient limiter l'accès aux technologies les plus avancées afin de privilégier leurs propres modèles, reproduisant ainsi certaines pratiques longtemps utilisées par les puissances industrielles occidentales.

La dépendance technologique pourrait alors devenir particulièrement difficile à réduire. Les écosystèmes logiciels développés par les groupes chinois risquent de créer des formes de verrouillage technologique. Les industriels européens et américains devraient alors reconstruire des

architectures numériques entièrement autonomes, au prix d'investissements considérables.

L'industrie automobile mondiale semble ainsi avoir déplacé son centre de gravité vers la Chine. Ce basculement constitue une rupture historique pour l'une des industries emblématiques de la puissance occidentale depuis le XXe siècle. Désormais, l'aéronautique apparaît comme l'un des derniers grands secteurs industriels où l'Occident conserve encore un avantage comparatif décisif. Reste à savoir pour combien de temps.

LA DETTE PUBLIQUE EST-ELLE LE MAILLON FAIBLE DES ÉTATS-UNIS ?

Les États-Unis se distinguent depuis plusieurs décennies par l'importance de leur dette extérieure, quand la zone euro, la Chine ou encore le Japon disposent d'importants avoirs vis-à-vis du reste du monde. Cette singularité américaine repose sur un double socle : le rôle international du dollar et la forte rentabilité de l'économie américaine. Ce privilège financier est-il durable ? Peut-il être remis en cause dans les prochaines années ?

En 2025, la dette extérieure nette des États-Unis représentait près de 80 % du PIB, contre seulement 8 % pour l'Inde. À l'inverse, la zone euro enregistrait une position extérieure nette positive équivalente à 8 % du PIB, 10 % pour la Chine et près de 80 % pour le Japon.

Dans le cas de l'Inde, cette situation apparaît relativement logique. Le pays demeure en phase de rattrapage économique et a besoin de capitaux étrangers pour financer son

développement, en raison notamment d'un niveau d'épargne intérieure insuffisant. En 2025, le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat atteignait environ 10 000 dollars en Inde, contre 32 000 en Chine, 58 000 au Japon, 70 000 dans la zone euro et 90 000 aux États-Unis.

Les économies développées, en raison de leur niveau élevé de revenus, sont traditionnellement censées investir à l'étranger afin d'y rechercher des rendements supérieurs. Le Japon et la zone euro suivent globalement ce schéma. Les placements extérieurs jouent également un rôle démographique : les actifs accumulés durant les périodes de forte croissance et de population active abondante permettent ensuite de financer les retraites lorsque le vieillissement s'accélère.

Le Japon, la Chine et, dans une moindre mesure, les pays européens se trouvent



désormais dans cette situation. Pourtant, malgré le vieillissement avancé de leur population et, pour certains, le recul démographique déjà engagé, ces économies continuent de renforcer leurs positions extérieures au lieu de les réduire. La population japonaise et chinoise diminue déjà, tandis que celle de l'Europe devrait prochainement amorcer le même mouvement. À l'inverse, les États-Unis, qui bénéficient encore d'une croissance démographique relativement soutenue malgré le ralentissement migratoire récent, ne devraient théoriquement pas avoir besoin d'un recours aussi massif aux capitaux étrangers.

Cette singularité américaine s'explique principalement par le rôle international du dollar et par la priorité accordée à la consommation intérieure, soutenue par la rentabilité élevée des entreprises américaines.

Le dollar demeure la principale monnaie internationale. En 2025, il représentait encore 58 % des réserves de change des banques centrales, contre 20 % pour l'euro. Dans le commerce international, la domination du billet vert reste également écrasante. En Asie-Pacifique, 74 % des échanges sont facturés en dollars ; hors Union européenne et Amérique du Nord, cette proportion atteint 79 %. Les émissions internationales de dette sont libellées à 61 % en dollars contre 26 % en euros. Les prêts bancaires internationaux affichent des proportions comparables.

Le statut international du dollar nourrit mécaniquement une forte demande d'actifs américains. Les non-résidents détenaient ainsi près de 9 950 milliards

de dollars de titres du Trésor américain en 2025, contre environ 1 000 milliards en 2002.

Le déficit extérieur des États-Unis apparaît dès lors comme une conséquence structurelle du rôle du dollar. L'économiste Robert Triffin l'avait théorisé dès le début des années 1960 à travers le paradoxe qui porte son nom. Lorsqu'un pays émet la monnaie internationale de réserve, il doit fournir au reste du monde les liquidités nécessaires au fonctionnement du système économique mondial. Il accumule donc, par construction, des déficits extérieurs et de la dette vis-à-vis du reste du monde, au risque, à terme, d'affaiblir la confiance dans sa monnaie.

L'autre moteur du déficit extérieur américain réside dans la rentabilité exceptionnelle des entreprises des États-Unis. Le rendement des capitaux propres (ROE) atteint environ 16 % aux États-Unis, contre 11 % en Chine, 9,5 % dans la zone euro et 9 % au Japon. Depuis vingt ans, cette rentabilité a continué de progresser aux États-Unis alors qu'elle stagnait dans les autres grandes régions économiques.

Cette performance s'explique notamment par un partage de la valeur ajoutée plus favorable au capital qu'aux salaires, par le poids considérable des technologies de l'information et par la profondeur des marchés financiers américains, capables de financer rapidement les innovations. Cette rentabilité élevée attire massivement les capitaux étrangers, aussi bien sur les marchés d'actions que sur les marchés obligataires privés.



Si la Chine a réduit ses achats de dette publique américaine, les investisseurs chinois continuent néanmoins d'investir aux États-Unis dans le numérique, les infrastructures énergétiques ou les installations portuaires. En 2025, le stock d'investissements directs étrangers reçus par les États-Unis représentait environ 65 % du PIB, tandis que les investissements directs américains à l'étranger équivalaient à 45 % du PIB. Pour les investissements de portefeuille, les ratios atteignaient respectivement 130 % et 60 % du PIB.

La dépendance américaine aux capitaux étrangers tient également à la faiblesse persistante de l'épargne des ménages. Le taux d'épargne des ménages américains avoisine 4 % du revenu disponible brut, contre 15 % dans la zone euro et 35 % en Chine. Compte tenu d'un vieillissement démographique moins avancé qu'en Europe ou en Chine, les États-Unis devraient pourtant afficher un niveau d'épargne plus élevé. Mais leur modèle économique repose historiquement sur une consommation soutenue, rendue possible par l'apport permanent de l'épargne étrangère.

Cette dépendance n'est toutefois pas sans risque. Si les investisseurs étrangers réduisaient leurs achats d'actifs américains ou cédaient une partie de leurs avoirs, les conséquences pourraient être importantes : baisse des marchés actions, hausse des taux d'intérêt, dépréciation du dollar et possible déclenchement d'une crise financière. Les États-Unis demeurent particulièrement sensibles aux fluctuations boursières, une partie importante des revenus des ménages

dépendant directement des marchés financiers.

Quels facteurs pourraient provoquer une remise en cause de cette confiance internationale ? Jusqu'à présent, la politique de Donald Trump n'a pas profondément modifié les comportements des investisseurs internationaux, notamment sur les marchés actions. La guerre au Moyen-Orient déclenchée en mars 2026 a même renforcé temporairement le dollar, qui a retrouvé son rôle traditionnel de valeur refuge. Depuis le 28 février, date du déclenchement du conflit, le billet vert s'est légèrement apprécié, même s'il avait perdu près de 15 % en 2025 dans un contexte marqué par la montée des droits de douane.

Une crise de la dette privée américaine pourrait néanmoins constituer un facteur majeur de déstabilisation. L'incapacité de certains fonds spécialisés à répondre aux demandes de rachats pourrait provoquer un choc financier plus large. Le marché de la dette privée atteint désormais près de 3 000 milliards de dollars, avec des taux de défaut élevés – environ 5,8 % actuellement – et un fort levier d'endettement des emprunteurs.

Les marchés boursiers américains apparaissent également vulnérables. Une dégradation de l'activité économique ou des résultats des entreprises pourrait provoquer une correction brutale. Au printemps 2026, le PER du S&P 500 atteignait environ 25, contre 20 en 2023. Ces valorisations élevées reposent largement sur l'optimisme entourant les perspectives offertes par l'intelligence artificielle. Un ralentissement de cette dynamique



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

pourrait entraîner un retrait des investisseurs internationaux.

Les États-Unis continuent ainsi de capter l'épargne mondiale grâce à plusieurs avantages cumulatifs : le statut international du dollar, la rentabilité élevée de leurs entreprises et la puissance de leur système financier. Surtout, aucun concurrent ne dispose aujourd'hui d'atouts suffisants pour remettre réellement en cause cette domination.

Pour l'heure, les choix parfois erratiques de Donald Trump n'ont donc pas profondément modifié les flux internationaux de capitaux. Mais cette stabilité pourrait devenir plus fragile si les déséquilibres américains continuaient de s'aggraver. Une forte hausse de la dette publique ou des performances décevantes dans le domaine de l'intelligence artificielle pourraient modifier progressivement les arbitrages des investisseurs, d'autant que plusieurs pays émergents, mais aussi certains États européens, cherchent désormais à réduire leur dépendance vis-à-vis des États-Unis.



HORIZON FINANCE

LE PRIVILEGE EXORBITANT DU DOLLAR EST-IL ETERNEL ?

Les États-Unis occupent une position singulière dans l'économie mondiale. Alors que la zone euro, la Chine ou encore le Japon disposent d'importants actifs extérieurs, l'économie américaine continue d'accumuler une dette extérieure considérable. Cette situation repose sur un privilège financier exceptionnel : le rôle central du dollar dans le système monétaire international et l'attractivité persistante de l'économie américaine. Ce privilège peut-il durer indéfiniment ou risque-t-il d'être remis en cause dans les années à venir ?

En 2025, la dette extérieure nette des États-Unis représentait près de 80 % du PIB, contre seulement 8 % pour l'Inde. À l'inverse, la zone euro affichait une position extérieure positive équivalente à 8 % du PIB, la Chine à 10 % et le Japon à près de 80 %.

La situation indienne apparaît relativement cohérente au regard de son niveau de développement. Le pays a besoin de capitaux étrangers afin de financer son expansion économique et de compenser un niveau d'épargne intérieure encore insuffisant. En 2025, le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat atteignait environ 10 000 dollars en Inde, contre 32 000 en Chine, 58 000 au Japon, 70 000 dans la zone euro et 90 000 aux États-Unis.

Traditionnellement, les économies avancées, en raison de leur niveau élevé de revenus, sont censées investir à l'étranger afin d'obtenir des rendements

plus importants. Le Japon et la zone euro suivent globalement cette logique. Les placements internationaux jouent également un rôle démographique : les actifs accumulés durant les phases de forte croissance et de population active abondante permettent ensuite de financer le vieillissement et la montée du nombre de retraités.

Le Japon, la Chine et, dans une moindre mesure, les pays européens se trouvent précisément confrontés à cette problématique. Pourtant, malgré leur vieillissement avancé et, pour certains, le recul déjà engagé de leur population, ces pays continuent d'accroître leurs avoirs extérieurs au lieu de les réduire. La population japonaise et chinoise diminue déjà, tandis que celle de l'Europe devrait bientôt suivre la même trajectoire. À l'inverse, les États-Unis bénéficient encore d'une croissance démographique relativement dynamique, même si le ralentissement de l'immigration affaiblit progressivement cet avantage. Théoriquement, ils ne devraient donc pas avoir besoin d'un recours aussi massif aux capitaux étrangers.

Cette anomalie américaine s'explique avant tout par la domination du dollar et par un modèle économique privilégiant la consommation et la rentabilité du capital.

Le dollar demeure la principale monnaie internationale. En 2025, il représentait encore 58 % des réserves de change détenues par les banques centrales, contre 20 % pour l'euro. Dans le



commerce mondial, sa domination reste tout aussi marquée. En Asie-Pacifique, 74 % des échanges sont facturés en dollars ; hors Union européenne et Amérique du Nord, cette proportion atteint 79 %. Les émissions internationales de dette sont libellées à 61 % en dollars, contre 26 % en euros. Les prêts bancaires internationaux affichent des ratios comparables.

Parce que les États-Unis émettent la principale monnaie de réserve mondiale, la demande d'actifs libellés en dollars demeure structurellement élevée. Les non-résidents détenaient ainsi près de 9 950 milliards de dollars de titres du Trésor américain en 2025, contre environ 1 000 milliards en 2002.

Le déficit extérieur américain apparaît donc comme une conséquence directe du rôle international du dollar. L'économiste Robert Triffin l'avait théorisé dès les années 1960 à travers le paradoxe qui porte son nom. Un pays dont la monnaie sert de réserve mondiale doit nécessairement fournir au reste du monde les liquidités nécessaires au fonctionnement des échanges internationaux. Ce mécanisme conduit naturellement à l'accumulation de déficits extérieurs et de dette vis-à-vis du reste du monde, avec le risque, à terme, d'un affaiblissement de la confiance dans la monnaie émise.

L'autre explication majeure réside dans la rentabilité exceptionnelle des entreprises américaines. Le rendement des capitaux propres (ROE) atteint environ 16 % aux États-Unis, contre 11 % en Chine, 9,5 % dans la zone euro et 9 % au Japon. Depuis deux décennies, cette rentabilité progresse aux États-

Unis alors qu'elle stagne dans les autres grandes régions économiques.

Cette performance repose notamment sur un partage de la valeur ajoutée plus favorable au capital qu'aux salaires, sur le poids des technologies de l'information et sur la profondeur des marchés financiers américains capables de financer rapidement l'innovation. Cette rentabilité attire massivement les capitaux étrangers, aussi bien vers les marchés actions que vers la dette privée américaine.

Même si la Chine a réduit ses achats de dette publique américaine, les investisseurs chinois continuent d'investir aux États-Unis dans les infrastructures énergétiques, les ports ou les technologies numériques. En 2025, le stock d'investissements directs étrangers reçus par les États-Unis représentait environ 65 % du PIB, tandis que les investissements directs américains à l'étranger équivalaient à 45 % du PIB. Pour les investissements de portefeuille, les ratios atteignaient respectivement 130 % et 60 % du PIB.

Le recours permanent aux capitaux étrangers s'explique également par la faiblesse du taux d'épargne des ménages américains. Celui-ci avoisine 4 % du revenu disponible brut, contre 15 % dans la zone euro et 35 % en Chine. Compte tenu d'un vieillissement démographique moins avancé qu'en Europe ou en Chine, les États-Unis devraient pourtant disposer d'un taux d'épargne plus élevé. Mais leur modèle économique repose historiquement sur une forte consommation intérieure, soutenue par l'épargne du reste du monde.



Cette dépendance aux capitaux étrangers constitue néanmoins une vulnérabilité potentielle. Si les investisseurs internationaux réduisaient leurs achats d'actifs américains ou vendaient une partie de leurs avoirs, les conséquences pourraient être importantes : baisse des marchés boursiers, hausse des taux d'intérêt, dépréciation du dollar et risque de crise financière. Les États-Unis demeurent particulièrement sensibles aux fluctuations des marchés financiers, une part importante des revenus des ménages dépendant directement de la valorisation des actifs financiers.

Quels événements pourraient provoquer une remise en cause de cette confiance ? Jusqu'à présent, la politique de Donald Trump n'a pas entraîné de modification majeure des comportements des investisseurs internationaux, notamment sur les marchés actions. La guerre au Moyen-Orient déclenchée en mars 2026 a même renforcé temporairement le rôle refuge du dollar. Depuis le 28 février, date du début du conflit, le billet vert s'est légèrement apprécié, malgré une baisse de près de 15 % enregistrée en 2025 dans le contexte des tensions commerciales et de la hausse des droits de douane.

Une crise de la dette privée américaine pourrait toutefois provoquer une onde de choc mondiale. Le marché de la dette privée représente désormais près de 3 000 milliards de dollars. Les taux de défaut atteignent environ 5,8 % et l'endettement des emprunteurs demeure élevé. Une incapacité de certains fonds à faire face aux demandes de rachats pourrait rapidement se

transformer en crise financière plus large.

Les marchés actions américains constituent également un point de fragilité. Une dégradation de la conjoncture ou des résultats des entreprises pourrait provoquer une correction brutale des valorisations. Au printemps 2026, le PER du S&P 500 atteignait environ 25 contre 20 en 2023. Les niveaux actuels reposent largement sur l'optimisme entourant l'intelligence artificielle et les perspectives de profits futurs qu'elle suscite. Une déception dans ce domaine pourrait entraîner un retrait des investisseurs internationaux.

Les États-Unis continuent ainsi de capter une large part de l'épargne mondiale grâce à plusieurs avantages cumulatifs : la domination du dollar, la rentabilité de leurs entreprises et la puissance de leur système financier. Surtout, aucun concurrent ne dispose aujourd'hui d'une capacité suffisante pour remettre réellement en cause cette position dominante.

Pour l'heure, les choix parfois erratiques de Donald Trump ont eu peu d'effets durables sur les flux internationaux de capitaux. Mais cette stabilité pourrait devenir plus fragile si les déséquilibres américains continuaient de s'aggraver. Une hausse rapide de la dette publique ou des performances décevantes dans le domaine de l'intelligence artificielle pourraient modifier progressivement les arbitrages des investisseurs, d'autant que plusieurs pays émergents et certains États européens cherchent désormais à réduire leur dépendance vis-à-vis des États-Unis.



AUX ORIGINES DE LA RESILIENCE DES MARCHES !

Depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, le 28 février dernier, les marchés « actions » font preuve d'une réelle résilience, les indices américains battant même de nouveaux records. Les investisseurs demeurent optimistes en ce qui concerne les résultats des entreprises dans les prochains mois, malgré le ralentissement attendu de la croissance de l'économie mondiale. Ce pari est-il audacieux au vu du choc subi par les différents pays depuis plus de deux mois ?

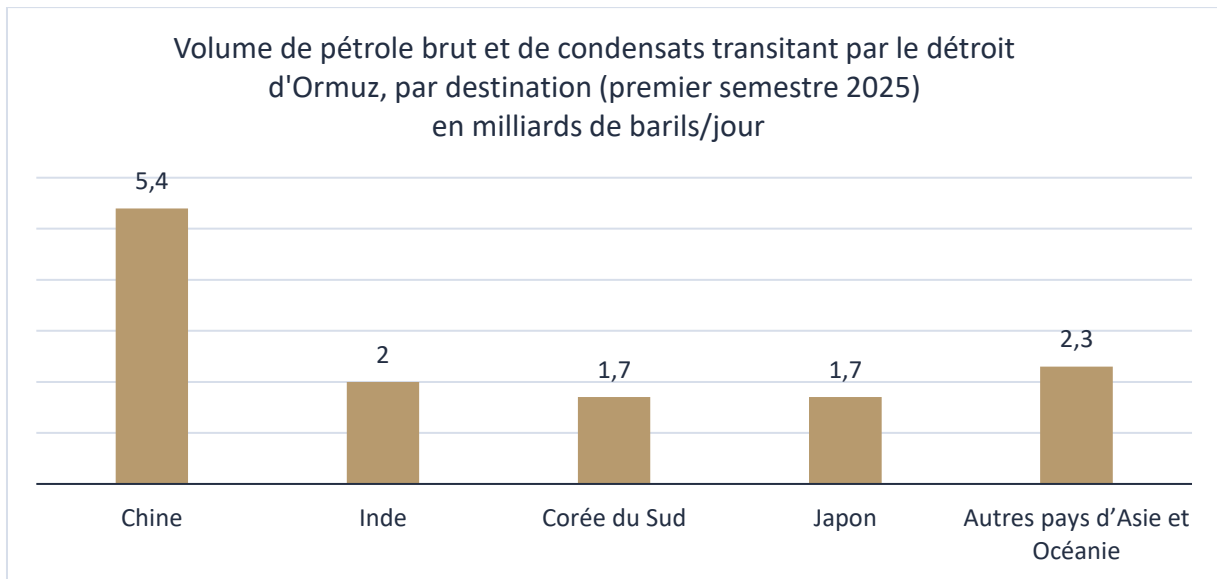
Du 28 février à fin avril, l'indice S&P 500 a progressé de près de 4 % et l'indice Nasdaq Composite de près de 9 %. L'indice des 7 Magnifiques (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla) a gagné, de son côté, plus de 10,2 %. L'indice Euro Stoxx 50, toujours par rapport au niveau de fin février 2026, a reculé de 5,2 %, témoignant de l'exposition des entreprises européennes à la fois à la hausse du coût de l'énergie et à la désorganisation des échanges avec le Moyen-Orient. En revanche, si le Japon dépend des importations d'hydrocarbures en provenance du Moyen-Orient, le principal indice « actions », le Nikkei 225, a gagné 0,7 % depuis la fin de février 2026. Par ailleurs, le MSCI Emerging Markets, qui intègre les meilleures valeurs des pays émergents, a progressé de 0,5 %.

La hausse du marché américain peut s'expliquer par le fait que les États-Unis, premier producteur mondial de pétrole

et de gaz, tirent profit de la hausse des cours. Le supplément de revenus est évalué à un point de PIB. Les exportations de pétrole brut américain dépassent 4 millions de barils par jour au premier trimestre 2026, contre moins de 2 millions de barils par jour en 2019. Celles de gaz naturel sont passées de 400 à 850 milliards de pieds cubes entre 2018 et 2026.

Même si les prix de l'énergie ont augmenté aux États-Unis, la hausse est moindre qu'en Europe. L'écart entre le baril Brent, servant de référence pour cette dernière, et le baril WTI américain atteint 10 %. La hausse des prix de l'énergie atteint 40 % en Europe, au Japon ou en Corée du Sud. Pour ces deux derniers pays, des risques de pénurie se font, par ailleurs, jour.

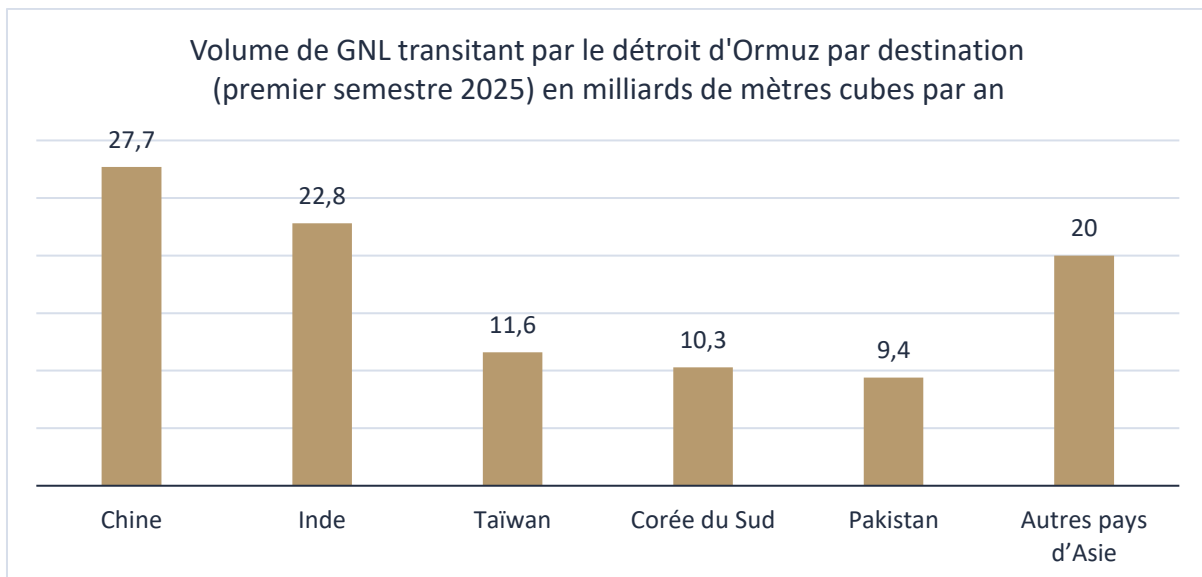
Avant le début de la guerre au Moyen-Orient, les importations européennes de combustibles atteignaient 3,9 % du PIB de l'Union européenne. Au premier semestre 2025, 50 % des importations de pétrole et 30 % des importations de gaz naturel (sous forme de GNL) des pays d'Asie transitaient par le détroit d'Ormuz. Les pays d'Asie ayant la plus forte exposition directe aux exportations de pétrole brut transitant par Ormuz sont la Chine (5,4 millions de barils par jour de pétrole brut transitant par le détroit d'Ormuz), l'Inde (2,1 millions de barils par jour), la Corée du Sud (1,7 million de barils par jour) et le Japon (1,7 million de barils par jour).



Cercle de l'Épargne - données U.S. Energy Information Administration (EIA)

25 % des exportations mondiales de GNL provenaient des pays du Golfe avant la fermeture du détroit d'Ormuz. La Chine, l'Inde, Taïwan, la Corée du sud

et le Pakistan sont les importateurs asiatiques de GNL les plus touchés par la fermeture du détroit d'Ormuz.



Cercle de l'Épargne - données : U.S. Energy Information Administration (EIA)

La hausse des prix du pétrole et du gaz naturel, ainsi que le rationnement de la demande de pétrole et de gaz naturel en Asie, pèseront sur la croissance. La perte pourrait se situer entre 0,6 et 1 point de PIB en rythme annuel. Pour le moment,

en Europe et en Asie, les valeurs « actions » ne pâtissent pas de ce risque. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette étonnante résilience. Le premier tient au fait que les résultats des entreprises étaient plutôt bien orientés



avant le déclenchement de la guerre. Deuxièmement, à défaut d'autres placements attractifs, les investisseurs préfèrent conserver leurs positions. Les taux obligataires pouvant augmenter dans les prochains mois avec la hausse de l'inflation et celle des taux directeurs des banques centrales, il est urgent d'attendre. L'or est plutôt orienté à la baisse en raison des cessions réalisées par la Russie et par certains pays du Golfe. Le bitcoin, à la différence des crises précédentes, ne constitue pas, pour le moment, une planche de salut. Troisièmement, l'engouement pour l'intelligence artificielle perdure. Aux

États-Unis, les indices sont tirés essentiellement par les valeurs technologiques, qui ont gagné 30 %, contre 20 % pour celles des sociétés pétrolières.

Un ajustement pourrait néanmoins survenir, en particulier en Europe et en Asie. Celui-ci pourrait se matérialiser au moment du relèvement des taux directeurs par les banques centrales. La prolongation du blocus du détroit d'Ormuz pourrait également conduire les investisseurs à changer de cap dans leur politique d'allocation d'actifs.

PETRODOLLARS : LA FIN A-T-ELLE SONNÉ ?

Ibrahim Oweiss, jeune économiste au ministère égyptien de l'Industrie, fut contraint à l'exil en 1960 après avoir critiqué la politique économique du général Nasser. Il ironisait alors sur l'ambition industrielle du régime, affirmant que l'Égypte produisait tout « de l'aiguille au missile », mais sans réellement maîtriser ni l'un ni l'autre. À travers cette formule, il dénonçait les limites du modèle de développement inspiré de l'Union soviétique.

Installé par la suite aux États-Unis, Oweiss devint professeur à l'université de Georgetown à Washington. En 1974, au lendemain du premier choc pétrolier, il forgea lors d'un discours une expression appelée à connaître un succès mondial : les « pétrodollars ». Il désignait ainsi les masses financières accumulées par les pays exportateurs de pétrole du Golfe, dont les revenus progressaient alors beaucoup plus vite que leurs capacités d'investissement domestique. Même si le

terme avait déjà été utilisé auparavant, notamment par Peter Peterson, ancien secrétaire américain au Commerce, c'est bien Oweiss qui lui donna sa notoriété internationale.

À l'origine, les pétrodollars furent perçus comme une menace pour les économies occidentales importatrices de pétrole. Ils devinrent rapidement, au contraire, un facteur de consolidation de la puissance financière américaine et du rôle international du dollar.

Les autorités américaines favorisèrent très tôt le recyclage de ces revenus pétroliers dans leur propre système financier. Dès la fin de l'année 1974, le Trésor américain autorisa discrètement la banque centrale saoudienne à acquérir des obligations du Trésor en dehors des adjudications publiques habituelles, afin d'éviter que Riyad ne soit critiqué dans le monde arabe pour son soutien financier indirect aux États-Unis, alliés d'Israël.



Dans le même temps, Saudi Aramco décida d'exiger que ses ventes de pétrole soient réglées exclusivement en dollars et non plus en livres sterling. Cette décision fut révélée de manière embarrassante lors d'une visite officielle britannique en Arabie saoudite. À l'issue de la guerre du Kippour de 1973, le grand vainqueur monétaire fut ainsi le dollar, tandis que les monnaies européennes perdaient progressivement du terrain.

La facturation du pétrole en dollars créa mécaniquement une demande mondiale pour la devise américaine. Le recyclage des excédents pétroliers dans des actifs libellés en dollars offrit aux États-Unis un avantage financier considérable. Les monarchies du Golfe prirent l'habitude de placer une partie substantielle de leurs excédents sur les marchés américains, facilitant ainsi le financement des déficits budgétaires et extérieurs des États-Unis.

Ce système des pétrodollars peut-il être remis en cause dans les prochaines années ? Plusieurs évolutions récentes alimentent cette interrogation. La Chine règle depuis longtemps une partie de ses achats de pétrole iranien en yuans. Pékin expérimente également des paiements de matières premières en yuan numérique. D'autres pays, comme la Russie ou l'Inde, cherchent eux aussi à développer des transactions énergétiques dans leurs propres monnaies.

Dans ce contexte, Mallika Sachdeva, économiste chez Deutsche Bank, estimait dès mars dernier que le conflit avec l'Iran pourrait devenir « le catalyseur d'une érosion de la domination des pétrodollars et le point de départ de l'ère du pétroyuan ».

Pour l'heure, néanmoins, le dollar demeure très largement dominant. Même si de plus en plus d'États et d'entreprises souhaitent disposer d'alternatives, la devise américaine continue d'offrir des avantages déterminants. Les marchés financiers américains restent les plus profonds, les plus liquides et les plus sécurisés du monde. Peu d'acteurs imaginent encore un basculement massif vers le yuan numérique.

L'érosion progressive des pétrodollars pourrait toutefois inquiéter Washington, car ces derniers constituent un pilier important de la domination globale du dollar. Lorsqu'une entreprise achète son pétrole en dollars, elle tend naturellement à facturer également ses exportations dans cette monnaie afin de se prémunir contre les variations de change. Une hausse ou une baisse du dollar affecte alors simultanément ses coûts énergétiques et ses revenus commerciaux, ce qui crée une forme de « couverture naturelle ».

Cet argument présente toutefois certaines limites. Le prix du pétrole, comme celui des matières premières cotées sur les marchés mondiaux, s'ajuste en permanence aux fluctuations monétaires et aux tensions de marché. Lorsque le dollar se déprécie, les prix du pétrole ont tendance à augmenter. Si les entreprises ne peuvent pas relever simultanément leurs prix de vente, cette couverture devient imparfaite. Le pétrole n'explique donc probablement pas, à lui seul, pourquoi autant d'entreprises continuent de facturer leurs échanges internationaux en dollars. Lorsqu'elles cherchent à se protéger contre leurs coûts d'approvisionnement, elles s'intéressent davantage à des intrants



industriels spécialisés – composants électroniques, pièces détachées ou équipements techniques – dont les prix sont plus rigides.

Les pétrodollars n'expliquent pas non plus, à eux seuls, la domination mondiale des actifs financiers américains. Certes, les obligations du Trésor et les dépôts en dollars ont absorbé une partie importante des excédents pétroliers du Golfe dans les années 1970. Mais ces flux n'ont jamais été continus.

Dès le contre-choc pétrolier de 1986, les excédents des pays producteurs commencèrent à se réduire fortement. Brad Setser, du Council on Foreign Relations, souligne qu'en 2000 les excédents cumulés de l'Arabie saoudite depuis 1970 avaient été entièrement effacés par les déficits accumulés par la suite. Une nouvelle manne pétrolière apparut avant la crise financière mondiale de 2007-2009, mais les déficits courants saoudiens étaient déjà revenus en 2024 et 2025.

Aujourd'hui, les grands excédents mondiaux proviennent bien davantage de l'Asie orientale que des pays pétroliers. Selon les estimations de Brad Setser, les excédents cumulés des exportateurs de pétrole – Russie et Norvège comprises – représentaient environ 200 milliards de dollars l'an dernier, contre près de 1 500 milliards pour les économies industrielles d'Asie orientale.

Les pétrodollars, tels qu'Oweiss les décrivait dans les années 1970, ne constituent donc plus le socle principal de la domination monétaire américaine. Les pays producteurs de pétrole ne détermineront probablement pas l'avenir du système monétaire international.

Pour autant, la confrontation croissante avec l'Iran ne sert pas nécessairement les intérêts du dollar. L'usage intensif des sanctions financières américaines et l'activisme géopolitique de Washington poussent un nombre croissant d'États à rechercher des systèmes de paiement alternatifs et d'autres réserves de valeur.



AU-DELÀ DE L'HORIZON

L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE ET L'EMPLOI : UN COUPLE MAUDIT OU PAS ?

L'intelligence artificielle nourrit désormais des inquiétudes croissantes, y compris aux États-Unis, pourtant à l'avant-garde de cette révolution technologique. Dans les enquêtes de confiance, les Américains affichent un pessimisme inédit concernant leurs perspectives professionnelles à long terme. Selon plusieurs sondages récents, l'Américain moyen estime à 22 % le risque de perdre son emploi dans les cinq prochaines années, soit un niveau supérieur à celui observé durant la crise financière de 2007-2009. Près d'un salarié sur cinq considère désormais que l'intelligence artificielle ou l'automatisation présente une probabilité « forte » ou « assez forte » de le remplacer.

Même les dirigeants des entreprises à l'origine de cette mutation technologique expriment leurs inquiétudes. Dario Amodei, fondateur d'Anthropic, estime que l'IA pourrait porter le taux de chômage américain entre 10 et 20 %. Bill Gates considère qu'à terme les êtres humains pourraient devenir inutiles « pour la plupart des tâches ». Sam Altman, dirigeant d'OpenAI, adopte une position plus nuancée. Selon lui, les discours excessivement alarmistes risquent surtout de nourrir la défiance à l'égard de l'intelligence artificielle et d'en freiner le déploiement. Il présente l'IA comme un ensemble « d'outils destinés à accroître les capacités humaines », tout en reconnaissant qu'elle provoquera des transformations rapides et profondes du marché du travail.

Les économistes demeurent, pour leur part, beaucoup moins alarmistes. Ils rejettent traditionnellement ce qu'ils appellent le « sophisme d'une quantité fixe de travail », c'est-à-dire l'idée selon laquelle le volume total d'emplois serait immuable. Selon eux, lorsqu'une innovation détruit certains métiers, elle crée parallèlement de nouvelles activités et de nouveaux besoins. Les gains de productivité générés par les technologies se diffusent ensuite dans l'économie sous forme d'investissements, de consommation ou de nouveaux services.

Les débats actuels autour de l'intelligence artificielle rappellent d'ailleurs ceux qui avaient accompagné l'introduction des métiers mécaniques au XIXe siècle ou encore la généralisation de l'informatique dans les années 1990.

Pour le moment, le marché du travail ne montre aucun signe d'effondrement. Dans les pays de l'OCDE, la proportion de la population en âge de travailler disposant d'un emploi atteint même des niveaux historiquement élevés, tandis que le chômage demeure proche de 5 %. Aux États-Unis, les secteurs fortement exposés à l'IA, comme les activités juridiques ou certains services intellectuels, continuent à créer des emplois. Les difficultés rencontrées par les jeunes diplômés américains sont d'ailleurs apparues avant même le lancement de ChatGPT par OpenAI en novembre 2022.



De nombreux économistes anticipent ainsi des perturbations relativement limitées à moyen terme. Le Bureau of Labor Statistics américain estime que les États-Unis créeront encore 5,2 millions d'emplois entre 2024 et 2034, soit une progression de 3 % de l'emploi total. En France, la remontée du chômage observée au début de l'année 2026 apparaît davantage liée au ralentissement de la croissance provoqué par la hausse des prix de l'énergie depuis le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient qu'aux effets directs de l'intelligence artificielle.

Les progrès rapides de l'IA pourraient certes rendre obsolètes certains métiers. Mais si cette technologie devait réellement provoquer un chômage massif et durable, il s'agirait d'un phénomène sans précédent historique. Aucune innovation majeure ne s'est diffusée suffisamment rapidement pour provoquer un effondrement durable de l'emploi.

L'histoire économique montre au contraire que la diffusion des technologies demeure généralement lente. Dans une étude publiée en 2012, l'économiste Robert Gordon soulignait que, depuis le XIVe siècle, la croissance du PIB par habitant dans l'économie la plus avancée du monde n'avait jamais durablement dépassé environ 2,5 % par an. Lorsque certains pays ont enregistré des rythmes supérieurs, c'était essentiellement dans le cadre de processus de rattrapage technologique.

L'évolution de l'emploi face aux mutations techniques a toujours été progressive. Le recul de l'emploi agricole s'est étalé sur près de deux siècles entre

la fin du XVIIIe et le début du XXIe siècle. Le tracteur moderne, apparu aux États-Unis au début du XXe siècle, n'a pas provoqué une disparition immédiate des emplois agricoles. Il a fallu plusieurs générations pour que cette transformation produise pleinement ses effets.

De même, l'apparition des premiers ordinateurs, de la conteneurisation maritime ou des grandes innovations industrielles du XXe siècle n'a pas entraîné de bouleversement instantané du marché du travail.

Le seul précédent historique de mutation technologique accompagnée d'une forte dégradation sociale demeure la Révolution industrielle britannique du XIXe siècle. Les perfectionnements apportés par James Watt à la machine à vapeur dans les années 1760-1780 rendirent possible l'essor des grandes usines. Cette période fut marquée par une forte croissance économique mais aussi par une stagnation prolongée des salaires réels. Entre 1790 et 1840, les rémunérations corrigées de l'inflation progressèrent à peine alors que les profits industriels augmentaient fortement. Ce contexte contribua à l'émergence des analyses marxistes.

Pour autant, durant cette période, la structure de l'emploi continua d'évoluer relativement lentement. La détérioration des conditions de vie tenait moins à une destruction massive d'emplois qu'à la hausse du coût de la vie. Les prix alimentaires augmentaient fortement sous l'effet des guerres et des barrières douanières sur les céréales. Les difficultés sociales de l'époque furent donc davantage liées aux choix



politiques et aux tensions inflationnistes qu'aux machines elles-mêmes.

Les révoltes ouvrières du XIXe siècle sont souvent interprétées comme un rejet du progrès technique. Les luddites détruisant les métiers mécaniques ou les ouvriers agricoles brisant les batteuses symbolisent cette image. Pourtant, les mouvements sociaux et les destructions de machines existaient bien avant l'industrialisation. En Angleterre, les émeutes furent même moins fréquentes au début du XIXe siècle qu'à la fin de ce même siècle, lorsque les salaires réels progressaient rapidement. Quant au mouvement chartiste, il ne prit véritablement son essor qu'à partir des années 1840, au moment où les conditions de vie des ouvriers commençaient à s'améliorer.

Si l'intelligence artificielle devait demain provoquer une hausse durable et structurelle du chômage, il s'agirait donc d'une rupture historique sans équivalent avec les précédentes révolutions

industrielles. Cela ne signifie pas pour autant qu'un tel scénario soit impossible.

Les premiers signes d'un basculement seraient probablement une forte accélération de la productivité accompagnée d'une stagnation des salaires réels et d'une montée du chômage, notamment aux États-Unis. Dans une telle configuration, les gains de productivité pourraient être captés principalement par le capital au détriment du travail.

La question centrale des prochaines années sera donc celle du partage des gains liés à l'intelligence artificielle. Si une véritable rupture devait intervenir, elle apparaîtrait probablement lors d'une phase de récession. Les crises économiques accélèrent traditionnellement la disparition des emplois les moins productifs et obligent les entreprises à se transformer rapidement pour survivre. Le capital comme la main-d'œuvre se redéploient alors vers les activités les plus efficaces.



LA CONQUÊTE MONÉTAIRE DE LA CHINE

À Hong Kong, le restaurant Tasty Congee & Noodle Wantun Shop sert aussi bien aux habitants qu'aux touristes une bouillie de riz crémeuse agrémentée de ciboule. L'addition peut être réglée en dollars hongkongais, en yuans ou encore en e-CNY, la monnaie numérique émise par la banque centrale chinoise. Cette devise électronique est désormais acceptée par plus de 5 000 commerçants dans la ville.

Ce détail du quotidien illustre une ambition bien plus vaste portée par Pékin : renforcer progressivement le rôle international du yuan, notamment sous sa forme numérique. Depuis plusieurs années, les autorités chinoises cherchent à réduire leur dépendance au dollar dans les transactions internationales. Pour atteindre cet objectif, elles ont développé leurs propres infrastructures de paiement, à la fois classiques et numériques, afin de contourner les circuits financiers dominés par la monnaie américaine.

La Chine dispose désormais d'outils lui permettant de financer ses partenaires étrangers dans des conditions attractives. Pour le moment, le yuan reste incapable de rivaliser réellement avec le dollar. Mais Xi Jinping répète régulièrement que la Chine doit disposer d'une monnaie « puissante ». La politique de Donald Trump, source d'incertitudes et de défiance pour de nombreux partenaires des États-Unis, pourrait paradoxalement accélérer cette stratégie chinoise.

Les chiffres commencent à traduire cette montée en puissance. Le système chinois alternatif de paiement transfrontalier, le Cross-Border Interbank Payment System (CIPS), a traité en mars environ 920 milliards de yuans de transactions quotidiennes, soit près de 134 milliards de dollars. Un an plus tôt, la moyenne journalière atteignait seulement 680 milliards de yuans. Le 2 avril dernier, les volumes ont même dépassé 1 200 milliards de yuans en une seule journée.

Cette progression a été favorisée par l'entrée en vigueur de nouvelles règles, adoptées en février, qui ont rendu le système plus souple et plus attractif. La hausse des prix du pétrole a également contribué au développement du CIPS. Depuis longtemps, l'Iran accepte d'être payé en yuans pour une partie de ses exportations pétrolières à destination des raffineurs indépendants chinois, surnommés les « théières ».

Même si les volumes exportés ont diminué, la hausse des prix du brut a accru la valeur des transactions. L'Iran pourrait également recevoir des yuans en échange des autorisations de passage accordées aux navires traversant le détroit d'Ormuz. Une grande partie de ces revenus aurait été réglée en monnaie chinoise plutôt qu'en cryptomonnaies.

L'essor du CIPS dépasse toutefois largement les seuls échanges pétroliers. Les flux enregistrés pourraient également refléter des mouvements de capitaux quittant le Golfe ou des arbitrages financiers liés aux tensions



géopolitiques actuelles. Selon plusieurs banques chinoises, les achats et ventes transfrontaliers d'obligations, d'actions et d'autres actifs financiers ont atteint 712 milliards de dollars en mars, soit environ 40 % de plus que la moyenne mensuelle de l'année précédente.

Tous ces flux ne sont évidemment pas libellés en yuan. Mais la part de la monnaie chinoise dans l'ensemble des transactions internationales réalisées par la Chine – biens, services et actifs financiers confondus – a dépassé 56 % en mars, après avoir longtemps stagné durant une grande partie de l'année 2025.

Le CIPS n'est pas le seul réseau en expansion. Le projet mBridge, plateforme expérimentale dédiée aux paiements transfrontaliers en monnaies numériques de banque centrale, connaît lui aussi une forte croissance. Initialement conçu comme un projet pilote, il tend désormais à devenir une véritable infrastructure commerciale. En novembre dernier, le vice-gouverneur de la banque centrale chinoise indiquait que l'équivalent de 55,5 milliards de dollars avait déjà transité par ce réseau à travers plus de 4 000 transactions.

Même si les banques centrales d'Arabie saoudite, des Émirats arabes unis ou de Thaïlande participent au projet, plus de 95 % des opérations sont actuellement réalisées en e-CNY. Les paiements peuvent être exécutés en quelques secondes tout en bénéficiant des garanties de sécurité offertes par les technologies blockchain.

Ces infrastructures demeurent néanmoins modestes comparées aux réseaux dominés par le dollar. Le système américain CHIPS traite plus de 2 000 milliards de dollars par jour. Quant à SWIFT, il relie plus de 11 500 institutions financières contre moins de 1 800 pour le CIPS.

Depuis l'exclusion des banques russes de SWIFT en 2022 après l'invasion de l'Ukraine, de nombreux pays ont pris conscience de leur vulnérabilité potentielle face aux sanctions financières occidentales. États et entreprises cherchent désormais à disposer de solutions alternatives afin de réduire leur dépendance au système centré sur le dollar.

Le yuan bénéficie également d'un autre avantage : des taux d'intérêt faibles. Le ralentissement de la consommation et du crédit en Chine a conduit la banque centrale à ramener son taux directeur autour de 1,4 %, soit nettement en dessous des taux américains et légèrement supérieur à ceux de la BCE. Les taux longs chinois demeurent également orientés à la baisse alors qu'ils progressent dans la plupart des économies occidentales.

Dans ce contexte, emprunter en yuan devient de plus en plus attractif. Les entreprises et certains États multiplient les émissions obligataires en monnaie chinoise. Certains recourent aux obligations dites « Panda », émises sur le marché continental chinois. D'autres privilégient les obligations « dim sum » placées à Hong Kong.

L'Indonésie a ainsi levé plus de 9 milliards de yuans à Hong Kong au



mois de février. Plus récemment, le Portugal est devenu le premier pays de la zone euro à émettre une obligation dim sum, levant près de 2 milliards de yuans.

Selon Alicia Garcia Herrero, économiste chez Natixis, plusieurs hedge funds londoniens recherchent désormais de nouvelles monnaies de financement, le yen japonais étant redevenu relativement coûteux sur les maturités longues. De nombreuses entreprises intégrées aux chaînes d'approvisionnement chinoises s'interrogent également sur l'intérêt d'emprunter dans la devise utilisée par leurs clients et fournisseurs.

L'Autorité monétaire de Hong Kong, chargée de défendre l'ancrage de la monnaie locale au dollar et de superviser le système bancaire, dispose, désormais, d'une facilité de financement de 200 milliards de yuans, destinée à aider les entreprises étrangères à emprunter en monnaie chinoise à des taux réduits pour financer leur commerce ou leur trésorerie. Des banques internationales comme Standard Chartered peuvent ensuite

redistribuer cette liquidité bien au-delà de Hong Kong.

Ces initiatives renforcent progressivement le rôle international du yuan dans le commerce mondial. Selon SWIFT, la monnaie chinoise représentait récemment plus de 8 % du financement du commerce international, ce qui la place au deuxième rang mondial, même si le dollar conserve une domination écrasante avec plus de 80 % des opérations.

La Chine semble ainsi bénéficier d'une véritable « fenêtre d'opportunité » pour accélérer l'internationalisation du yuan. Les tensions commerciales américaines, les sanctions financières et les conflits géopolitiques poussent de nombreux pays à rechercher des alternatives au système dominé par le dollar. En développant des infrastructures concurrentes et en proposant des instruments financiers attractifs, Pékin espère progressivement réduire la capacité des États-Unis à utiliser leur monnaie comme une arme économique et diplomatique.



POINTS DE REPÈRE

PRES DE 70 000 DEFAILLANCES D'ENTREPRISES EN FRANCE

À la fin du mois de mars 2026, le nombre de défaillances d'entreprises atteignait 69 938 sur douze mois glissants, contre 69 435 à la fin février après révision des données. La progression demeure limitée, mais elle confirme la persistance d'un niveau élevé de fragilité au sein du tissu productif français.

Cette hausse touche l'essentiel des secteurs d'activité ainsi que la plupart des catégories d'entreprises, quelle que soit leur taille. Elle traduit les effets durables d'une conjoncture économique dégradée, marquée par l'accumulation de chocs successifs depuis plusieurs années et par un climat d'incertitude devenu particulièrement pesant pour les entreprises.

L'économie française continue de subir les conséquences différées de plusieurs crises : pandémie, tensions inflationnistes, remontée des taux d'intérêt, ralentissement de la croissance européenne et, plus récemment, flambée des prix énergétiques liée aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Pour de nombreuses entreprises, notamment les plus fragiles financièrement, ces chocs successifs ont progressivement réduit les marges de manœuvre.

Le renchérissement du coût du crédit constitue un facteur déterminant. Après plusieurs années de financement abondant et peu coûteux, les entreprises doivent désormais faire face à des conditions monétaires beaucoup

plus contraignantes. Les besoins de trésorerie augmentent tandis que l'accès au financement devient plus sélectif. Les secteurs fortement consommateurs de capitaux ou dépendants des flux de trésorerie – commerce, construction, transport, restauration ou certains services – apparaissent particulièrement exposés.

Cette remontée des défaillances intervient également dans un contexte de forte progression du nombre d'entreprises. Selon l'INSEE, plus de 1,2 million d'entreprises ont été créées sur douze mois glissants à la fin mars 2026, soit une hausse de 9,3 % par rapport à la même période un an plus tôt.

L'augmentation du stock d'entreprises conduit mécaniquement à accroître le nombre potentiel de défaillances. Une partie de la hausse actuelle reflète donc aussi le dynamisme entrepreneurial observé ces dernières années. Depuis la crise sanitaire, les créations d'entreprises ont atteint des niveaux historiquement élevés, en particulier dans les activités de services, le numérique, la logistique ou les activités indépendantes.

Il convient néanmoins de relativiser la portée du mouvement actuel. Malgré leur progression, les défaillances restent concentrées sur les petites structures. Les entreprises de taille intermédiaire et les grands groupes demeurent globalement plus résilients, même si



certains secteurs industriels commencent également à montrer des signes de tension.

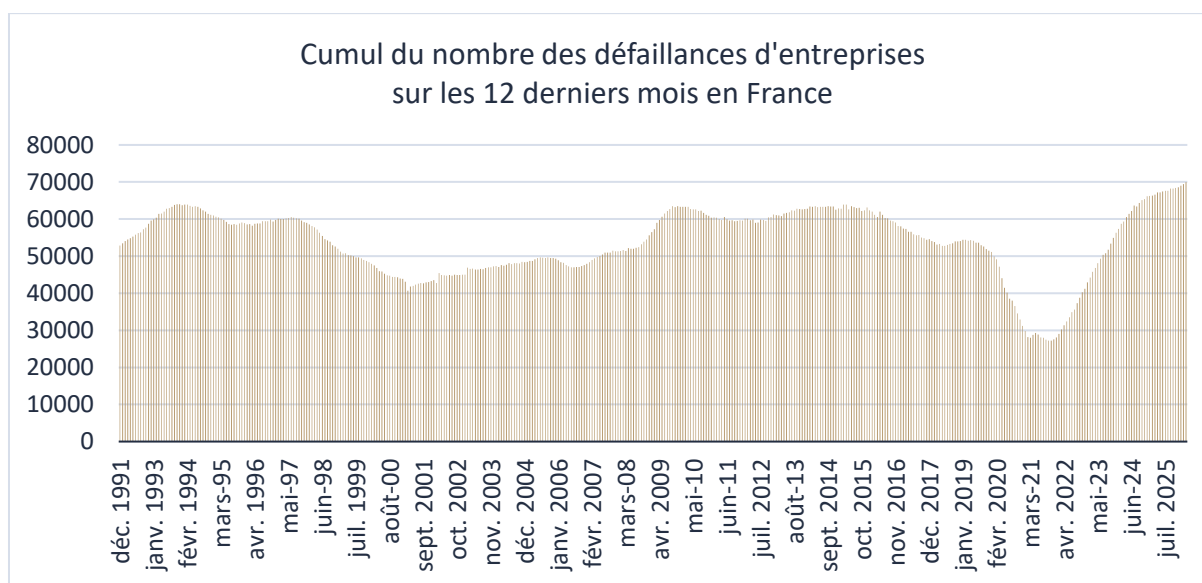
Le niveau actuel des défaillances s'explique aussi par un effet de normalisation. Durant les années 2020 et 2021, les dispositifs publics de soutien – prêts garantis par l'État, chômage partiel, reports de charges et aides sectorielles – avaient fortement réduit artificiellement le nombre de faillites. De nombreuses entreprises fragiles avaient alors été maintenues temporairement à flot. Le retour progressif à des mécanismes de marché plus classiques provoque désormais un rattrapage statistique.

La situation reste toutefois préoccupante car les marges des entreprises françaises demeurent sous pression. Les coûts salariaux progressent rapidement, les prix de l'énergie restent élevés et la demande intérieure ralentit. Par ailleurs, l'instabilité politique et budgétaire française nourrit les inquiétudes des

chefs d'entreprise comme des investisseurs.

Le risque principal serait désormais un affaiblissement plus marqué de l'investissement productif. Lorsque les défaillances augmentent durablement, les entreprises tendent à différer leurs projets d'expansion, à limiter leurs embauches et à réduire leurs dépenses d'innovation. Ce phénomène pourrait peser sur la croissance potentielle française dans les prochaines années.

Pour l'heure, la dynamique des créations d'entreprises continue néanmoins de compenser partiellement cette montée des défaillances. Le tissu entrepreneurial français conserve donc une certaine capacité de renouvellement. Mais la poursuite du ralentissement économique européen, la persistance de taux d'intérêt élevés et les tensions géopolitiques pourraient fragiliser davantage les entreprises les plus vulnérables au cours des prochains trimestres.



Données Banque de France



UN COUT DU TRAVAIL EN LEGERE HAUSSE EN FRANCE

Au premier trimestre 2026, les rémunérations horaires dans les secteurs marchands non agricoles enregistrent une légère accélération. Sur un an, leur progression atteint 1,9 %, contre 1,7 % au trimestre précédent. Cette évolution demeure modérée mais marque un regain de dynamisme après plusieurs trimestres de ralentissement salarial.

Cette progression s'explique en partie par la revalorisation du Smic intervenue en janvier 2026, de l'ordre de 1,2 %. Il s'agissait de la première hausse du salaire minimum depuis novembre 2024. Cette augmentation a particulièrement soutenu les rémunérations dans les secteurs employant une forte proportion de salariés proches du salaire minimum.

Les primes de partage de la valeur (PPV) ont également contribué à l'amélioration des revenus salariaux. Les montants distribués progressent légèrement sur un an, atteignant près de 490 millions d'euros au premier trimestre 2026 contre 469 millions un an auparavant. Même si ces versements restent inférieurs aux niveaux exceptionnels observés durant les tensions inflationnistes de 2022 et 2023, ils continuent de jouer un rôle d'appoint dans l'évolution du pouvoir d'achat.

Les évolutions salariales demeurent toutefois très différenciées selon les secteurs d'activité. Dans le tertiaire marchand, les rémunérations accélèrent sensiblement, avec une progression de 1,8 % sur un an après 1,4 % au trimestre précédent. Plusieurs activités de services continuent de faire face à des tensions de recrutement et cherchent à fidéliser leur

main-d'œuvre dans un contexte de ralentissement économique.

À l'inverse, la dynamique salariale se modère dans la construction. Les rémunérations horaires progressent encore de 2,1 % sur un an, mais contre 2,6 % à la fin de l'année 2025. Le ralentissement du marché du logement neuf et la faiblesse persistante de l'activité dans le gros œuvre limitent désormais les tensions sur les salaires.

L'industrie connaît également une légère décélération. Les salaires horaires y augmentent de 2 % sur un an après 2,2 % au trimestre précédent. Malgré des tensions persistantes dans certains métiers techniques ou hautement qualifiés, le ralentissement de la conjoncture industrielle commence à peser sur les négociations salariales.

Le coût horaire du travail, qui intègre non seulement les salaires mais aussi les cotisations sociales et les différentes taxes liées à l'emploi, ralentit lui aussi légèrement. Sa progression atteint 2,3 % sur un an au premier trimestre 2026 contre 2,5 % au trimestre précédent.

Cette décélération tient notamment à l'évolution récente des dispositifs d'exonération de charges sociales. Au quatrième trimestre 2025, les allègements avaient temporairement diminué sous l'effet combiné de deux facteurs : l'intégration des primes de partage de la valeur dans l'assiette des exonérations et le décalage du calendrier de revalorisation du Smic auquel plusieurs dispositifs restent indexés.



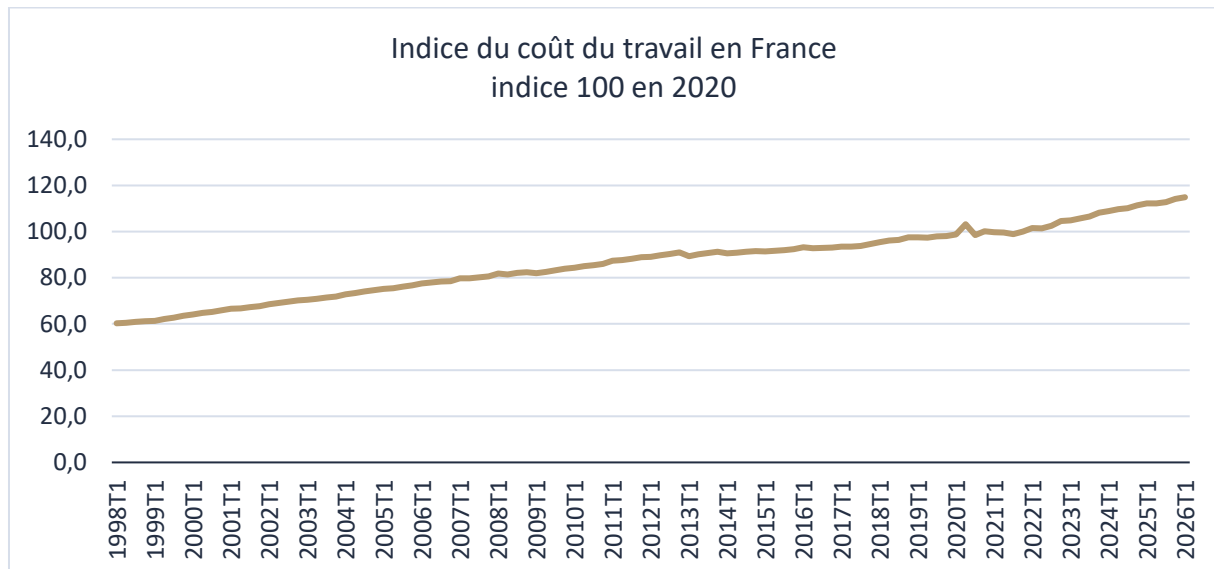
Depuis janvier 2026, un nouveau mécanisme d'allègement des cotisations patronales est entré en vigueur avec la mise en place de la « réduction générale dégressive unique » (RGDU). Cette réforme vise à simplifier les dispositifs existants de baisse du coût du travail tout en modifiant progressivement le profil des charges patronales.

Là encore, les situations sectorielles apparaissent contrastées. Dans la construction, le coût horaire du travail ralentit fortement, passant de +4,1 % à +2,4 % sur un an. Cette évolution reflète à la fois le ralentissement des salaires et les effets des nouveaux mécanismes d'exonération.

Dans les services marchands, le ralentissement est plus limité : le coût du travail progresse encore de 2 % après 2,2 % précédemment. L'industrie constitue en revanche une exception. Le

coût horaire du travail y accélère à 3,3 % contre 2,9 % auparavant, sous l'effet combiné des tensions persistantes sur certains métiers qualifiés, des accords salariaux encore soutenus dans plusieurs branches industrielles et de la hausse des coûts indirectement liés à l'énergie.

Dans l'ensemble, les données du premier trimestre 2026 traduisent une situation relativement équilibrée sur le marché du travail. Les rémunérations continuent de progresser mais sans enclencher de véritable spirale inflationniste. Dans le même temps, le ralentissement du coût du travail contribue à limiter les tensions pesant sur les marges des entreprises dans un environnement économique marqué par le renchérissement de l'énergie, la faiblesse de la croissance européenne et le ralentissement de l'activité intérieure.



Données INSEE



TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	29 mai 2026	Variation mensuelle mai 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
CAC40	8 183,34	+0,84	+5,57	8 149,50	7 380,74
DAX	25 104,70	+4,84	+4,93	24 490,41	19 909,14
Footsie 100	10 409,28	+1,92	+19,42	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	6 050,54	+4,02	+12,65	5 791,41	4 895,98
Dow Jones	51 032,46	+4,44	+20,89	48 220,13	42 544,22
Nasdaq Composite	26 972,62	+9,28	+40,61	23 372,75	19 310,79
S&P 500	7 580,06	+6,25	+28,25	6 879,57	5 881,63
Nikkei	66 329,50	+9,57	+75,83	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	4 067,17	-0,07	22,24	3 968,84	3 351,76
Euro/dollar	1,1663	-0,43	+3,00	1,1735	1,0380
Once d'or (USD)	4 559,52	-2,53	+38,10	4 325,17	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	91,97	-23,49	+43,15	61,23	74,30
Bitcoin (USD)	73 719,2858	-2,588	-30,53	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 %
Premier trimestre 2026	-0,1 %	0,3 %	0,2	+0,6 %	+0,1 %
Inflation En % avril 2026	2,8	2,7	3,3	3,6	3,2
Taux de chômage en % - avril 2026	8,2	3,8	5,1	10,3	6,3
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
Dette publique 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 % (30/05/2026)	3,553	2,946	3,650	3,359	-

*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



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

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