

LE MENSUEL THOMAS VENDÔME INVESTMENT

LE MENSUEL	1
L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
Où nous porte le vent	2
HORIZON FRANCE	3
LA FRANCE FACE A SON VIEILLISSEMENT !	3
La salaire de la peur	5
QUAND LA FRANCE TONNE !	7
HORIZON EXTERIEUR	10
La fuite en avant technologique de la Chine	10
LE DEFICIT PUBLIC AMERICAIN EST-IL UN PROBLEME ?	14
HORIZON FINANCE	16
Une crise obligataires est-elle possible ?	16
Divergences boursières de part et d'autre de l'atlantique !	18
L'épargne salariale tourne rond	21
AU-DELÀ DE L'HORIZON	24
Le retour du local dans le divertissement	24
Le texas un nouvel eldorado ?	27
POINTS DE REPÈRE	31
L'immobilier et la contrainte des revenus	31
Des coûts de construction en hausse en Europe	32
Tableau de bord des marchés financiers	34
Les statistiques économiques	35



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

OU NOUS PORTE LE VENT ?



Depuis plusieurs années, et tout particulièrement depuis la crise sanitaire de 2020, les États occidentaux semblent avoir perdu leur boussole. Les gouvernements sont soumis à la dictature de l'immédiat et godillent pour éviter les écueils, sans pour autant parvenir à les contourner. Ils essaient d'éteindre les incendies qui se multiplient avec, comme seul fil conducteur, un endettement croissant. Le taux de dette publique de la France a dépassé 117 % du PIB au premier trimestre 2026. Pour mémoire, il était inférieur à 60 % au début du siècle et à 25 % en 1981. Nul ne sait vraiment comment arrêter ce train d'enfer ! La dette est devenue une fatalité qui ronge nos finances publiques et nous expose à des lendemains sombres. L'argent magique appartient aux contes de fées. Le plus grave, dans cette histoire, est que l'argent public n'est pas consacré au financement de projets d'avenir, porteurs de croissance. Les infrastructures de la France vieillissent, les équipements militaires sont hors d'âge et en nombre insuffisant. Or, à l'Assemblée nationale, et cela ne date pas d'hier, le concours Lépine du toujours plus de dépenses est toujours d'actualité. Nul ne veut réellement se poser la question de la croissance, ni

celle des moyens de l'accroître pour faire face aux dépenses publiques. Dans une surenchère populiste, le plus petit dénominateur commun est la reconduction des politiques passées. Ne rien changer jusqu'à la disparition complète du navire dans les flots. Je crains que la campagne présidentielle ne rime, encore une fois, avec démagogie. À la sortie de la Seconde Guerre mondiale, le pays était exsangue et fragmenté sur le plan politique. La dette publique dépassait alors 250 % du PIB. Pour autant, grâce à un effort de tous les Français, le pays s'est relevé. Cela n'a été rendu possible que par l'accroissement du volume de travail. Les salariés à temps complet travaillaient alors plus de 2 000 heures par an, contre 1 600 heures aujourd'hui. En aucun cas, je ne souhaite le retour à la norme de 1950, mais je pense que nous pouvons accepter de travailler davantage, avec à la clé une rémunération plus élevée pour les salariés, notamment pour ceux dont les revenus sont les plus faibles. La règle du donnant-donnant doit s'appliquer. Pour nous en sortir, la revalorisation du travail est une ardente obligation. Il ne faut pas oublier que, si la France avait un taux d'emploi équivalent à celui de l'Allemagne, une grande partie de ses déficits publics serait effacée.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment



HORIZON FRANCE

LA FRANCE FACE A SON VIEILLISSEMENT !

Les nouvelles projections démographiques de l'INSEE annoncent un changement de cycle inédit pour la France. Après plusieurs décennies d'augmentation presque ininterrompue de la population, le pays pourrait entrer, à partir de la fin des années 2030, dans une phase de décroissance démographique. Cette inflexion serait la conséquence d'un vieillissement accéléré de la population, d'une natalité durablement insuffisante et d'un recours croissant aux migrations pour maintenir l'équilibre démographique.

Dans le scénario central élaboré par l'INSEE, la population française continuerait de progresser jusqu'en 2037 pour atteindre un maximum d'environ 69,8 millions d'habitants. Ce pic serait suivi d'un déclin progressif, conduisant à une population de l'ordre de 65,9 millions de personnes en 2070. Si cette trajectoire se confirmait, la France retrouverait un niveau de population inférieur à celui d'aujourd'hui, rompant avec une dynamique de croissance engagée depuis le début des années 1970.

Cette évolution résulte avant tout d'un basculement du solde naturel. Depuis 2025, le nombre de décès excède celui des naissances, une situation inédite depuis la Libération. Ce déséquilibre devrait se creuser au fil des décennies sous l'effet conjugué de la baisse persistante de la fécondité et du vieillissement des générations nombreuses issues du baby-boom.

Jusqu'à la fin des années 2030, la progression de la population ne reposerait plus que sur l'excédent migratoire.

Dans cette perspective, les migrations deviennent un élément essentiel de la dynamique démographique. L'INSEE retient l'hypothèse d'un solde migratoire annuel de l'ordre de 150 000 personnes. Tant que cet apport demeure supérieur au déficit naturel, la population continue de croître. En revanche, à partir de 2037, même une telle contribution ne suffirait plus à compenser l'écart grandissant entre les naissances et les décès.

Ces projections demeurent toutefois tributaires des hypothèses retenues. Selon l'évolution future de la fécondité, de la mortalité et des migrations, la population française pourrait s'établir à un peu plus de 61 millions d'habitants comme approcher 71 millions en 2070. Les scénarios extrêmes conduisent même à une fourchette comprise entre 54,6 et 78,3 millions d'habitants. Ces écarts rappellent qu'il ne s'agit pas de prévisions au sens strict, mais d'exercices prospectifs destinés à mesurer les conséquences de différentes hypothèses démographiques.

Au-delà de l'évolution du nombre total d'habitants, c'est la structure même de la population qui serait profondément transformée. La France de 2070 compterait nettement moins de jeunes



et davantage de personnes âgées. Les moins de 45 ans verraient leurs effectifs diminuer d'environ neuf millions de personnes, conséquence directe du recul durable des naissances observé depuis plusieurs années.

À l'inverse, les générations les plus âgées poursuivraient leur progression. Les personnes de 65 ans et plus passeraient de 15,3 millions en 2026 à 21,1 millions en 2070. Leur part dans la population totale augmenterait de 22 à 32 %. Les plus de 80 ans enregistreraient la progression la plus spectaculaire, leurs effectifs étant quasiment multipliés par deux pour atteindre près de neuf millions de personnes.

L'essor du nombre de centenaires constitue l'une des illustrations les plus marquantes de cette transition démographique. Leur effectif, estimé aujourd'hui à environ 37 000 personnes, atteindrait près de 160 000 en 2070 dans le scénario central. Dans les hypothèses les plus favorables à l'allongement de la durée de vie, il pourrait même dépasser 350 000.

Cette mutation modifiera profondément le rapport entre générations. En 2026, la France compte environ 40 personnes âgées de 65 ans ou plus pour 100 personnes âgées de 20 à 64 ans. Ce ratio progresserait à 49 en 2040 avant d'atteindre 62 en 2070. L'augmentation du poids relatif des seniors accroîtra mécaniquement les besoins de financement des retraites, des dépenses de santé et de la prise en charge de la perte d'autonomie, tout en réduisant la proportion d'actifs appelés à contribuer à leur financement.

La démographie s'impose ainsi comme l'un des principaux déterminants de l'avenir économique et social du pays. Le ralentissement de la population active, l'augmentation continue du nombre de retraités et la montée des besoins liés au grand âge exerceront une pression croissante sur les finances publiques et sur l'organisation des politiques sociales. Si le vieillissement apparaît désormais difficilement évitable, ses effets dépendront largement des choix qui seront opérés en matière de politique familiale, d'immigration, de maintien dans l'emploi des seniors et d'adaptation des systèmes de protection sociale à une société durablement plus âgée.



LA SALAIRE DE LA PEUR

La France traverse une période où le pessimisme semble être devenu la grille de lecture dominante de l'actualité économique. Chaque indicateur est interprété comme la confirmation d'un déclin annoncé. Les chaînes d'information en continu, les réseaux sociaux et une partie des commentaires économiques alimentent quotidiennement cette impression d'une crise permanente. Inflation, pouvoir d'achat, chômage, dette publique : autant de sujets qui nourrissent une inquiétude collective où le ressenti prend souvent le pas sur les faits. Les mauvaises nouvelles ont toujours bénéficié d'un pouvoir d'attraction supérieur aux bonnes, au point que la perception finit parfois par s'éloigner sensiblement de la réalité économique.

L'évolution récente des prix en fournit une illustration. L'annonce d'une inflation de 2,4 % au mois de mai a suscité de nombreux commentaires alarmistes, alors même qu'elle ne traduit qu'une progression de 0,2 point par rapport au mois précédent. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et les perturbations du trafic dans le détroit d'Ormuz ont certes renchéri le coût de l'énergie, mais leur diffusion à l'ensemble de l'économie demeure graduelle. La France continue, par ailleurs, d'afficher l'un des niveaux d'inflation les plus faibles de l'Union européenne, bénéficiant notamment de son important parc nucléaire qui limite sa dépendance aux énergies fossiles pour la production d'électricité.

Le débat sur le pouvoir d'achat souffre du même excès de simplification. Les données publiées par l'INSEE montrent

que le revenu réel des ménages est resté globalement stable au premier trimestre. Si la consommation marque le pas, ce n'est pas parce que les Français s'appauvrissent brutalement, mais parce qu'ils privilégient la prudence. Le taux d'épargne atteint désormais 17,9 % du revenu disponible brut, dont près de 9 % correspondent à de l'épargne financière, un niveau rarement observé. Dans un environnement marqué par les tensions internationales, les interrogations budgétaires et les incertitudes économiques, les ménages préfèrent différer certains achats plutôt que réduire leur capacité d'épargne. L'augmentation du prix des carburants contribue naturellement à cette prudence. Entre la fin février et la fin mai, un plein de 60 litres coûte environ 18 euros de plus, soit un surcoût voisin de 2 euros pour 100 kilomètres parcourus. Cette hausse reste absorbable pour de nombreux ménages, mais elle pèse davantage sur ceux qui dépendent quotidiennement de leur automobile pour travailler ou accéder aux services essentiels.

La crise du logement illustre également les limites des analyses trop rapides. Les difficultés rencontrées par les ménages sont souvent imputées à la progression des loyers. Pourtant, depuis 2020, ceux-ci ont augmenté moins vite que l'inflation et que les revenus. La véritable rupture concerne le marché de l'accession à la propriété. En vingt-cinq ans, les prix des logements ont été multipliés par deux, tandis que les revenus n'ont progressé que d'environ 45 %. Là où un logement représentait en moyenne trois années et demie de revenus au début des années 2000, il en exige désormais près de cinq. Les jeunes ménages et les primo-



accédants supportent l'essentiel de cette dégradation.

Les taux d'intérêt sont fréquemment désignés comme les principaux responsables de cette situation. Une telle lecture oublie que les taux actuels demeurent proches de ceux observés au début des années 2010. La différence essentielle réside dans le niveau atteint par les prix de l'immobilier, largement gonflés durant la longue période de crédit exceptionnellement bon marché qui a suivi la crise financière. Les politiques monétaires très accommodantes ont entretenu cette inflation patrimoniale. Elles n'expliquent toutefois pas tout. La faiblesse persistante de la construction constitue un facteur déterminant. La multiplication des contraintes réglementaires, les difficultés d'obtention des permis, les recours contentieux et les oppositions locales limitent durablement l'offre de logements. Lorsque la construction progresse moins vite que les besoins, la hausse des prix devient presque mécanique. Cette tendance à privilégier les explications conjoncturelles au détriment des causes structurelles se retrouve également dans le débat sur les finances publiques. Les déficits ne résultent pas uniquement d'une mauvaise gestion des comptes publics. Ils traduisent aussi des préférences collectives. Les Français demeurent profondément attachés à un niveau élevé de protection sociale, à des services publics étendus et à un départ à la retraite plus précoce que celui observé dans la plupart des grandes économies développées. Plus des deux tiers d'entre eux souhaitent conserver cette organisation. Ce choix est parfaitement légitime, mais il suppose d'en accepter les conséquences financières, qu'il s'agisse d'un niveau élevé de

prélèvements obligatoires ou d'un pouvoir d'achat moins dynamique. Trop souvent, les débats publics cherchent des responsables immédiats ou des solutions simples à des déséquilibres qui trouvent leur origine dans des évolutions de long terme.

Cette culture du pessimisme ne doit pas conduire à ignorer les nombreux atouts dont dispose le pays. Les difficultés sont réelles : déficit public élevé, vieillissement démographique, pénurie de logements ou ralentissement de la croissance potentielle. Elles exigent des réponses ambitieuses. Pour autant, rien ne permet de conclure à un déclin irréversible. La France demeure l'une des premières destinations mondiales pour les investissements étrangers. Son écosystème d'innovation figure parmi les plus performants d'Europe. Ses grands groupes industriels, énergétiques, financiers ou spécialisés dans le luxe occupent toujours des positions de premier plan sur les marchés internationaux. Avec près de vingt-cinq entreprises figurant parmi les cinq cents premières sociétés mondiales, elle se situe à un niveau comparable à celui de l'Allemagne et nettement supérieur à celui du Royaume-Uni.

Le principal défi est peut-être moins économique que psychologique. Une société qui ne voit plus que ses faiblesses finit par sous-estimer ses capacités d'adaptation. L'optimisme ne consiste pas à nier les difficultés ; il permet de croire qu'elles peuvent être surmontées. C'est cette confiance qui nourrit l'investissement, encourage l'innovation et favorise la prise de risque. À l'inverse, le pessimisme permanent finit souvent par produire les effets qu'il annonce.



QUAND LA FRANCE ETONNE !

Depuis le début de la décennie, l'économie française évolue dans un environnement particulièrement chahuté. La pandémie de Covid-19, la crise énergétique provoquée par la guerre en Ukraine, le retour d'une inflation que l'on croyait appartenir au passé, la multiplication des tensions géopolitiques, les incertitudes politiques nationales puis le conflit au Moyen-Orient auraient pu entraîner une récession durable. Malgré cette succession de chocs, l'activité a fait preuve d'une capacité de résistance supérieure aux anticipations. Les dernières révisions des comptes nationaux publiées par l'INSEE confirment que cette résilience a même été sous-estimée.

La première surprise concerne le rythme de la croissance. Le produit intérieur brut de 2023, initialement évalué à 0,9 %, a fait l'objet de deux révisions successives. Après avoir été porté à 1,4 %, il atteint désormais 1,6 % en données non corrigées des jours ouvrés. L'année 2024 bénéficie du même mouvement de réévaluation : la croissance est désormais estimée à 1,5 %, soit 0,3 point de plus que lors des précédentes publications. Ces corrections ne relèvent pas d'un simple ajustement statistique ; elles modifient sensiblement l'appréciation de la dynamique de l'économie française au sortir des crises successives.

L'origine principale de ces révisions réside dans une meilleure mesure des performances de l'industrie manufacturière. Longtemps présentée comme le symbole du décrochage économique français, celle-ci apparaît aujourd'hui sous un jour plus favorable. Les nouvelles estimations montrent que sa valeur ajoutée dépasse désormais d'environ 8 % son niveau de 2019, alors que les premières évaluations suggéraient un simple retour à la situation d'avant la crise sanitaire. Cette révision conduit également à revoir le poids de l'industrie dans la richesse nationale.

L'industrie manufacturière représente désormais un peu plus de 10 % du produit intérieur brut, contre moins de 9,6 % selon les anciennes estimations. La France demeure en retrait par rapport à l'Allemagne ou à plusieurs économies d'Europe centrale, mais la désindustrialisation, considérée jusqu'alors comme inexorable, semble avoir été freinée.

Les industries des matériels de transport expliquent l'essentiel de cette amélioration. Leur production dépasse désormais de plus de 28 % son niveau de 2019. Le redressement spectaculaire de l'aéronautique, porté par la reprise du trafic mondial, en constitue le principal moteur. Il s'y ajoute les excellentes performances des activités spatiales, navales et ferroviaires, soutenues par le



redémarrage du commerce international, les impératifs de souveraineté industrielle et les importants investissements engagés dans les infrastructures de transport. L'investissement productif des entreprises révèle lui aussi une dynamique plus favorable qu'attendu. Au début de l'année 2026, il s'établissait près de 10 % au-dessus de son niveau d'avant la pandémie, alors que les premières estimations ne faisaient état que d'une progression voisine de 5 %.

Les mesures de soutien déployées durant la crise sanitaire, auxquelles se sont ajoutées les réductions de la fiscalité de production et les allègements du coût du travail engagés depuis le milieu des années 2010, ont permis de préserver les capacités financières des entreprises. Dans de nombreux secteurs, ces marges ont été mobilisées pour moderniser l'appareil productif, accélérer la numérisation des processus industriels et financer les investissements nécessaires à la transition énergétique.

Les évolutions du marché du travail apparaissent désormais sous un éclairage différent. Les créations d'emplois enregistrées en 2023 avaient surpris par leur vigueur au regard d'une croissance alors jugée médiocre. Certains y voyaient le signe d'une dégradation durable de la productivité. Les nouvelles données montrent au contraire que ces recrutements répondaient à une progression plus

soutenue de l'activité que ne le laissaient penser les premières estimations. Elles conduisent également à relativiser le recul de la productivité du travail observé après la pandémie, particulièrement dans les activités industrielles où les gains d'efficacité semblent avoir été sous-estimés.

Ce regard rétrospectif intervient toutefois au moment où l'environnement économique se détériore de nouveau. En 2026, la guerre au Moyen-Orient, les tensions persistantes autour du détroit d'Ormuz et la remontée des cours du pétrole ravivent les inquiétudes. Pour une économie qui demeure fortement dépendante des importations d'énergie, une hausse durable des prix des hydrocarbures constitue un risque majeur. Les premiers effets commencent d'ailleurs à apparaître. Le produit intérieur brut a légèrement reculé au premier trimestre et les enquêtes de conjoncture traduisent un regain d'attente chez les entreprises comme chez les ménages.

Ces révisions statistiques invitent ainsi à porter un regard plus nuancé sur les performances récentes de l'économie française. L'industrie a mieux résisté qu'on ne le pensait, les entreprises ont davantage investi et les créations d'emplois étaient en réalité cohérentes avec une croissance plus dynamique. Ce constat ne doit pas conduire à sous-estimer les menaces actuelles. Il rappelle simplement qu'une économie peut



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

révéler ses véritables performances avec retard et que les statistiques, comme les diagnostics qu'elles inspirent, méritent parfois d'être révisées. L'enjeu

est désormais de préserver ces acquis dans un contexte international redevenu particulièrement instable.



HORIZON EXTERIEUR

LA FUITE EN AVANT TECHNOLOGIQUE DE LA CHINE

La Chine offre sans doute le visage le plus contrasté des grandes puissances contemporaines. Dans une même agglomération, les quartiers hérités d'une économie encore largement traditionnelle côtoient des zones industrielles où se développent les technologies les plus avancées. Cette juxtaposition de deux mondes illustre les profondes mutations d'un pays qui cherche à changer de modèle économique sans avoir totalement achevé sa transition.

La ville de Yingtan, située dans la province du Jiangxi, résume à elle seule cette double réalité. Son centre-ville conserve les caractéristiques des villes moyennes de l'intérieur du pays, avec ses marchés populaires, ses commerces de proximité et ses restaurants de rue. Quelques kilomètres plus loin, un vaste parc industriel accueille des entreprises spécialisées dans la numérisation des procédés de production ainsi qu'un laboratoire national de télécommunications consacré à la recherche de pointe. En quelques années, cette ancienne cité minière, longtemps dépendante de l'extraction du cuivre, s'est imposée dans la fabrication de composants électroniques à forte valeur ajoutée destinés aux industries technologiques. Cette montée en gamme a profondément transformé son économie : en 2025, son produit intérieur brut par habitant dépasse celui de Nanchang, la capitale provinciale, alors qu'il lui était encore inférieur de

près de 25 % dix ans auparavant. Cette réussite ne masque toutefois pas les fragilités persistantes. Comme une grande partie des collectivités chinoises, Yingtan subit les conséquences de la crise immobilière et supporte le poids d'un endettement accumulé au cours des années d'expansion.

Cette coexistence entre modernité technologique et déséquilibres structurels caractérise aujourd'hui l'ensemble de l'économie chinoise. Selon Goldman Sachs, les industries de haute technologie devraient contribuer à elles seules à environ un point de croissance annuelle du PIB réel jusqu'en 2029. Dans le même temps, la crise immobilière continuerait d'exercer un effet dépressif durable, après avoir amputé la croissance d'environ deux points de PIB en 2024 comme en 2025. L'économie chinoise demeure ainsi enfermée dans un rythme de progression compris entre 4 et 5 % par an, très éloigné des taux supérieurs à 10 % qui avaient accompagné son décollage au cours des années 2000.

Les difficultés conjoncturelles restent nombreuses. La longue période de baisse des prix à la production, qui avait alimenté les craintes de déflation, n'a pris fin qu'au mois de mars, sous l'effet du renchérissement des matières premières provoqué par le conflit entre les États-Unis et l'Iran. Tandis que les usines exportent des véhicules électriques, des batteries ou des équipements électroniques toujours



plus sophistiqués, les ménages demeurent extrêmement prudents. Les pertes subies dans l'immobilier, les séquelles des confinements et la faiblesse du système de protection sociale entretiennent une forte propension à l'épargne. La consommation intérieure reste insuffisante pour prendre le relais des exportations, alors même que de nombreuses capacités industrielles demeurent sous-utilisées.

L'économie chinoise avance ainsi sur une ligne de crête. Elle doit simultanément absorber les conséquences de l'effondrement du marché immobilier, gérer le poids considérable de la dette des collectivités locales et faire face à un environnement international devenu plus hostile. Les incertitudes liées aux décisions commerciales américaines demeurent fortes, tandis que le protectionnisme progresse dans de nombreux pays. Comme le souligne l'économiste Yuen Yuen Ang, de l'Université Johns Hopkins, aucune grande économie n'a jusqu'à présent réussi à bâtir une puissance technologique de premier plan tout en affrontant simultanément une crise immobilière, un ralentissement économique et un endettement massif des administrations locales.

Le modèle de développement chinois reposait jusqu'à récemment sur un équilibre relativement simple. Les régions côtières exportatrices concentraient l'industrie manufacturière et employaient des dizaines de millions de travailleurs migrants venus des campagnes. Ne pouvant obtenir facilement un permis de résidence permanent dans les

grandes métropoles, ces derniers investissaient l'essentiel de leur épargne dans des logements construits dans leurs provinces d'origine. Ce mécanisme a alimenté pendant plus de vingt ans un gigantesque cycle immobilier. Les programmes résidentiels se sont multipliés jusque dans les villes moyennes, soutenant l'activité du bâtiment, de la sidérurgie, du ciment, des équipements électriques et de nombreuses industries intermédiaires.

Parallèlement, les collectivités locales ont financé un vaste programme d'infrastructures : lignes ferroviaires à grande vitesse, autoroutes, ponts, zones industrielles et quartiers résidentiels. Cette stratégie reposait largement sur l'endettement. Celui-ci atteindrait désormais près de 60 000 milliards de yuans, soit environ 43 % du PIB, contre près de 12 % seulement aux États-Unis pour les administrations locales. Les provinces les moins développées sont souvent celles qui ont le plus recouru à cette politique. Le Guizhou en constitue un exemple emblématique. Cette province possède aujourd'hui des infrastructures spectaculaires, dont le pont routier le plus haut du monde, culminant à plus de 626 mètres, mais les recettes générées restent très insuffisantes pour assurer le remboursement des emprunts contractés.

Le retournement démographique a accentué ces déséquilibres. Le ralentissement de la population et la baisse du nombre de ménages ont réduit la demande de logements. De nombreux programmes immobiliers demeurent inoccupés. Les promoteurs peinent à écouler leurs stocks, les



propriétaires supportent des charges élevées sans pouvoir valoriser leurs investissements et les collectivités locales doivent intervenir pour éviter l'effondrement du secteur. Le ralentissement de la construction fragilise également l'emploi de millions de travailleurs peu qualifiés.

Face à ces difficultés, Pékin concentre désormais ses efforts sur les secteurs jugés stratégiques. Chaque priorité définie par Xi Jinping – intelligence artificielle, robotique, semi-conducteurs, informatique quantique, technologies spatiales ou énergie de fusion – déclenche une mobilisation générale des administrations locales. Les fonds publics se multiplient afin de soutenir les entreprises innovantes. Le fonds national consacré aux semi-conducteurs a ainsi mobilisé près de 687 milliards de yuans en douze ans. Plus récemment, un nouveau fonds de capital-risque doté de 100 milliards de yuans a été créé afin d'accélérer le développement des puces électroniques, des technologies quantiques, des interfaces cerveau-machine et des activités spatiales.

Les collectivités locales rivalisent également d'incitations pour attirer ces entreprises de haute technologie. Exonérations fiscales, subventions, terrains mis à disposition ou financement direct des investissements se multiplient dans les « parcs technologiques » et les « zones d'intelligence artificielle ». Pékin, Shanghai, Shenzhen et Hangzhou devraient à elles seules capter près de 70 % des investissements nationaux consacrés à l'intelligence artificielle.

Certaines villes de second rang illustrent le succès de cette stratégie. Hefei, dans la province de l'Anhui, accueille notamment BOE Technology, l'un des premiers fabricants mondiaux d'écrans LCD, ainsi que le constructeur automobile NIO. Son université est à l'origine d'iFlyTek, spécialiste de la reconnaissance vocale, tandis que les autorités locales ont contribué à l'émergence de CXMT, devenu l'un des principaux producteurs chinois de mémoires électroniques.

Cette politique industrielle n'est cependant pas exempte d'échecs. Toutes les régions ne disposent ni des compétences, ni des fournisseurs, ni des écosystèmes nécessaires pour développer des industries de pointe. À Yichun, près de 2,3 milliards de yuans ont été investis dans une usine de véhicules électriques qui n'a jamais trouvé son équilibre économique. Au Guizhou, environ 150 milliards de yuans ont été consacrés au développement de centres de données et d'activités de cloud computing. Faute d'intégration dans un véritable tissu industriel, plusieurs installations sont restées largement sous-utilisées. Certaines unités de production de semi-conducteurs n'ont jamais réellement démarré, faute d'ingénieurs qualifiés ou de débouchés commerciaux.

Cette multiplication des investissements nourrit également une concurrence féroce entre entreprises chinoises. Les capacités de production augmentent plus rapidement que la demande, entraînant une pression permanente sur les prix. Des groupes comme BYD dans l'automobile, Huawei dans l'électronique ou Xiaomi sur



plusieurs segments technologiques disposent d'une taille suffisante pour résister à cette guerre tarifaire. Les entreprises plus modestes rencontrent davantage de difficultés. Selon BNP Paribas, les gains se concentrent désormais au sein des grandes chaînes de valeur intégrées plutôt qu'au niveau des sociétés prises individuellement. En avril, près de 32 % des entreprises industrielles chinoises étaient déficitaires, contre seulement 10 % en 2011.

L'endettement des entreprises continue parallèlement de progresser. Le Fonds monétaire international estime que l'ampleur des politiques industrielles a fini par réduire la productivité globale des facteurs d'environ 1,2 % au cours de la dernière décennie. En l'absence de ces distorsions, le PIB chinois serait supérieur d'environ 2 %, soit près de 400 milliards de dollars de richesse supplémentaire chaque année. Dans certains secteurs, la recherche des subventions publiques tend parfois à l'emporter sur la recherche de gains de compétitivité.

Les régions intérieures apparaissent aujourd'hui comme les principales victimes de cette réorientation stratégique. Leur poids dans la production industrielle nationale est passé d'environ 48 % en 2013 à

seulement 36 % en 2025. Cette évolution soulève une question majeure pour les 300 à 400 millions de travailleurs peu qualifiés que compte encore la Chine. À mesure que les investissements publics se concentrent sur les technologies les plus avancées, une partie croissante de cette population risque d'être marginalisée et contrainte de regagner les campagnes.

Pour plusieurs anciens responsables chinois, la compétition technologique avec les États-Unis est progressivement devenue la priorité absolue de Pékin, parfois au détriment de la résolution des déséquilibres économiques les plus immédiats. Les robots, les usines automatisées et les centres de recherche se multiplient, mais la confiance des ménages reste dégradée. Les ventes au détail n'ont progressé que de 0,2 % sur un an au mois d'avril, leur rythme le plus faible depuis la fin des confinements. Plus révélateur encore, l'encours des crédits bancaires accordés aux ménages a reculé en mars sur un an, une première dans l'histoire économique récente du pays. Derrière la spectaculaire montée en puissance de la Chine technologique subsiste ainsi une économie confrontée à des déséquilibres profonds, dont la résolution conditionnera largement la pérennité de son modèle de développement.



LE DEFICIT PUBLIC AMERICAIN EST-IL UN PROBLEME ?

Le financement de la dette fédérale américaine repose depuis plusieurs décennies sur une combinaison d'épargne domestique et de capitaux étrangers. Les États fédérés, les fonds de pension, les investisseurs institutionnels américains mais aussi les banques centrales et les fonds souverains étrangers assurent l'essentiel des souscriptions aux émissions du Trésor. L'Union européenne, le Japon, le Royaume-Uni, la Chine ainsi que plusieurs pays producteurs d'hydrocarbures figurent parmi les principaux détenteurs de titres américains. Cet équilibre pourrait toutefois être remis en cause par la multiplication des tensions géopolitiques et par les conséquences économiques de la guerre au Moyen-Orient.

Depuis le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, plusieurs grands pays émergents ont commencé à réduire leur exposition à la dette américaine. La Chine poursuit le mouvement de désengagement engagé depuis une dizaine d'années, tandis que des pays comme l'Inde ou le Brésil diversifient davantage leurs réserves de change. À cette évolution s'ajoute désormais l'impact du conflit au Moyen-Orient, qui risque d'affaiblir la capacité d'investissement de nombreux créanciers traditionnels des États-Unis.

L'Union européenne demeure aujourd'hui le premier détenteur étranger de titres du Trésor américain avec près de 2 000 milliards de dollars de Treasuries. Le Japon en possède environ 1 200 milliards, le Royaume-Uni

près de 900 milliards, tandis que les avoirs chinois sont tombés à environ 650 milliards de dollars. Les principaux fonds souverains du Golfe – Arabie saoudite, Koweït et Émirats arabes unis – détiennent ensemble près de 330 milliards de dollars d'obligations fédérales. Le recul est particulièrement marqué du côté chinois : depuis 2013, Pékin a divisé par deux son portefeuille de dette américaine.

Cette évolution intervient alors même que les besoins de financement de Washington ne cessent d'augmenter. Dans ses projections publiées en février, le Congressional Budget Office anticipait déjà une progression du déficit fédéral de 5,8 % du PIB en 2026 à 6,7 % en 2036. Ce scénario apparaît désormais dépassé. Les remboursements des droits de douane devenus nécessaires après leur invalidation par la Cour suprême, auxquels s'ajoutent les dépenses militaires liées au conflit au Moyen-Orient, pourraient porter le déficit autour de 7 % du PIB dès cette année.

Le contexte énergétique accentue cette fragilité. La guerre modifie profondément les équilibres financiers internationaux. Les pays fortement importateurs de pétrole et de gaz voient leur facture énergétique s'alourdir, réduisant d'autant leurs excédents extérieurs et leurs capacités d'investissement. Dans le même temps, les États exportateurs du Golfe sont eux-mêmes pénalisés par les perturbations du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz, qui limitent leurs volumes d'exportation.



Depuis le déclenchement du conflit, le coût moyen pondéré du pétrole et du gaz pour les économies importatrices a progressé d'environ 46 % par rapport au niveau observé en février 2026. Avec un pétrole proche de 100 dollars le baril et un prix du gaz pratiquement doublé, le choc énergétique constitue un véritable prélèvement sur la richesse nationale des pays dépendants des importations d'hydrocarbures.

Avant le conflit avec l'Iran, les importations de combustibles représentaient déjà 2,2 % du produit intérieur brut au Royaume-Uni, 3,9 % dans l'Union européenne, 4,3 % au Japon, 8,7 % en Corée du Sud et jusqu'à 14,1 % à Singapour. La hausse des prix se traduit désormais par un coût supplémentaire évalué entre 0,9 % du PIB pour la France et plus de 1,6 % pour les économies les plus dépendantes des approvisionnements extérieurs.

Les pays producteurs ne sont pas davantage épargnés. Les perturbations de la production et des exportations réduisent fortement leurs recettes pétrolières. L'Irak produit environ 3,3 millions de barils par jour de moins qu'avant le conflit, l'Arabie saoudite 2,4 millions, les Émirats arabes unis 1,5 million et le Koweït 1,4 million. Au total, la baisse atteint près de 8,6 millions de barils quotidiens, soit une perte de revenus estimée à près de 28 milliards de dollars par mois.

Le marché du gaz naturel liquéfié est également affecté. Les exportations qatariennes, qui représentaient environ 112 milliards de mètres cubes en 2025, sont désormais totalement interrompues. Les ventes des Émirats

arabes unis, proches de 7 milliards de mètres cubes l'an dernier, sont elles aussi à l'arrêt.

Cette dégradation intervient alors que plusieurs pays du Golfe affichaient encore récemment des excédents courants particulièrement élevés. En 2024, les Émirats arabes unis avaient enregistré un solde positif de 49 milliards de dollars et le Koweït de 47 milliards. Ces excédents alimentaient en partie les investissements réalisés sur les marchés obligataires internationaux, notamment aux États-Unis.

Si les perturbations du détroit d'Ormuz devaient se prolonger, les capacités d'épargne des pays importateurs comme des pays exportateurs seraient simultanément réduites. Les premiers verraient leurs déficits extérieurs s'accroître sous l'effet de la facture énergétique ; les seconds perdraient une part importante de leurs recettes d'exportation. Dans les deux cas, les flux disponibles pour financer la dette américaine diminueraient. Une telle évolution ne serait pas sans conséquence pour les marchés financiers. Un ralentissement durable des achats de Treasuries obligerait probablement le Trésor américain à offrir des rendements plus élevés afin d'attirer les investisseurs, entraînant une hausse des taux d'intérêt à long terme. Dans un contexte de déficits budgétaires persistants, cette tension pourrait rapidement raviver le débat sur un recours plus important au financement monétaire de la dette, au risque d'alimenter de nouvelles pressions inflationnistes et de fragiliser encore davantage la position internationale du dollar.



HORIZON FINANCE

UNE CRISE OBLIGATAIRES EST-ELLE POSSIBLE ?

Les taux d'intérêt à long terme sont sur une tendance haussière dans tous les grands pays de l'OCDE. Cette hausse des taux d'intérêt à long terme résulte de la dégradation des finances publiques, avec des déficits publics creusés par l'augmentation des dépenses militaires et la faiblesse de la croissance, des anticipations d'inflation, à court terme et à long terme et probablement dans certains pays aussi de l'incertitude politique. L'augmentation des taux d'intérêt comporte deux risques : le premier est

celui d'une augmentation rapide de l'endettement public avec des taux d'intérêt nominaux à long terme devenant supérieurs à la croissance en valeur ; le second étant de privilégier un financement par des bons du Trésor, rendant la charge de la dette sensible aux évolutions des taux directeurs des banques centrales.

Les taux d'intérêt à long terme sont en hausse depuis le début de l'année 2026 dans tous les grands pays de l'OCDE.

	Taux à 10 ans début janvier 2026 en %	Taux à 10 ans début juin 2026 en %	Variation (points de %)	Variation (%)
États-Unis	4,17	4,55	+0,38	+9,1 %
Royaume-Uni	4,38	4,90	+0,52	+11,9 %
Allemagne	2,83	2,95	+0,12	+4,2 %
France	3,52	3,63	+0,11	+3,1 %
Espagne	3,25	3,37	+0,12	+3,7 %
Italie	3,45	3,66	+0,21	+6,1 %
Japon	2,09	2,70	+0,61	+29,2 %

La dégradation des finances publiques

La hausse des dépenses militaires (États-Unis, Allemagne, France, Japon), le ralentissement de la croissance dû à la guerre au Moyen-Orient, aux États-Unis, de l'annulation d'une partie des droits de douane par la Cour Suprême puis par la Cour de Commerce International (Court of International

Trade), le vieillissement de la population, la transition écologique, les facteurs contribuant à la hausse des dépenses publiques et à l'accroissement du déficit public ne manquent pas.

En 2025, parmi les sept pays étudiés, les seuls pays à ne pas avoir de déficit budgétaire primaire (déficit avant prendre en compte le service de la



dette) sont l'Espagne et l'Italie. Le déficit primaire atteint 4,5 % du PIB aux Etats-Unis, 3 % en France et 1 % au Royaume-Uni.

En 2026, le déficit public sera particulièrement élevé aux Etats-Unis, en Allemagne, en France et au Japon. En Allemagne et au Japon, en 2026, la hausse des dépenses militaires et des dépenses d'investissement en infrastructures provoquera une augmentation sensible du déficit.

Hausse des anticipations d'inflation

Les anticipations d'inflation mesurées par les swaps d'inflation sur les marchés financiers sont en hausse, tant à court terme qu'à long terme, en raison des répercussions de la hausse des prix de l'énergie et des prix des produits dont la fabrication nécessite de l'énergie (plastiques, engrais notamment). Les swaps d'inflation à 5 ans sont désormais à 4 % pour le Royaume-Uni, 2,8 % pour la zone euro. Avec la fin de guerre au Moyen-Orient, les anticipations d'inflation devraient reculer.

Hausse du risque géopolitique et politique

La situation géopolitique est plus incertaine depuis quelques années avec des tensions croissantes entre la Russie et les Occidentaux et avec une rivalité accrue entre la Chine et les Etats-Unis. Ces derniers pratiquent une politique moins coopérative et de plus en plus marquée par le rapport de force.

L'incertitude politique est également en hausse et concerne :

- le résultat des élections de mi-mandat aux Etats-Unis ;
- le résultat des prochaines élections générales au Royaume-Uni (où Reform UK est en tête dans les sondages) ;
- les résultats des futures élections en France.

L'incertitude politique implique une incertitude sur des politiques économiques très importantes (politique budgétaire, politique d'immigration) et incite les investisseurs à la prudence ce qui se traduit par une hausse des taux d'intérêt.

Compte tenu de cette montée des incertitudes, le taux d'endettement public a une propension à augmenter. Quand le taux d'intérêt nominal à long terme est supérieur à la croissance nominale, il faut qu'il y ait un excédent primaire pour stabiliser le taux d'endettement public (excédent égal au produit du taux d'endettement public par l'écart entre taux d'intérêt et croissance).

Aujourd'hui, le taux d'intérêt nominal à 10 ans est supérieur à la croissance nominale seulement en France et en Italie. En 2026, la maturité de la dette publique française est de 6 ans en France en Allemagne. Elle atteint 7 et 7,5 ans respectivement en Espagne et en Italie. Pour le Royaume-Uni, elle est de 11,9 ans et de 0,6 ans pour le Japon. La maturité de la dette américaine n'est, en revanche, que de 5,2 ans. Le Royaume-Uni, avec une maturité très longue de la dette publique, cohérente



avec les besoins d'investissement des fonds de pension. Les États-Unis, avec une maturité courte de la dette publique, résultant de l'importance du financement en bons du Trésor (T-Bills). Ces dernières années, le Japon a augmenté ses émissions de dette de maturité courte.

Les taux d'intérêt à long terme sont en hausse dans les pays de l'OCDE avec les déficits publics élevés, l'inflation anticipée plus forte, l'incertitude politique. Il résulte de ce niveau plus élevé des taux d'intérêt à long terme qu'ils sont devenus plus élevés que la croissance nominale en France et en Italie, mais pas dans les autres pays.

Il y a donc deux risques. Il y a un risque d'emballage de la dette publique en France et en Italie. Dans les prochaines années, les États pourraient être tentés de raccourcir la maturité en optant pour un financement via des bons du Trésor. Cette option peut affecter négativement la crédibilité de la banque centrale, si les investisseurs anticipent qu'elle hésitera à monter ses taux d'intérêt, en raison de l'effet sur la charge de la dette publique, alors que la situation économique le justifierait. La probabilité d'une crise obligataire est limitée mais le problème pourrait se déplacer vers les banques centrales et vers les taux directeurs. Deuxième risque, c'est la remise en cause de l'indépendance des banques centrales.

DIVERGENCES BOURSIÈRES DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE !

Depuis le début des années 2010, un fossé s'est progressivement creusé entre les marchés financiers américains et européens. Les performances boursières des deux côtés de l'Atlantique ne relèvent plus seulement d'un écart conjoncturel ; elles traduisent des différences profondes de modèle économique. Depuis janvier 2010, l'indice S&P 500 a vu sa valeur multipliée par 6,5 et le Nasdaq Composite par plus de 11, tandis que l'Euro Stoxx 50 n'a progressé que d'un peu plus de deux fois. Cette divergence reflète des écarts de croissance, de productivité, de financement de l'innovation et de structure de l'épargne qui finissent par peser sur la compétitivité même de l'économie européenne.

Le premier facteur d'explication réside dans la place occupée par les technologies de l'information. Aux États-Unis, ce secteur représente désormais plus de 7 % du produit intérieur brut, contre seulement 5,2 % dans l'Union européenne. Son influence sur les marchés financiers est encore plus marquée. Les entreprises technologiques pèsent près de 40 % de la capitalisation du S&P 500, alors qu'elles ne représentent qu'environ 10 % de l'Euro Stoxx 50. Cette concentration s'est fortement accentuée au cours de la dernière décennie. Les « Sept Magnifiques » – Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta et Tesla – représentent à elles seules environ 35 % de l'indice américain, contre à peine 10 % en 2012.



Cette domination ne résulte pas du hasard. Depuis plusieurs décennies, les entreprises américaines bénéficient d'un environnement particulièrement favorable à l'innovation. Les fonds de pension constituent une source abondante de capitaux de long terme, l'industrie du capital-risque est sans équivalent et les relations entre les universités, les laboratoires publics et les entreprises facilitent la diffusion des innovations. Les dépenses de recherche et développement atteignent près de 2,8 % du PIB aux États-Unis, contre seulement 1,5 % dans la zone euro. Les principaux gagnants de la révolution de l'intelligence artificielle – fabricants de semi-conducteurs, producteurs de mémoires électroniques et fournisseurs d'infrastructures numériques – ont investi massivement dans la recherche, alimentant la hausse des marchés américains.

Cette avance technologique se retrouve naturellement dans les performances macroéconomiques. Entre 2010 et 2026, le produit intérieur brut américain a progressé de 48 % en volume, contre seulement 21 % dans la zone euro. Les gains de productivité suivent la même tendance : +26 % par salarié aux États-Unis contre seulement +7 % en Europe. À cette différence s'ajoute une évolution démographique plus favorable. La population active américaine continue de croître alors que celle de la zone euro est engagée dans un mouvement de contraction. Entre 2000 et 2040, les États-Unis devraient passer de 190 à 230 millions d'actifs, tandis que la zone euro verrait sa population active diminuer de 225 à 197 millions. Cette divergence renforce l'écart de croissance potentielle entre

les deux économies et contribue à attirer les capitaux vers les entreprises américaines.

La répartition des gains de productivité constitue un autre élément de différenciation. Aux États-Unis, une part importante des gains bénéficie aux entreprises et donc à leurs actionnaires. Entre 2010 et 2025, la productivité a progressé de 28 %, tandis que le salaire réel horaire n'augmentait que de 16 %. Dans la zone euro, les deux évolutions sont quasiment parallèles, avec une progression de 5 % aussi bien pour la productivité que pour les rémunérations réelles. Cette différence explique en partie des marges bénéficiaires plus élevées outre-Atlantique.

La rentabilité financière des entreprises américaines demeure ainsi nettement supérieure à celle des sociétés européennes. Le rendement des capitaux propres (Return on Equity) atteint environ 16 % aux États-Unis contre seulement 9 % dans la zone euro. Cet écart de profitabilité justifie des valorisations boursières plus élevées et attire une part croissante de l'épargne mondiale, y compris celle des investisseurs européens.

Les structures de financement accentuent encore cette divergence. Les fonds de pension américains géraient près de 29 800 milliards de dollars d'actifs à la fin de 2025, dont environ 15 800 milliards investis directement en actions ou en fonds actions. Les régimes à cotisations définies (Defined Contribution), qui regroupent plus de 93 millions de participants contre seulement 11 millions pour les régimes à prestations



définies (Defined Benefit), favorisent naturellement une forte exposition aux marchés financiers. À l'inverse, l'ensemble des fonds de pension de la zone euro ne représente qu'environ 3 200 milliards d'euros d'encours.

Cette différence se retrouve également dans le comportement des ménages. Aux États-Unis, près de 15 % du patrimoine financier des particuliers est investi en actions. Les flux d'épargne alimentent ainsi en permanence les marchés boursiers. L'industrie du capital-risque joue également un rôle déterminant dans le financement des entreprises innovantes. En 2025, les levées de fonds ont atteint environ 66 milliards de dollars aux États-Unis contre seulement 25 milliards en Europe, Royaume-Uni et Suisse compris. Si ce montant est inférieur aux niveaux exceptionnels de 2022, où plus de 240 milliards de dollars avaient été levés, il demeure largement supérieur aux capacités européennes.

La politique de distribution du capital contribue également à soutenir Wall Street. Les entreprises américaines recourent massivement aux rachats d'actions, qui réduisent le nombre de titres en circulation, augmentent mécaniquement le bénéfice par action et soutiennent les cours de Bourse. En 2025, ces rachats ont représenté près de 1 200 milliards de dollars, après déjà 942 milliards en 2024. En Europe, Royaume-Uni et Suisse inclus, ils se sont limités respectivement à 190 milliards d'euros en 2024 et 182 milliards en 2025.

L'environnement institutionnel est lui aussi sensiblement différent. Aux États-Unis, l'évolution des marchés actions constitue un enjeu économique majeur. Une part importante du patrimoine des ménages et des revenus des retraités dépend directement de la valorisation des actifs financiers. Les autorités monétaires et budgétaires restent donc attentives aux conséquences de leurs décisions sur les marchés. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne poursuit avant tout un objectif de stabilité des prix. Les fluctuations boursières n'occupent qu'une place marginale dans la définition de sa politique monétaire.

L'écart de performance entre les places financières américaines et européennes résulte ainsi d'un ensemble de facteurs qui se renforcent mutuellement : une spécialisation plus poussée dans les technologies de pointe, une croissance économique plus soutenue, une démographie plus favorable, des entreprises plus rentables, une épargne davantage orientée vers les actions, un capital-risque plus développé et des politiques financières favorisant la valorisation des sociétés cotées.

Pour l'Europe, cet écart constitue bien davantage qu'une question boursière. Des marchés actions insuffisamment développés limitent les possibilités de financement des entreprises innovantes, réduisent leur capacité d'investissement et freinent les gains de productivité. Les recommandations formulées par Mario Draghi en faveur d'une véritable Union des marchés de capitaux répondent précisément à cet enjeu. En facilitant la circulation de l'épargne européenne vers les



entreprises et en renforçant le financement de l'innovation, cette réforme pourrait contribuer à réduire progressivement le retard accumulé face aux États-Unis. À terme, le développement des secteurs liés aux technologies de l'information et une

meilleure mobilisation de l'épargne longue apparaissent comme deux conditions essentielles pour restaurer l'attractivité des marchés européens et soutenir durablement la croissance du continent.

L'ÉPARGNE SALARIALE TOURNE ROND

L'épargne salariale poursuit son développement en France et s'impose progressivement comme un élément majeur de la politique de rémunération des entreprises. Longtemps réservée aux grandes sociétés, elle gagne désormais un nombre croissant d'entreprises de taille intermédiaire et de PME. Les dernières statistiques publiées par la DARES confirment cette évolution. Participation, intéressement, plans d'épargne et dispositifs d'épargne retraite collective constituent désormais un véritable troisième pilier de la rémunération, venant compléter le salaire direct et la protection sociale.

En 2024, 10,6 millions de salariés du secteur privé non agricole bénéficient d'au moins un dispositif d'épargne salariale, soit 54 % des effectifs. En un an, la proportion de salariés couverts progresse de 1,8 point. Cette montée en puissance s'inscrit dans une tendance continue observée depuis plusieurs années. Si les grands groupes avaient largement adopté ces mécanismes dès les années 2000, leur diffusion vers les entreprises de taille plus modeste demeure récente. Elle résulte autant des évolutions réglementaires que des difficultés croissantes de recrutement, qui incitent les employeurs à diversifier les formes de rémunération afin d'attirer et de fidéliser leurs collaborateurs.

La loi du 29 novembre 2023 relative au partage de la valeur a incontestablement accéléré ce mouvement. En simplifiant les procédures et en élargissant les possibilités de mise en œuvre, elle visait à rendre ces dispositifs accessibles à un plus grand nombre d'entreprises. Les résultats apparaissent dès 2024. Tous les mécanismes enregistrent une progression. Le Plan d'Épargne Entreprise (PEE) demeure le dispositif le plus répandu, couvrant désormais 45,4 % des salariés. La participation concerne 39,3 % des effectifs, l'intéressement 35,6 %, tandis que les dispositifs d'épargne retraite collective atteignent 28,4 % des salariés. Cette progression témoigne de l'installation durable de l'épargne retraite dans les politiques de rémunération des entreprises.

Cette diffusion reste néanmoins très inégale selon la taille des employeurs. Dans les entreprises de moins de dix salariés, moins d'un salarié sur cinq bénéficie d'un dispositif d'épargne salariale. Le taux de couverture n'y atteint que 19,8 %. À l'inverse, il s'élève à 61,8 % dans les entreprises d'au moins dix salariés et dépasse désormais 89 % dans celles employant plus de mille personnes. Ces écarts traduisent les différences de moyens administratifs, de capacité financière et de culture du dialogue social



entre les différentes catégories d'entreprises.

Les disparités sectorielles demeurent tout aussi marquées. L'hébergement-restauration reste le secteur où l'épargne salariale est la moins développée, avec seulement un salarié sur quatre concerné. À l'opposé, les activités financières et d'assurance affichent des taux de couverture supérieurs à 80 %. Les secteurs les plus rentables, disposant d'une main-d'œuvre qualifiée et fortement concurrentielle, utilisent davantage ces dispositifs comme instrument de fidélisation. À l'inverse, lorsque les marges sont faibles, les entreprises disposent de moins de latitude pour redistribuer une partie de leurs résultats.

Le niveau de rémunération exerce également une influence importante. Dans les entreprises où les salaires moyens appartiennent au septième décile supérieur de la distribution, plus de 70 % des salariés bénéficient d'au moins un mécanisme d'épargne salariale. À l'autre extrémité de l'échelle, cette proportion tombe à environ 26 %. Ainsi, les dispositifs de partage de la valeur demeurent davantage présents dans les entreprises les plus productives et les mieux rémunératrices.

L'année 2024 marque également un record en matière de montants distribués. Les entreprises ont versé 27,2 milliards d'euros bruts au titre de la participation, de l'intéressement et des abondements, contre un peu plus de 26 milliards l'année précédente. Ce montant représente désormais près de 4,5 % de la masse salariale des bénéficiaires.

Au total, neuf millions de salariés ont perçu au moins une prime de participation, d'intéressement ou un abondement sur un plan d'épargne. Ils représentent 46 % de l'ensemble des salariés du secteur privé non agricole et plus de 85 % des personnes couvertes par un dispositif.

La participation demeure le principal mécanisme de redistribution. Les sommes versées atteignent 11,4 milliards d'euros et concernent 5,8 millions de salariés. La prime moyenne s'établit à 1 959 euros. Les montants distribués représentent environ 4,4 % de la masse salariale des entreprises concernées.

L'intéressement poursuit parallèlement sa progression. Les entreprises ont distribué près de 11,9 milliards d'euros en 2024, soit une augmentation de 2,4 % par rapport à l'année précédente. Plus de 5,6 millions de salariés en bénéficient désormais. La prime moyenne atteint 2 130 euros, un montant supérieur à celui de la participation. Cette différence s'explique par la nature même du dispositif, davantage fondé sur l'atteinte d'objectifs opérationnels ou commerciaux que sur le seul résultat comptable. Pour de nombreuses entreprises, l'intéressement constitue désormais un outil privilégié pour associer les salariés à la performance collective.

Les abondements versés sur les plans d'épargne poursuivent également leur progression. Les entreprises ont consacré 2,16 milliards d'euros au financement des Plans d'Épargne Entreprise et près de 860 millions d'euros aux dispositifs d'épargne retraite collective. Plus de 3,5 millions de salariés ont bénéficié d'un abondement de leur employeur, renforçant ainsi



l'attractivité de ces placements de long terme.

La réforme engagée par la loi Pacte continue par ailleurs de transformer le paysage de l'épargne retraite collective. Le Plan d'Épargne Retraite d'entreprise collectif (PERECO) remplace progressivement l'ancien Perco. Désormais, près de trois salariés sur dix disposent d'un dispositif spécifiquement destiné à la préparation de leur retraite, signe que cette dimension devient progressivement un élément permanent de la politique de rémunération.

Depuis la poussée inflationniste de 2022, un nouvel instrument est venu compléter cet ensemble : la Prime de Partage de la Valeur (PPV), qui succède à la « prime Macron ». Initialement conçue comme une mesure exceptionnelle de soutien au pouvoir d'achat, elle tend désormais à s'intégrer durablement dans les pratiques salariales des entreprises.

Son rôle dépasse aujourd'hui le simple versement immédiat aux salariés. Une partie croissante des bénéficiaires choisit d'affecter cette prime aux dispositifs d'épargne collective. La PPV représente déjà environ 1 % des versements alimentant les Plans d'Épargne Entreprise

et 0,5 % des flux dirigés vers les dispositifs d'épargne retraite collective. Ces proportions demeurent modestes mais illustrent une évolution progressive des comportements d'épargne.

En 2024, près de 6,8 millions de salariés ont bénéficié d'une Prime de Partage de la Valeur. Les entreprises ont distribué près de 5 milliards d'euros au titre de ce dispositif, soit une prime moyenne d'environ 700 euros par bénéficiaire.

Au total, l'ensemble des mécanismes d'épargne salariale procure désormais un complément annuel moyen de rémunération de 3 113 euros bruts par salarié bénéficiaire. Cette somme représente environ 7,1 % de la masse salariale des personnes concernées et 4,3 % de la masse salariale totale du secteur privé non agricole. Dans un contexte marqué par la persistance des interrogations sur le pouvoir d'achat, l'épargne salariale confirme son rôle croissant dans le partage des résultats des entreprises. Elle constitue à la fois un instrument de redistribution des profits, un levier de fidélisation des salariés et un outil de constitution d'une épargne de long terme, orientée vers le financement de l'économie comme vers la préparation de la retraite.



AU-DELÀ DE L'HORIZON

LE RETOUR DU LOCAL DANS LE DIVERTISSEMENT

Dans « Bobby Jean », l'une des chansons emblématiques de l'album « Born in the U.S.A. », Bruce Springsteen chante « We liked the same music, we liked the same bands, we liked the same clothes... ». Cette évocation d'une jeunesse partageant les mêmes références résume l'esprit d'une époque. À partir des années 1960, avec l'explosion du rock, puis durant les décennies suivantes, une véritable culture mondiale semblait émerger. Les Rolling Stones, Madonna, Michael Jackson, U2 ou plus récemment Lady Gaga remplissaient les stades sur tous les continents. Les mêmes chansons, les mêmes films, les mêmes émissions de télévision ou les mêmes marques semblaient fédérer une jeunesse de plus en plus homogène.

Cette impression d'uniformisation culturelle atteint probablement son apogée au début des années 2000. Les grands événements planétaires, des Jeux olympiques à la Coupe du monde de football, des tournées des stars internationales aux superproductions hollywoodiennes, réunissaient des audiences de plusieurs centaines de millions de personnes. La mondialisation numérique paraissait devoir renforcer encore cette convergence. Les plateformes comme Spotify, Netflix, YouTube ou les boutiques d'applications d'Apple et de Google offrent théoriquement à chacun, où qu'il se trouve, un accès aux mêmes contenus. Les grands gagnants de cette mondialisation ont longtemps été

quelques vedettes planétaires, de Taylor Swift à MrBeast, des Rolling Stones à Roblox, capables de toucher simultanément des publics répartis sur l'ensemble du globe.

Pourtant, cette logique d'uniformisation montre aujourd'hui ses limites. Derrière la puissance des plateformes mondiales apparaît un mouvement inverse : les consommateurs privilégient de plus en plus les œuvres produites dans leur propre environnement culturel. De la musique aux séries télévisées, des vidéos diffusées sur les réseaux sociaux aux jeux vidéo, les préférences deviennent davantage nationales, voire régionales. Les références identitaires retrouvent de l'importance et la proximité culturelle redevient un critère de choix.

Le sport illustre parfaitement cette double dynamique. Jamais les compétitions n'ont été aussi internationales. Les grands clubs européens appartiennent désormais à des fonds d'investissement, à des milliardaires étrangers ou à des États souverains. Les effectifs rassemblent des joueurs venus de tous les continents et les tournées promotionnelles conduisent régulièrement les équipes en Asie, en Amérique du Nord ou au Moyen-Orient. Le Paris Saint-Germain, par exemple, est devenu une véritable marque mondiale. Pourtant, cette internationalisation n'efface pas les attachements locaux. Les premiers supporters du PSG demeurent les Parisiens. De la même manière, à New



York, les performances des Knicks mobilisent souvent davantage les habitants que celles de l'équipe nationale américaine. L'identité territoriale continue de structurer la passion sportive.

La musique connaît une évolution comparable. L'époque de la « world music » triomphante semble progressivement s'effacer au profit d'une forte relocalisation des goûts. Les classements nationaux sont désormais dominés par des artistes locaux. Le Brésil constitue sans doute l'exemple le plus spectaculaire : au début du mois de juin 2026, seuls quatre artistes étrangers figuraient parmi les cent musiciens les plus écoutés du pays. En France, les plateformes de streaming placent régulièrement Jul, Gims, Ninho ou PLK aux premières places, là où les années 1990 étaient largement dominées par les groupes britanniques et américains tels que Pink Floyd, Dire Straits, Genesis, Police, Status Quo ou les Rolling Stones.

Cette évolution traduit un changement profond des modes de consommation. Les radios traditionnelles continuent de diffuser une large part de musique internationale, mais les utilisateurs des plateformes choisissent spontanément des artistes issus de leur propre culture. Cette relocalisation n'est pas sans conséquence. Les grandes révolutions musicales sont souvent nées du brassage des influences. Le rock britannique lui-même n'aurait jamais existé sans l'influence décisive du blues et du rhythm and blues américains. Une moindre circulation des références pourrait, à terme, appauvrir la création artistique.

Les plateformes vidéo connaissent la même évolution. YouTube donne théoriquement accès à des contenus provenant de tous les pays. Pourtant, près des trois quarts des vidéos figurant dans les tendances ne deviennent populaires que dans un seul pays. Les utilisateurs privilégient très largement des créateurs partageant leur langue, leurs références culturelles et leurs préoccupations quotidiennes.

Le secteur du jeu vidéo suit une trajectoire similaire. Sur consoles et ordinateurs, quelques grandes franchises internationales conservent une position dominante. En revanche, les jeux sur téléphone mobile, qui touchent un public beaucoup plus vaste, reflètent davantage les spécificités régionales. Dans les cinq principaux marchés mondiaux, aucune application ne figure simultanément parmi les dix jeux les plus populaires. Les joueurs américains restent attachés à Fortnite tandis que plusieurs marchés asiatiques privilégient des titres comme Free Fire ou des productions développées localement.

Les plateformes de streaming adaptent elles-mêmes leur stratégie à cette nouvelle réalité. Netflix, qui ambitionnait à l'origine de proposer un catalogue universel, investit désormais massivement dans les productions nationales. Son rapprochement avec TF1, annoncé au mois de juin, illustre cette évolution. Les contenus produits localement apparaissent désormais comme un facteur essentiel de fidélisation des abonnés. Amazon Prime Video, Disney+ ou d'autres plateformes suivent la même logique en développant des créations spécifiques aux différents marchés nationaux.



Cette fragmentation culturelle est facilitée par l'effondrement des coûts de production et de diffusion. À l'époque où l'industrie culturelle reposait sur les CD, les DVD, les salles de cinéma ou les cartouches de jeux vidéo, seuls les projets susceptibles de conquérir des marchés mondiaux pouvaient amortir leurs coûts. Aujourd'hui, enregistrer une chanson, produire une vidéo ou développer une application est devenu beaucoup moins coûteux. Il est désormais rentable de cibler des publics beaucoup plus restreints.

Dans plusieurs pays, cette évolution favorise même une renaissance des cultures régionales. En Inde, plus de la moitié des vidéos publiées sur YouTube sont réalisées dans des langues locales autres que l'hindi. L'intelligence artificielle pourrait encore accentuer ce phénomène en permettant de produire rapidement des contenus adaptés à des communautés linguistiques ou culturelles très spécialisées.

Le consommateur bénéficie ainsi d'une diversité sans précédent. Là où la domination américaine imposait autrefois largement ses références culturelles, chacun peut aujourd'hui composer son propre univers en associant, selon ses goûts, des séries coréennes, du hip-hop danois, de

l'humour polonais, des mangas japonais ou des jeux vidéo chinois. La mondialisation n'a pas fait disparaître les identités culturelles ; elle leur offre au contraire une visibilité nouvelle.

Les États-Unis demeurent néanmoins au cœur de cette économie mondiale du divertissement. Les grandes plateformes de diffusion – YouTube, Google Play ou l'App Store d'Apple – restent majoritairement américaines et continuent de capter une part importante des revenus générés par les contenus numériques. En revanche, leur domination sur la production culturelle s'est progressivement érodée. Pendant plusieurs décennies, Hollywood, la musique américaine ou les séries télévisées ont largement contribué à diffuser l'« American way of life ». Aujourd'hui, cette capacité d'influence est davantage concurrencée. Le Brésil exporte sa musique, la Corée du Sud impose ses séries et sa pop culture, la Chine développe une industrie du jeu vidéo capable de rivaliser avec les grands éditeurs occidentaux. La mondialisation culturelle ne disparaît pas ; elle change de nature. Elle ne conduit plus à l'uniformisation des goûts mais à la coexistence de multiples centres de création qui dialoguent, se concurrencent et s'enrichissent mutuellement.



LE TEXAS UN NOUVEL ELDORADO ?

Pendant des décennies, le Texas était avant tout associé au pétrole, aux ranchs et aux grandes plaines. Il est aujourd'hui en train de devenir l'un des principaux centres de gravité de l'économie américaine. Le transfert, le 27 mai dernier, du siège juridique d'ExxonMobil du New Jersey vers le Texas symbolise cette évolution. Le siège opérationnel du groupe y était déjà installé ; désormais, son ancrage juridique suit la même trajectoire. Le géant pétrolier rejoint une longue liste d'entreprises ayant fait le choix de quitter les États du Nord-Est ou de la côte Ouest. Selon le cabinet CBRE, au moins 184 sociétés ont déplacé leur siège social vers Austin, Dallas ou Houston entre 2020 et 2025. Parmi elles figurent notamment Tesla et Caterpillar. Ce mouvement dépasse largement le simple phénomène de délocalisation fiscale : il traduit une recomposition de la géographie économique des États-Unis.

En quelques années, le Texas est devenu l'un des principaux moteurs de la croissance américaine. Aucun autre État n'attire autant d'investissements productifs ni autant de nouveaux habitants. Entre 2020 et 2025, près d'un emploi net sur cinq créé aux États-Unis l'a été au Texas, confirmant son rôle de locomotive de l'économie nationale.

De l'exode fiscal à la révolution de l'intelligence artificielle

Le mouvement s'est accéléré au début des années 2020. Les confinements puis le développement massif du télétravail ont conduit de nombreux ménages et entreprises à quitter les grandes métropoles de la côte Est et de la

Californie. Les prix élevés de l'immobilier, la pression fiscale et les difficultés de gouvernance de villes comme New York ou San Francisco ont favorisé ce déplacement vers des États offrant davantage d'espace et une fiscalité plus attractive.

Le Texas a également bénéficié des programmes fédéraux de soutien aux semi-conducteurs et aux énergies renouvelables engagés sous la présidence de Joe Biden. Aujourd'hui, cette dynamique prend une nouvelle dimension avec l'essor de l'intelligence artificielle. Grâce à sa puissance énergétique et à son foncier abondant, l'État se positionne comme l'un des principaux territoires d'accueil des centres de données indispensables au développement de cette nouvelle économie.

Cette montée en puissance s'accompagne également d'une ambition financière. Au cours de l'été 2026 doit être lancée la Texas Stock Exchange, première place boursière indépendante créée au Texas. Son objectif est clair : concurrencer progressivement New York dans certaines activités de cotation et de financement.

Le Texas est désormais présent sur tous les grands fronts de la compétition économique : énergie, industrie, technologies numériques, finance, démographie et même influence culturelle.



Houston, capitale mondiale de l'énergie

La hausse durable des prix de l'énergie depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine a naturellement renforcé la position du Texas. Mais réduire son succès au seul pétrole serait une erreur. L'État dispose aujourd'hui d'un appareil énergétique parmi les plus diversifiés des États-Unis.

Le Texas est devenu le premier territoire américain pour le développement des énergies renouvelables. En 2026, il devrait accueillir près de 40 % des nouvelles capacités photovoltaïques installées à grande échelle dans le pays. Ses vastes espaces disponibles, son ensoleillement et des coûts fonciers limités créent un environnement particulièrement favorable. Le parc solaire de Tehuacana Creek, doté d'une capacité de 837 mégawatts, doit ainsi devenir la plus importante centrale photovoltaïque mise en service cette année aux États-Unis.

Cette réussite s'est construite après une sévère remise en question. La tempête hivernale de 2021 avait provoqué un effondrement partiel du réseau électrique texan, révélant ses faiblesses. Depuis, les investissements ont été massifs, notamment dans les systèmes de stockage par batteries et dans le renforcement des infrastructures. Les entreprises bénéficient désormais d'une électricité abondante, relativement bon marché et disponible rapidement, un avantage décisif dans la compétition industrielle.

Le nouvel eldorado des centres de données

L'intelligence artificielle renforce encore cette attractivité. Les centres de données nécessitent d'importantes quantités d'électricité, souvent disponibles en continu. Le Texas dispose précisément de cet avantage.

Une partie croissante de ces infrastructures est alimentée par des installations énergétiques autonomes, construites spécialement pour les besoins des opérateurs. Oracle et OpenAI développent notamment un vaste projet dans le comté de Shackelford. Selon Wood Mackenzie, près de la moitié des nouveaux projets énergétiques indépendants destinés aux centres de données américains sont aujourd'hui implantés au Texas.

La réglementation locale constitue un autre facteur de compétitivité. En dehors des grandes agglomérations, les contraintes d'urbanisme demeurent limitées, permettant la réalisation rapide de projets industriels de très grande dimension. À ce rythme, le Texas pourrait dépasser la Virginie avant la fin de la décennie et devenir le premier État américain en matière de capacité de centres de données.

Austin, la nouvelle frontière technologique

Cette abondance énergétique favorise également l'essor d'un puissant écosystème numérique autour d'Austin, souvent surnommée les « Silicon Hills ». De grands groupes comme Dell y côtoient une nouvelle génération de



jeunes entreprises innovantes. Apptronik, spécialisée dans la robotique humanoïde, illustre cette nouvelle vague entrepreneuriale.

Le financement suit cette dynamique. Selon PitchBook, les levées de fonds réalisées à Austin ont atteint 7,4 milliards de dollars en 2025. La ville est désormais le cinquième pôle américain du capital-risque alors qu'elle ne figurait qu'au dixième rang il y a une dizaine d'années.

Dallas, nouvelle place financière

Le déplacement du centre de gravité économique entraîne également celui de la finance. Dallas ambitionne désormais de devenir une alternative crédible aux grandes places financières traditionnelles. Certains observateurs parlent déjà de « Y'all Street », clin d'œil texan à Wall Street.

Goldman Sachs y construit un campus de 500 millions de dollars capable d'accueillir près de 5 000 salariés. JPMorgan Chase emploie désormais davantage de collaborateurs au Texas que dans l'État de New York, signe de la profondeur de cette mutation.

Les autorités texanes cherchent également à concurrencer le Delaware, longtemps considéré comme le territoire de référence pour l'immatriculation juridique des grandes entreprises américaines. La création, en 2024, d'un tribunal spécialisé dans les litiges commerciaux s'inscrit dans cette stratégie. Plusieurs réformes du droit des sociétés ont également été adoptées afin d'accroître l'attractivité juridique de l'État.

Une influence culturelle croissante

La réussite texane ne se limite plus aux indicateurs économiques. Elle s'accompagne d'une montée en puissance du rayonnement culturel de l'État. Austin, devenue l'une des capitales américaines de la musique et des nouvelles technologies, attire une population jeune venue de tout le pays. Les codes esthétiques texans connaissent également un regain de popularité. Les bottes, les chapeaux, les ceintures western et un certain art de vivre s'exportent bien au-delà des frontières de l'État. Le style texan rivalise désormais avec les références longtemps imposées par New York ou la Californie.

Un modèle difficile à imiter

Le succès du Texas inspire désormais de nombreux concurrents. La Caroline du Nord prévoit de supprimer progressivement son impôt sur les sociétés. Le Tennessee développe des zones industrielles immédiatement opérationnelles. Le Nevada met en place un système judiciaire spécialisé destiné à attirer les entreprises.

Pour autant, rares sont les États capables de reproduire l'ensemble des avantages dont bénéficie aujourd'hui le Texas. Celui-ci combine une énergie abondante, un foncier disponible, une fiscalité attractive, une forte croissance démographique, une base industrielle en pleine expansion, un secteur technologique de plus en plus performant et une influence culturelle qui dépasse désormais largement ses frontières.



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

Longtemps considéré comme une périphérie de l'économie américaine, le Texas apparaît aujourd'hui comme l'un des principaux laboratoires du capitalisme du XXI^e siècle. Si la Californie a incarné la révolution numérique et New York la domination financière, le Texas pourrait bien réussir à réunir ces

deux héritages. En associant puissance énergétique, innovation technologique, développement industriel et attractivité financière, il redessine progressivement la carte économique des États-Unis et pourrait constituer, dans les prochaines décennies, le nouveau cœur de la croissance américaine.



POINTS DE REPÈRE

L'IMMOBILIER ET LA CONTRAINTE DES REVENUS

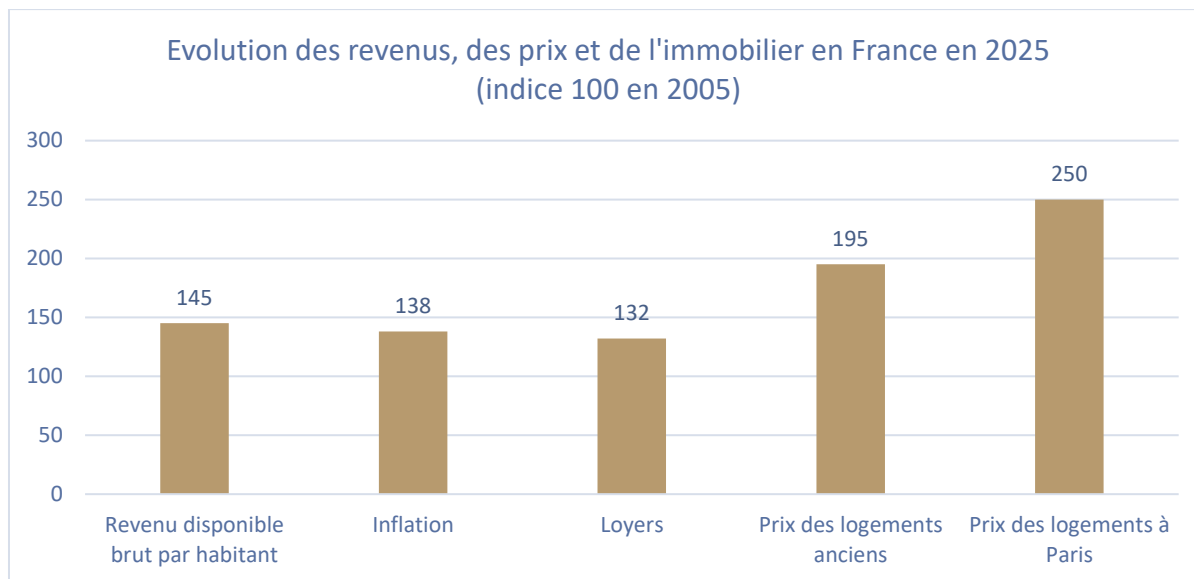
Depuis le début des années 2000, les différentes composantes du marché immobilier ont évolué à des rythmes très différents. Alors que le revenu disponible brut des ménages a progressé globalement au même rythme que les prix à la consommation, les valeurs immobilières se sont envolées. Les loyers, en revanche, ont suivi une trajectoire beaucoup plus modérée, restant proches de l'évolution générale des prix.

Ce décrochage met en évidence une profonde mutation de l'économie immobilière. La hausse des prix des logements ne trouve pas son origine dans une augmentation équivalente des revenus des ménages, ni dans une progression soutenue des loyers. Elle résulte avant tout d'une revalorisation du patrimoine immobilier. Pendant de nombreuses années, les acquéreurs ont accepté des rendements locatifs de plus en plus faibles, convaincus que la plus-value à la revente compenserait largement la faiblesse des revenus tirés de la location. Dans les grandes métropoles, les rendements locatifs bruts, qui dépassaient fréquemment 6 % dans les années 1990, oscillent

désormais le plus souvent entre 2 % et 4 %.

Cette appréciation continue des actifs immobiliers a fortement enrichi les ménages déjà propriétaires. Corrigés de l'inflation, les prix des logements ont progressé de 70 à 90 % depuis le début du siècle, générant d'importants gains patrimoniaux pour les détenteurs de biens immobiliers.

Cette évolution a toutefois eu pour contrepartie un durcissement des conditions d'accès à la propriété pour les nouvelles générations. Le prix d'achat d'un logement a augmenté bien plus rapidement que le revenu disponible des ménages, allongeant la durée des emprunts et renforçant la dépendance à l'endettement. Pour une part croissante des primo-accédants, l'acquisition d'un logement suppose désormais un apport familial important ou l'anticipation d'une transmission patrimoniale. L'immobilier est ainsi devenu non seulement un facteur de création de richesse, mais également un puissant vecteur d'inégalités entre les générations et entre les ménages selon qu'ils disposent ou non d'un patrimoine préalable.



Données INSEE

DES COÛTS DE CONSTRUCTION EN HAUSSE EN EUROPE

Le coût de construction des logements neufs a fortement augmenté au sein de l'Union européenne au cours de la dernière décennie. D'après les dernières statistiques publiées par Eurostat, l'indice des prix à la production dans la construction résidentielle, qui mesure les prix facturés par les entreprises de construction à leurs clients, affiche une progression cumulée de 48,2 % entre 2015 et 2025. Cette évolution traduit l'ampleur des tensions qui ont affecté le secteur du bâtiment depuis la sortie de la crise sanitaire.

Jusqu'en 2020, la hausse des coûts demeurait relativement contenue. La rupture est intervenue à partir de 2021, lorsque les perturbations des chaînes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement dans le bâtiment et la flambée des prix des matières premières ont profondément modifié les conditions de production. Les prix ont ainsi progressé de 5,8 % en 2021 avant de connaître une envolée de 12,2 % en

2022. La hausse du coût de l'énergie, les tensions sur les matériaux de construction et les difficultés logistiques ont alors alimenté un choc inflationniste sans précédent depuis plusieurs décennies.

L'année 2023 est restée marquée par des tensions importantes, avec une augmentation supplémentaire de 6,9 %. En revanche, un mouvement de décélération s'est progressivement engagé. La progression des prix est revenue à 2,3 % en 2024 puis à 1,3 % en 2025. Ce ralentissement traduit une normalisation progressive des marchés des matières premières, un reflux des coûts énergétiques ainsi qu'un meilleur fonctionnement des chaînes d'approvisionnement, même si les niveaux de prix atteints demeurent durablement supérieurs à ceux observés avant la pandémie.

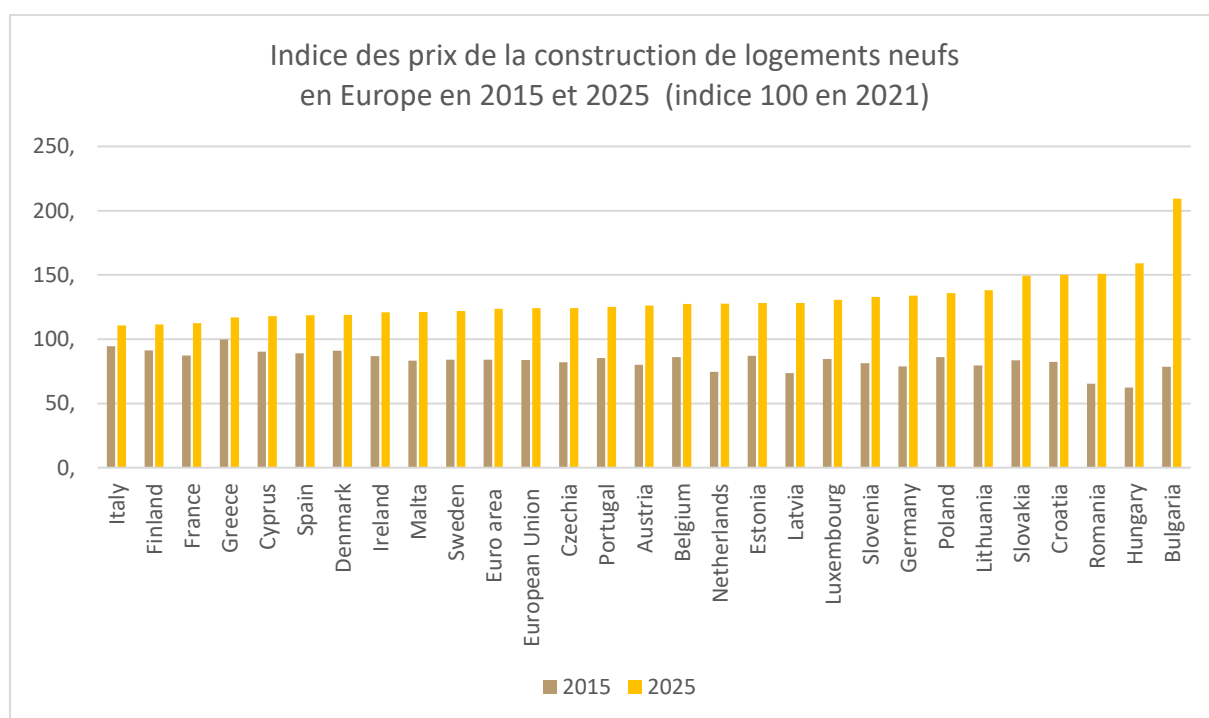


Derrière cette moyenne européenne se cachent toutefois des situations nationales très contrastées. Les pays d'Europe centrale et orientale enregistrent de loin les hausses les plus spectaculaires. En Bulgarie, les coûts de construction des logements neufs ont augmenté de 166,1% entre 2015 et 2025. La Hongrie suit avec une progression de 155,4 %, tandis que la Roumanie affiche une hausse de 130,7 %. Ces évolutions reflètent le rattrapage économique engagé depuis plusieurs années, la forte progression des salaires dans le secteur du bâtiment, le renchérissement des matériaux ainsi qu'une demande immobilière particulièrement soutenue.

À l'inverse, plusieurs pays d'Europe occidentale et méridionale présentent des évolutions beaucoup plus modérées. L'Italie enregistre une hausse limitée à 17,0 % sur l'ensemble de la période, la Grèce à 17,3 % et la Finlande à 22,1 %. La

France se situe également parmi les pays où l'augmentation est restée relativement contenue, avec une progression d'environ 25 % sur dix ans.

Ces écarts mettent en évidence la diversité des marchés immobiliers européens. Les pays connaissant une forte croissance démographique, un rattrapage économique rapide ou une pénurie de main-d'œuvre dans le bâtiment ont subi les hausses les plus importantes. À l'inverse, les États où la demande de logements est moins dynamique, où la démographie est plus faible ou où les capacités de production sont restées suffisantes ont mieux contenu l'augmentation des coûts. Cette hétérogénéité rappelle que le marché européen de la construction demeure largement déterminé par des facteurs nationaux, malgré la convergence progressive des prix des matériaux et des coûts énergétiques à l'échelle de l'Union.



Données Eurostat



TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	30 juin 2026	Variation mensuelle juin 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
CAC40	8 403,99	+3,16	+9,63	8 149,50	7 380,74
DAX	24 979,25	-0,05	+4,55	24 490,41	19 909,14
Footsie 100	10 497,12	+1,80	+20,14	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	6 325,85	+4,74	+19,19	5 791,41	4 895,98
Dow Jones	52 319,20	+1,49	+18,72	48 220,13	42 544,22
Nasdaq Composite	26 213,72	-3,22	+28,70	23 372,75	19 310,79
S&P 500	7 499,36	-1,33	+20,85	6 879,57	5 881,63
Nikkei	70 062,32	+4,67	+73,05	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	4 094,40	+0,90	+18,87	3 968,84	3 351,76
Euro/dollar	1,1418	-1,88	+3,11	1,1735	1,0380
Once d'or (USD)	4 032,27	-9,37	+22,56	4 325,17	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	73,05	-23,41	+9,74	61,23	74,30
Bitcoin (USD)	58 400,6851	-17,45	-45,25	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 %	+0,3 %	+0,6 %	-0,2 %
Inflation En % juin 2026	2,0	2,4	3,1	3,6	2,8
Taux de chômage en % - mai 2026	8,2	3,8	5,0	10,3	6,2
Durée annuelle du Travail (2024)	1499	1338	1704	1624	-
Âge légal de départ à la retraite (2025)	62,9	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2024) en %	34,8	35,2	38,4	30,8	34,3
Dépenses publiques En % du PIB 2025	57,5	50,5	51,2	45,3	49,7
Solde public En % du PIB 2025	-5,1	-2,7	-3,2	-2,4	-2,9
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 % (03/07/2026)	3,726	2,934	3,710	3,425	-

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

Sources : Eurostat -INSEE



THOMAS VENDÔME
INVESTMENT

LA LETTRE ECO DE TVI EST REALISEE PAR LA SOCIETE THOMAS VENDOME 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