

LE MENSUEL THOMAS VENDÔME INVESTMENT

LE MENSUEL	1
THOMAS VENDÔME INVESTMENT	1
L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
Cahiers de vacances	2
HORIZON FRANCE	4
FINANCES PUBLIQUES : LA FRANCE FACE A L'ÉPREUVE DE LA VÉRITÉ BUDGÉTAIRE.....	4
Entreprises : des aides en question	8
LES PME FRANÇAISES ET L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE.....	11
HORIZON EXTERIEUR.....	14
ÉTATS-UNIS : UNE CONSOMMATION SOUTENUE PAR LE PATRIMOINE DES MÉNAGES.....	17
HORIZON FINANCE	20
Paievements : la nouvelle bataille de la souveraineté financière	20
Marchés financiers : quelles perspectives pour les prochaines années ?	23
Chine : la difficile financiarisation d'un capitalisme sous contrôle	25
AU-DELÀ DE L'HORIZON	29
Les majors pétrolières : le négoce, nouvel eldorado de la rente énergétique.....	29
Les centres de données au cœur de la révolution de l'intelligence artificielle.....	33
POINTS DE REPÈRE	37
L'immobilier et la contrainte des revenus.....	37
Les jeunes Européens et les outils numériques.....	38
Tableau de bord des marchés financiers	40
Les statistiques économiques	41
La lettre Eco de TVI est réalisée par la société Thomas Vendôme Investment (T/	42

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

CAHIERS DE VACANCES



En France, l'été n'est pas seulement une saison, c'est une institution. Depuis les premiers congés payés de 1936, il constitue une parenthèse sociale, presque politique, durant laquelle le pays change de rythme. Les villes se vident, les littoraux se remplissent et les débats nationaux se déplacent des plateaux de télévision vers les terrasses de café. Longtemps, la France a donné l'impression de fermer pour cause d'inventaire entre le 14 juillet et le 15 août. Cette image s'estompe. L'économie ne s'arrête plus ; elle se déplace et se transforme.

La période estivale révèle, mieux que toute autre, ce que Lucien Febvre appelait, dans une formule reprise par Fernand Braudel, la diversité française. L'activité migre vers les côtes, les montagnes et les villes touristiques. Les hôtels, les restaurants, les transports, les commerces et les entreprises de loisirs prennent le relais des bureaux des grandes métropoles. Le tourisme est devenu un des poumons économiques du pays. En 2025, la France a accueilli 102 millions de visiteurs internationaux, contre 100 millions en 2024. Au total, 743 millions de nuitées ont été enregistrées dans les hébergements marchands et non marchands. Au premier trimestre 2026, les recettes liées au tourisme international ont

encore progressé de 8 %, pour atteindre 15,6 milliards d'euros. À défaut de disposer d'un excédent industriel à l'allemande, la France peut compter sur ses paysages, son patrimoine, sa gastronomie et son art de vivre. Le soleil est aussi un produit d'exportation. Les incendies de forêt en Gironde ou à Fontainebleau en lien avec le réchauffement climatique pourraient altérer l'image touristique du pays et peser sur l'économie.

Un tourisme qui s'essoufflerait serait un mauvais signal pour l'économie française d'autant plus que la conjoncture demeure plus qu'incertaine. Après un recul de 0,1 % du produit intérieur brut au premier trimestre, la Banque de France estime que l'activité aurait progressé de 0,2 % au deuxième. Point positif, en juillet, le climat des affaires a gagné deux points pour atteindre 97, se rapprochant de sa moyenne de longue période. Dans l'industrie, l'indicateur s'établit même à 101. Les secteurs technologiques, la défense et, dans une moindre mesure, l'automobile contribuent à cette amélioration. La France ne connaît donc ni franche reprise ni véritable récession. Elle est sur une ligne de crête fragile.

L'inflation demeure une des grandes interrogations estivales. Le reflux du mois de juin avec un taux de 1,8 % sur un an, contre 2,4 % en mai constitue indéniablement une bonne nouvelle qui

pourrait être remise en cause par la reprise des hostilités au Moyen Orient.

Les ménages français, échaudés par la succession des crises, tardent toujours à desserrer les cordons de leur bourse. Au premier trimestre, leur consommation a reculé de 0,2 %, tandis que leur taux d'épargne a atteint 17,9 % du revenu disponible brut. Les Français préfèrent remplir leurs livrets quand l'État continue d'accroître sa dette. Cette dernière a atteint 3 536 milliards d'euros à la fin du premier trimestre, soit 117,5 % du PIB. En trois mois, elle a augmenté de près de 76 milliards d'euros. Cette dérive ne provoque pas encore de rupture brutale, mais elle réduit progressivement les marges de manœuvre du pays. La France vit avec une dette de temps de guerre tout en prétendant gérer ses finances comme en temps de paix. À défaut de choix clairs, elle reporte la facture sur les années suivantes.

Le véritable sujet n'est cependant pas celui de la croissance des prochains mois, mais celui de la croissance des prochaines années. Selon les principales institutions économiques, le potentiel de croissance de la France se situerait entre 0,9 et 1,2 % par an d'ici 2028. Ce niveau est insuffisant pour financer simultanément le vieillissement de la population, la transition énergétique, la défense, l'éducation et le désendettement. L'enjeu n'est donc plus seulement de soutenir la demande, mais d'accroître la productivité, de diffuser l'intelligence artificielle, de moderniser les entreprises et de favoriser l'émergence de nouveaux acteurs.

Sur ce terrain, la France conserve de solides atouts : un taux élevé d'épargne, des ingénieurs reconnus, des infrastructures de qualité, une énergie largement décarbonée et un tissu de PME qui ne demande souvent qu'à grandir. Encore faut-il relier cette épargne aux besoins de financement de l'économie productive. L'argent existe ; le temps long et la confiance sont plus rares.

Le non-coté trouve ici toute sa raison d'être. Là où les marchés financiers jugent une entreprise à chaque publication trimestrielle, l'investissement de long terme accompagne une transformation industrielle, commerciale ou numérique sur plusieurs années. Il permet de financer l'innovation, la croissance externe, la transmission ou l'internationalisation des entreprises. Il ne s'agit pas d'ignorer les risques, mais de donner aux dirigeants le capital et le temps nécessaires pour construire.

L'été nous rappelle que l'économie réelle obéit moins au bruit quotidien qu'au mouvement des saisons. Les marchés peuvent connaître des orages ; les entreprises continuent d'investir, de recruter et de préparer l'avenir. La France ne manque ni d'idées ni d'épargne. Elle manque surtout de constance. Or, en économie comme en agriculture, ce ne sont pas les effets d'annonce qui font les récoltes, mais la qualité des investissements et la patience avec laquelle ils sont menés.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

FINANCES PUBLIQUES : LA FRANCE FACE A L'EPREUVE DE LA VERITE BUDGETAIRE

Les finances publiques françaises sont entrées dans une phase critique. Pendant près d'une décennie, la faiblesse des taux d'intérêt a offert aux gouvernements un répit inespéré, permettant de repousser les ajustements budgétaires. Certains allaient jusqu'à considérer l'endettement comme une ressource presque gratuite, oubliant qu'une dette, même contractée à coût nul, finit toujours par être remboursée. Cette période est désormais révolue. Le relèvement des taux, conjugué à une instabilité politique persistante, renchérit le financement de l'État au moment même où les besoins de dépenses augmentent sous l'effet du vieillissement de la population, du réarmement, des dépenses de santé et de la transition climatique.

Le diagnostic est désormais largement partagé. La Cour des comptes qualifie la situation d'« alarmante ». Dans le même temps, Xavier Jaravel, Xavier Ragot, Jean-Luc Tavernier et Natacha Valla estiment qu'il faudrait dégager près de 125 milliards d'euros d'ici à 2032 afin de simplement empêcher une nouvelle dérive de la dette publique. Cet objectif représente un effort moyen d'environ 20 milliards d'euros par an. Même une telle correction ne permettrait pas de réduire l'endettement ; elle conduirait seulement à le stabiliser.

Sans changement de cap, le déficit public atteindrait près de 6 % du PIB en

2027 avant de se rapprocher de 7 % en 2030. Une telle trajectoire serait difficilement compatible avec les engagements européens de la France et fragiliserait durablement la confiance des investisseurs. La dépendance vis-à-vis des marchés financiers deviendrait alors un facteur majeur de vulnérabilité.

Le projet de budget pour 2027 constitue une première tentative de redressement, même si l'effort demeure limité. Les crédits du budget général progresseraient encore pour atteindre environ 417 milliards d'euros, hors pensions des fonctionnaires. Cette augmentation d'une vingtaine de milliards ne traduit pourtant pas une relance des dépenses publiques. Elle provient presque exclusivement de deux postes devenus incontournables : la charge des intérêts de la dette, en hausse de 12,3 milliards d'euros, et les dépenses militaires, qui progresseraient de 6,4 milliards. À eux seuls, ces deux postes absorbent près de 94 % de la hausse des crédits.

Cette évolution modifie profondément la structure des finances publiques. Une fois financées la dette et la défense, les marges de manœuvre deviennent extrêmement réduites. Les autres ministères ne verraient leurs moyens progresser que de 0,5 %, soit très en dessous de l'inflation anticipée. En termes réels, leurs crédits diminueraient donc d'environ 1 %. L'État entre ainsi dans une logique de baisse des

dépenses en volume, même si cette réalité demeure masquée par une légère progression en valeur.

La dynamique de la dette constitue désormais le principal facteur de tension. La charge des intérêts atteindrait environ 78 milliards d'euros en 2026, dépasserait 100 milliards deux ans plus tard et avoisinerait 125 milliards d'euros à l'horizon 2030. En quatre années, elle augmenterait de près de 60 %, soit un rythme très supérieur à celui de la croissance potentielle. À la fin de la décennie, les seuls intérêts versés aux créanciers pourraient dépasser les budgets consacrés à l'Éducation nationale ou à la Défense.

Cette progression résulte d'un mécanisme bien connu. Les obligations émises lorsque les taux étaient très faibles arrivent progressivement à échéance et sont remplacées par de nouveaux emprunts nettement plus coûteux. La maturité relativement longue de la dette française a longtemps amorti le choc de la remontée des taux. Cet effet protecteur disparaît progressivement. Les intérêts deviennent ainsi une véritable dépense d'éviction : ils mobilisent des ressources qui ne peuvent plus être consacrées à l'éducation, à la recherche, à la transition écologique ou au soutien de l'emploi. Contrairement à un investissement public, ils rémunèrent uniquement des dépenses passées.

Le gouvernement souhaite néanmoins préserver plusieurs priorités. Les crédits consacrés à la solidarité progresseraient d'environ un milliard d'euros sous l'effet de la revalorisation de l'allocation aux

adultes handicapés et de la prime d'activité. Il s'agit davantage d'une évolution mécanique que d'un véritable choix politique.

L'écologie bénéficierait également d'un milliard d'euros supplémentaire. Les épisodes de canicule, les incendies et la multiplication des catastrophes climatiques rendent difficile toute réduction des investissements destinés à l'adaptation des territoires. Prévention des risques, gestion de la ressource en eau, rénovation énergétique, infrastructures ou protection du littoral constituent désormais des dépenses de long terme dont le report pourrait générer ultérieurement des coûts bien supérieurs.

Les missions relevant de la sécurité intérieure enregistreraient elles aussi une progression d'environ un milliard d'euros, tandis que la Justice disposerait de 400 millions supplémentaires afin de poursuivre la modernisation des juridictions, développer les capacités carcérales et accélérer la numérisation des procédures.

Ces priorités ont cependant une contrepartie. Le ministère du Travail supporterait l'essentiel de l'effort d'économie avec une baisse de près de 2 milliards d'euros de ses crédits, complétée par une réduction des taxes qui lui sont affectées. L'effort global atteindrait près de 2,8 milliards d'euros. Une telle réduction implique nécessairement une révision des dispositifs consacrés à l'emploi, à la formation professionnelle et à l'accompagnement des demandeurs d'emploi. Ce choix intervient alors même que la faiblesse du taux d'emploi

demeure l'une des principales fragilités de l'économie française, notamment chez les jeunes et les seniors.

Les dépenses militaires continueront parallèlement d'augmenter fortement. Elles devraient progresser d'environ 20 milliards d'euros d'ici à 2030 afin de répondre à la dégradation du contexte stratégique international. Dans le même temps, la contribution française au budget de l'Union européenne devrait croître d'une dizaine de milliards d'euros supplémentaires.

La recherche et l'enseignement supérieur bénéficieraient d'une hausse de 500 millions d'euros. Celle-ci compenserait essentiellement l'inflation et laisserait donc les moyens constants en volume. Cette évolution contraste avec les besoins croissants liés au développement de l'intelligence artificielle, des biotechnologies, des nouvelles technologies énergétiques ou encore de la santé.

L'Éducation nationale resterait le premier budget ministériel hors dette, avec près de 65 milliards d'euros. Toutefois, la progression de ses crédits demeurerait inférieure à l'évolution des prix. Le gouvernement entend notamment tirer parti de la baisse des effectifs scolaires pour réorganiser le réseau des établissements. Cette évolution pourrait produire des gains d'efficacité si elle s'accompagne d'une amélioration de la qualité de l'enseignement plutôt que d'une simple logique comptable.

L'effort de redressement ne concernera pas uniquement l'État. Les dépenses des administrations de sécurité sociale

continueraient certes d'augmenter d'environ 17 milliards d'euros en 2027, mais le gouvernement annonce déjà la mise en œuvre de mesures d'économies ciblées. Les dépenses de santé demeurent l'un des principaux facteurs de progression de la dépense publique. Sous l'effet du vieillissement, des affections de longue durée et du coût des innovations médicales, elles augmenteraient spontanément d'une dizaine de milliards d'euros par an. Leur maîtrise suppose de renforcer la prévention, de mieux coordonner les soins entre médecine de ville et hôpital, d'accélérer la numérisation du système de santé et d'évaluer plus systématiquement l'efficacité des traitements.

Les retraites représentent une contrainte encore plus lourde. Les pensions progresseraient d'environ 11 à 12 milliards d'euros par an, soit près de 47 milliards supplémentaires d'ici à 2030. Cette évolution résulte à la fois de l'arrivée de nouvelles générations de retraités, bénéficiant de carrières plus complètes, et du vieillissement démographique. Malgré les réformes successives, cette dépense continue donc de progresser plus rapidement que la richesse nationale.

Les collectivités territoriales seront elles aussi sollicitées. Leurs dépenses seraient stabilisées en valeur au niveau atteint en 2026, ce qui correspondrait à une baisse en termes réels. Cette trajectoire repose sur un ralentissement attendu des investissements après les élections municipales ainsi que sur une progression modérée des dépenses de fonctionnement. Sa réalisation paraît toutefois incertaine, compte tenu de la

hausse des charges sociales, des dépenses départementales et des investissements imposés par la transition écologique. La Cour des comptes estime déjà que les dépenses locales pourraient dépasser les prévisions gouvernementales dès 2026.

La France fait ainsi face à une accumulation de dépenses dont la plupart apparaissent difficilement compressibles : intérêts de la dette, retraites, santé, défense, contribution européenne et adaptation climatique. Leur progression dépasse durablement celle de la croissance économique. À fiscalité inchangée, cette évolution conduit mécaniquement à une aggravation du déficit public.

Le calendrier politique complique encore la situation. L'élection présidentielle de 2027, suivie des élections législatives, rend peu probable l'application intégrale du projet de budget actuellement présenté. Le futur gouvernement devra néanmoins agir rapidement pour éviter une nouvelle dégradation des comptes publics. En l'absence de mesures correctrices, le déficit pourrait se creuser de près d'un point de PIB en une seule année.

L'ampleur de l'ajustement nécessaire exclut les solutions symboliques. La lutte contre la fraude, la suppression de quelques organismes publics ou la taxation d'une catégorie limitée de contribuables ne suffiront pas. Comme le rappellent les quatre économistes chargés d'évaluer la trajectoire budgétaire, il serait illusoire de faire reposer l'ensemble de l'effort sur quelques catégories de la population. Un redressement de 125 milliards

d'euros suppose nécessairement une combinaison de plusieurs instruments.

Les marges offertes par une hausse des prélèvements restent limitées dans un pays où la pression fiscale figure déjà parmi les plus élevées des économies développées. Des recettes supplémentaires pourront provenir d'une réduction des niches fiscales ou sociales les moins efficaces, mais elles ne permettront pas d'éviter une remise à plat des dépenses publiques.

Parmi les mesures envisageables figure une « année blanche », consistant à limiter temporairement l'indexation de certaines prestations, pensions ou barèmes. Une telle décision produirait rapidement plusieurs milliards d'euros d'économies mais réduirait le pouvoir d'achat réel des bénéficiaires. Elle ne pourrait être acceptable qu'en préservant les ménages les plus modestes et ne constituerait, de toute façon, qu'une réponse transitoire.

Le véritable levier demeure la croissance. Une économie plus dynamique facilite naturellement le redressement des comptes publics en augmentant les recettes fiscales et sociales tout en limitant certaines dépenses. Le relèvement du taux d'emploi, l'amélioration des qualifications, les gains de productivité, la simplification de l'action publique et la modernisation de l'économie apparaissent donc comme les conditions indispensables d'un assainissement durable des finances publiques. Sans retour de la croissance, l'ajustement budgétaire risque de devenir économiquement inefficace et politiquement difficilement soutenable.

ENTREPRISES : DES AIDES EN QUESTION

Le montant des aides publiques accordées aux entreprises alimente régulièrement le débat économique et politique. Selon les études, leur évaluation oscille entre 45 et plus de 220 milliards d'euros. De tels écarts ne traduisent pas une divergence sur les dépenses elles-mêmes mais l'absence d'une définition partagée de ce qu'il convient de considérer comme une aide publique. Le rapport publié en juillet 2026 par le Haut-Commissariat à la stratégie et au plan apporte un éclairage bienvenu sur cette question en proposant une méthode commune de recensement.

Chargée par le Premier ministre, une commission présidée par Clément Beaune, réunissant élus, partenaires sociaux, représentants des collectivités et administrations, est partie d'un constat simple : le soutien public aux entreprises dépasse largement le cadre des subventions budgétaires. Il englobe également les dépenses fiscales, les exonérations de cotisations sociales, les prêts bonifiés, les garanties publiques, les participations financières, les aides territoriales ou encore les financements européens. Certaines de ces mesures procurent un avantage direct aux entreprises, d'autres agissent plus indirectement en réduisant leurs coûts de production, en soutenant l'investissement ou en améliorant leur compétitivité.

Ces dispositifs poursuivent des objectifs multiples. Ils visent à corriger certaines défaillances de marché, encourager la recherche, soutenir l'emploi des travailleurs les moins qualifiés, accompagner la transition écologique ou préserver des secteurs jugés stratégiques. Ils peuvent également répondre à des

circonstances exceptionnelles, comme ce fut le cas durant la crise sanitaire ou lors de la flambée des prix de l'énergie. Leur multiplication au fil des années soulève toutefois plusieurs difficultés : leur coût croissant, la coexistence d'objectifs parfois contradictoires et la difficulté à supprimer des mécanismes dont l'efficacité n'est pas toujours démontrée.

À partir des comptes exécutés de 2023, le Haut-Commissariat recense 39,5 milliards d'euros de dépenses budgétaires et 52 milliards de dépenses fiscales destinées aux entreprises, soit un total de 91,5 milliards d'euros. Près d'un tiers de cette enveloppe, soit 27,7 milliards, est consacré à la compétitivité. Les politiques en faveur de l'emploi et des compétences mobilisent 15,2 milliards d'euros, devant l'innovation et la recherche-développement avec 12,5 milliards. Les compensations liées aux missions de service public représentent 12,3 milliards d'euros, tandis que la transition écologique, la cohésion sociale et la cohésion territoriale absorbent respectivement 8,9, 8,1 et 6,8 milliards. Derrière une même appellation se cachent donc des politiques publiques très diverses, allant du crédit d'impôt recherche aux aides à l'apprentissage ou au financement des infrastructures ferroviaires.

Le rapport souligne l'extrême dispersion des dispositifs existants. Plus de deux cents mesures budgétaires bénéficient aujourd'hui aux entreprises, qu'il s'agisse d'aides à l'embauche des apprentis, des programmes de France 2030, des concours à l'innovation ou du soutien au secteur du livre. À ces mécanismes s'ajoutent plus d'une centaine de

dispositions relatives à l'impôt sur les sociétés. Outre le crédit d'impôt recherche, figurent notamment les régimes spécifiques applicables au transport maritime, à la propriété intellectuelle ou aux groupes fiscalement intégrés.

La TVA constitue un autre sujet de controverse. Certains taux réduits sont considérés comme des dépenses fiscales, tandis que d'autres ont été exclus de cette catégorie par l'administration, qui les considère désormais comme relevant de la norme. L'intégration ou non de ces dispositifs modifie fortement l'évaluation globale des aides. Toute la difficulté consiste à déterminer si l'avantage économique bénéficie principalement aux entreprises, par une amélioration de leurs marges, ou aux consommateurs, grâce à une baisse des prix.

Les allègements de cotisations sociales constituent probablement le point le plus sensible. Pour leurs partisans, ils réduisent le coût du travail et soutiennent l'emploi. Leurs détracteurs estiment qu'ils ne font que corriger un niveau de prélèvements exceptionnellement élevé et qu'ils devraient désormais être considérés comme un élément normal du système français. Depuis le 1er janvier 2026, ces dispositifs ont été regroupés au sein d'une réduction générale dégressive unique, maximale au niveau du SMIC avant de diminuer progressivement jusqu'à trois fois ce salaire. À ce mécanisme s'ajoutent plusieurs exonérations ciblées concernant notamment les territoires ultramarins, l'agriculture, certaines zones prioritaires ou les heures supplémentaires.

Ces allègements font l'objet de critiques récurrentes. Ils peuvent créer des effets de seuil, encourager des comportements de rente et limiter les incitations à augmenter les rémunérations ou les qualifications. Leur maintien est néanmoins justifié par la volonté de préserver l'emploi peu qualifié. Cette question illustre les divergences persistantes entre partenaires sociaux : les organisations syndicales privilégient un financement de la protection sociale par les cotisations, tandis que les représentants des entreprises redoutent une dégradation de leur compétitivité en cas de remise en cause des exonérations.

Au-delà des aides elles-mêmes, le débat renvoie au niveau élevé des prélèvements obligatoires en France. Ceux-ci représentaient 45,3 % du PIB en 2024, contre 40,4 % en moyenne dans l'Union européenne. Pour les sociétés non financières, ils atteignaient 25,2 % de leur valeur ajoutée avant prise en compte des soutiens publics, et encore 20,4 % après déduction des principales aides. La spécificité française réside moins dans la fiscalité des bénéfices que dans le poids des cotisations patronales et des impôts de production, eux-mêmes liés à un modèle social particulièrement développé. Les dépenses de protection sociale représentaient ainsi 33,8 % du PIB en 2023, contre 27,8 % dans l'Union européenne.

Pour clarifier les débats, le Haut-Commissariat propose une définition commune des aides publiques aux entreprises. Une aide correspondrait à toute intervention mobilisant des ressources publiques au profit d'un acteur économique et lui procurant un avantage identifiable sans contrepartie équivalente. En revanche, une commande publique

rémunérant un bien ou un service ou une compensation couvrant strictement une mission de service public ne seraient pas considérées comme des aides. Trois critères sont retenus : l'existence d'une dérogation à la norme fiscale ou sociale, le ciblage explicite des entreprises et l'identification de celles-ci comme bénéficiaires effectifs.

Cette méthode conduit à distinguer deux périmètres d'analyse. Le premier, le plus restrictif, correspond aux aides directes et ciblées et représente environ 82 milliards d'euros. Il comprend les dépenses budgétaires, les dépenses fiscales hors TVA, les exonérations ciblées de cotisations sociales, les interventions financières ainsi que les aides directes des collectivités territoriales. Le rapport insiste sur la nécessité de ne pas assimiler prêts, garanties ou prises de participation à des subventions. Seul leur avantage économique réel, mesuré par leur « équivalent-subvention », doit être retenu.

Le second périmètre adopte une approche plus large et atteint 187 milliards d'euros. Il intègre notamment les allègements généraux de cotisations sociales, certains taux réduits de TVA, les interventions indirectes des collectivités ainsi que diverses politiques économiques financées par des taxes affectées. L'essentiel de l'écart entre les deux approches provient des exonérations générales de cotisations sociales.

Les auteurs proposent également deux indicateurs complémentaires. Le premier correspond aux aides d'État au sens du droit européen, évaluées à environ 45 milliards d'euros. Ce périmètre facilite les comparaisons internationales mais reste limité aux mesures susceptibles d'affecter

la concurrence. Le second adopte au contraire une vision très extensive et atteint 259 milliards d'euros. Il additionne des dispositifs de nature très différente : subventions, dépenses fiscales, avantages sociaux, aides européennes et autres interventions économiques. Ce montant ne correspond donc nullement à une enveloppe budgétaire directement mobilisable mais à une estimation globale des mécanismes susceptibles de soutenir les entreprises. Les écarts observés entre les différentes études publiées ces dernières années résultent ainsi davantage des méthodes retenues que d'erreurs de calcul.

Les comparaisons internationales montrent que la France n'est pas un cas isolé. L'Allemagne a fortement accru ses dispositifs de soutien avec la transition énergétique, l'Italie gère plusieurs milliers de mécanismes d'aide dont les évaluations soulignent des effets positifs mais aussi une forte dispersion, tandis que le Royaume-Uni a mobilisé des montants importants à la suite de la crise sanitaire.

Pour améliorer la gouvernance de ces politiques, le Haut-Commissariat formule plusieurs recommandations : établir une fiche normalisée pour chaque dispositif important, créer une base recensant l'ensemble des aides perçues par chaque entreprise, renforcer les capacités publiques d'évaluation, programmer des évaluations pluriannuelles, publier systématiquement leurs résultats, réexaminer régulièrement les dispositifs existants et intégrer ces travaux dans la préparation des lois de finances.

La constitution d'une base individuelle apparaît particulièrement stratégique. Une même entreprise peut aujourd'hui bénéficier simultanément d'un crédit d'impôt, d'une exonération de charges, d'une subvention nationale, d'un soutien régional, d'un prêt garanti et d'un financement européen, sans que l'administration dispose d'une vision consolidée de l'ensemble de ces concours. Plusieurs chantiers ont d'ores et déjà été engagés, tant par la Direction générale des entreprises que par l'Insee, afin d'améliorer cette connaissance.

Le rapport préconise enfin que les deux principaux périmètres d'aides soient publiés chaque année en annexe du projet de loi de finances, accompagnés des

résultats des évaluations réalisées et présentés au Parlement avant les arbitrages budgétaires.

Au-delà des controverses sur les montants, la véritable question demeure celle de l'efficacité économique des aides publiques. L'enjeu n'est pas tant de connaître leur coût exact que de mesurer leur capacité à soutenir durablement l'investissement, l'emploi et la compétitivité. La France sait multiplier les dispositifs ; elle éprouve beaucoup plus de difficultés à supprimer ceux qui ont perdu leur utilité. Comme les dépenses fiscales, les aides temporaires finissent souvent par s'installer durablement dans le paysage budgétaire, sans véritable remise en cause de leur pertinence..

LES PME FRANÇAISES ET L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

L'intelligence artificielle est en train de s'imposer comme une nouvelle étape de la transformation numérique des entreprises françaises. Après l'informatisation, Internet, le commerce en ligne ou encore le cloud, elle connaît une diffusion particulièrement rapide au sein des TPE et des PME. Contrairement à de nombreuses innovations technologiques, son adoption ne suppose pas nécessairement des investissements lourds. Les fonctionnalités d'IA sont progressivement intégrées aux logiciels déjà utilisés par les entreprises ou accessibles via des abonnements à faible coût. Cette facilité d'accès explique la vitesse de son déploiement.

Les chiffres en témoignent. Selon le dernier baromètre du CRÉDOC réalisé pour France Num, 26 % des TPE et PME

françaises utilisent désormais des outils d'intelligence artificielle dans leur activité professionnelle en 2025. Elles n'étaient que 13 % un an auparavant et à peine 5 % en 2023. En seulement deux ans, le taux d'adoption a donc été multiplié par plus de cinq, illustrant l'une des diffusions technologiques les plus rapides observées ces dernières années.

La France se situe désormais au-dessus de la moyenne européenne. Les données publiées par Eurostat indiquent que 19 % des entreprises européennes de 10 à 249 salariés ont recours à des solutions d'intelligence artificielle, contre 26 % pour les TPE et PME françaises.

Comme on pouvait s'y attendre, les entreprises les plus avancées sur le plan numérique sont aussi les premières

utilisatrices de ces technologies. Plus d'une entreprise sur deux dans le secteur des technologies de l'information a déjà intégré l'intelligence artificielle à ses activités. Les services spécialisés affichent également un fort niveau d'adoption, de même que les activités financières. À l'inverse, les secteurs les plus traditionnels restent plus prudents. L'agriculture demeure en retrait avec moins d'une entreprise sur dix équipée, tandis que l'industrie agroalimentaire, le bâtiment et le transport-logistique affichent des taux d'utilisation encore modestes.

La taille de l'entreprise joue également un rôle déterminant. Les structures comptant moins de cinq salariés restent moins nombreuses à utiliser ces outils, alors que leur diffusion s'accélère nettement parmi les entreprises de taille intermédiaire, où plus de quatre sur dix y ont déjà recours.

Pour l'instant, les usages demeurent principalement concentrés sur l'intelligence artificielle générative. La création de textes, d'images ou de contenus audio constitue l'application la plus répandue. Les assistants conversationnels figurent également parmi les outils les plus utilisés. En revanche, les applications plus avancées restent encore limitées : analyse documentaire, automatisation des tâches administratives, prévisions ou contrôle qualité assisté par intelligence artificielle concernent encore une minorité d'entreprises.

Cette répartition des usages montre que l'intelligence artificielle est d'abord perçue comme un levier de productivité individuelle plutôt que comme un outil

de transformation des modèles économiques. Elle facilite la rédaction de documents, la préparation de synthèses, la recherche d'informations réglementaires, la génération de code informatique ou encore l'automatisation de certaines tâches répétitives. Dans la plupart des cas, l'intervention humaine demeure indispensable afin de vérifier les résultats produits, tant pour des raisons de qualité que de responsabilité juridique.

L'essor de l'intelligence artificielle s'inscrit dans un contexte plus large de progression de la maturité numérique des entreprises françaises. Près de huit dirigeants sur dix considèrent désormais que les outils numériques constituent un véritable facteur de développement pour leur activité. Cette perception est stable depuis plusieurs années, signe que la transformation digitale est désormais largement intégrée dans les stratégies des entreprises.

En parallèle, la montée en puissance du numérique renforce les préoccupations liées à la cybersécurité. Plus de la moitié des dirigeants redoutent désormais le vol ou le piratage de leurs données, contre un peu plus d'un tiers il y a cinq ans. Les cyberattaques deviennent également plus fréquentes : plus d'un tiers des entreprises déclarent en avoir déjà été victimes en 2025. Face à cette évolution, les dispositifs de protection progressent rapidement. Antivirus, sauvegardes externalisées, authentification renforcée ou hébergement sécurisé sont désormais largement répandus. La véritable faiblesse demeure toutefois la formation des collaborateurs, souvent

insuffisante face à des menaces en constante évolution.

L'étude met également en évidence le risque d'une nouvelle fracture numérique. Les entreprises déjà les plus avancées dans leur transformation digitale continuent d'accélérer grâce à l'intelligence artificielle, tandis que les plus petites structures peinent davantage à franchir le pas. Les écarts restent particulièrement marqués dans des secteurs tels que l'agriculture, le bâtiment ou l'hôtellerie-restauration, où les contraintes de temps, de compétences ou de moyens freinent encore la diffusion de ces technologies.

Les dirigeants identifient clairement les principaux obstacles à une adoption plus large. Le manque de disponibilité, l'absence de compétences internes, les interrogations sur la fiabilité des réponses générées, les incertitudes juridiques liées aux données personnelles ou aux droits d'auteur figurent parmi les freins les plus souvent

cités. Pour beaucoup d'entreprises, la difficulté ne réside plus dans l'acquisition des outils, mais dans leur appropriation et leur intégration dans les pratiques professionnelles.

Au-delà de ces réserves, le baromètre du CRÉDOC met en lumière la capacité d'adaptation des TPE et PME françaises. Souvent présentées comme moins réactives que les grands groupes face aux innovations, elles démontrent qu'une technologie simple d'accès, peu coûteuse et génératrice de gains de productivité immédiats peut être adoptée très rapidement. Le véritable défi des prochaines années sera moins technologique qu'organisationnel. Il passera par la montée en compétences des dirigeants et des salariés, l'intégration de l'intelligence artificielle dans les processus métiers ainsi que par le développement d'un cadre de confiance garantissant un usage maîtrisé et responsable de ces nouveaux outils.

HORIZON EXTERIEUR

JAPON : LES « SANAENOMICS » A L'EPREUVE DE LA DEMOGRAPHIE

Le principal handicap de l'économie japonaise demeure son recul démographique. Au 1er juillet 2026, l'archipel comptait 122,9 millions d'habitants, soit 440 000 de moins qu'un an auparavant. La baisse est encore plus marquée pour la seule population de nationalité japonaise, qui a diminué de 888 000 personnes, un recul partiellement compensé par la progression du nombre de résidents étrangers. Le vieillissement s'accélère également : en douze mois, la population des moins de 15 ans s'est contractée de 356 000 personnes tandis que celle des 75 ans et plus a progressé de 480 000. Avec un indice de fécondité proche de 1,1 enfant par femme, très loin du seuil de renouvellement des générations fixé à 2,1, le Japon est confronté à une contraction durable de son marché intérieur. Cette évolution freine naturellement la consommation et limite les perspectives de croissance.

Face à cette situation, le gouvernement dirigé par Sanae Takaichi a présenté, le 21 juillet, un vaste programme d'investissements destiné à redonner un élan à l'économie. L'ambition est considérable : mobiliser plus de 370 000 milliards de yens, soit près de 2 000 milliards d'euros, d'investissements publics et privés d'ici à 2040.

Héritière politique assumée de Shinzo Abe, Sanae Takaichi entend prolonger l'esprit des « Abenomics » tout en imprimant sa propre marque. Les « Sanaenomics » poursuivent la même

finalité : sortir le pays d'une croissance atone en restaurant la confiance des entreprises et des ménages. La différence réside dans la méthode. Il ne s'agit plus seulement de soutenir l'activité à court terme, mais d'inscrire l'action publique dans un horizon de long terme. En offrant une visibilité de plusieurs années aux investisseurs, le gouvernement espère encourager les grands projets industriels et rompre avec les limites des politiques budgétaires annuelles.

Cette stratégie repose également sur une affirmation du souverainisme économique, désormais au cœur des politiques industrielles de nombreuses puissances. Depuis plusieurs décennies, les grands groupes japonais ont privilégié leurs implantations en Amérique du Nord ou dans le reste de l'Asie, profitant d'une demande plus dynamique qu'au Japon. Confronté à l'étroitesse croissante de son marché domestique, l'exécutif veut désormais recréer des capacités de production sur le territoire national. Dix-sept secteurs jugés stratégiques bénéficieront pendant quatorze ans d'un soutien durable sous la forme d'aides publiques, de commandes de l'État, d'avantages fiscaux ou d'allègements réglementaires.

Les priorités couvrent les secteurs considérés comme essentiels à la souveraineté économique : défense, construction navale, intelligence artificielle, semi-conducteurs,

informatique, quantique, biotechnologies ou encore énergie. Le programme inclut également des activités plus inattendues mais emblématiques du savoir-faire japonais, telles que les voitures volantes, l'aquaculture terrestre, les jeux vidéo, les mangas ou la production audiovisuelle. À travers ces investissements, l'exécutif espère accroître la productivité, stimuler l'emploi et favoriser une progression durable des rémunérations. La hausse des revenus devrait ensuite soutenir la consommation, améliorer les profits des entreprises et, à terme, renforcer les recettes fiscales. L'objectif affiché est de porter durablement la croissance nominale au-delà de 3 % et la croissance réelle au-dessus de 1 %. Ces ambitions contrastent avec les projections publiées au printemps par le Fonds monétaire international, qui tablait encore sur une progression du PIB limitée à 0,8 % en 2026 puis à seulement 0,6 % par an à partir de 2027, tandis que l'investissement des entreprises ne devait progresser que de 1,1 %. Le gouvernement cherche donc clairement à modifier la trajectoire de long terme de l'économie japonaise.

Le Japon ne manque pourtant pas d'atouts. Son appareil industriel demeure parmi les plus performants au monde, sa main-d'œuvre reste hautement qualifiée et l'effort consacré à la recherche figure parmi les plus importants des économies développées. Le pays conserve des positions de premier plan dans la robotique, les composants électroniques, les machines-outils, les matériaux avancés, la chimie ou encore l'automobile. Le vieillissement de la population pourrait

même produire un effet paradoxal : en raréfiant la main-d'œuvre, il accélère les investissements dans l'automatisation et favorise les gains de productivité. Ce qui apparaît aujourd'hui comme une contrainte pourrait ainsi devenir un puissant moteur d'innovation.

Le véritable point faible du plan réside davantage dans son financement que dans ses objectifs. Le Japon affiche déjà le niveau d'endettement public le plus élevé des grandes économies. Le FMI estime que la dette atteindra environ 203 % du PIB en 2026. Jusqu'à présent, cette situation est restée soutenable grâce à trois facteurs : des taux d'intérêt extrêmement faibles, une épargne nationale abondante et les achats massifs de titres publics réalisés par la Banque du Japon. Or ces trois piliers s'affaiblissent progressivement. Le retour de l'inflation pousse la banque centrale à normaliser sa politique monétaire, tandis que les investisseurs réclament désormais une rémunération plus élevée pour financer les émissions de dette publique.

Cette évolution se reflète dans les marchés obligataires. Le rendement de l'emprunt d'État à dix ans a atteint 2,9 % le 9 juillet, un niveau inédit depuis près de trente ans, avant de revenir autour de 2,73 % le 21 juillet. Les obligations à trente ans offrent désormais des rendements supérieurs à 4 %. Cette remontée traduit les anticipations d'inflation, la hausse persistante des coûts énergétiques mais aussi les interrogations croissantes sur la trajectoire budgétaire du pays.

L'exécutif fait le pari qu'une accélération de la croissance nominale permettra progressivement d'alléger le poids relatif de la dette publique. Cette stratégie suppose toutefois que la croissance demeure durablement supérieure au coût moyen de financement de l'État et que les dépenses publiques déclenchent effectivement un important effet d'entraînement sur l'investissement privé. Si ces conditions ne sont pas réunies, le pays risquerait d'accroître encore son endettement sans améliorer suffisamment son potentiel de croissance. La sélection des projets et l'évaluation de leur efficacité constitueront donc des éléments essentiels de la réussite du programme. L'expérience montre que de nombreux plans d'investissement ont fini par se transformer en dispositifs de soutien à des secteurs davantage influents politiquement qu'économiquement performants.

Les déclarations de Sanae Takaichi et de sa ministre des Finances, Satsuki Katayama, concernant le fonds public de pension GPIF alimentent également le débat. Avec près de 293 600 milliards de yens d'actifs, soit plus de 1 800 milliards de dollars, il s'agit de l'un des

plus importants investisseurs institutionnels de la planète. Le gouvernement souhaiterait qu'il augmente la part de ses placements réalisés au Japon. Aujourd'hui, le portefeuille du GPIF est réparti de manière relativement équilibrée entre actions japonaises, actions étrangères, obligations japonaises et obligations internationales. Une telle réorientation pourrait soutenir les marchés financiers nationaux ainsi que le yen, mais elle ne devrait pas compromettre l'objectif premier du fonds : assurer le meilleur rendement possible au bénéfice des futurs retraités.

Avec ce vaste programme, le Japon tente de sortir du climat de résignation économique qui s'est installé depuis plusieurs décennies. En revanche, même une politique industrielle ambitieuse ne pourra inverser à elle seule la tendance démographique. Sanae Takaichi a sans doute raison de considérer que la seule discipline budgétaire ne constitue pas une stratégie de croissance. Pour autant, les investissements publics, aussi massifs soient-ils, ne suffisent ni à corriger le vieillissement de la population ni à garantir la rentabilité économique des projets qu'ils financent..

ÉTATS-UNIS : UNE CONSOMMATION SOUTENUE PAR LE PATRIMOINE DES MÉNAGES

La consommation des ménages demeure le principal moteur de l'économie américaine. Elle représente près des deux tiers du produit intérieur brut et continue d'augmenter à un rythme voisin de 2 % sur un an. Cette bonne tenue peut pourtant surprendre. Au printemps 2026, le taux d'épargne des ménages est tombé à seulement 2,6 % du revenu disponible, un niveau qui n'avait plus été observé depuis les premiers mois de la crise financière de 2008. Pour de nombreux économistes, un tel recul de l'épargne constitue traditionnellement le prélude à un ralentissement des dépenses de consommation.

L'évolution récente renforce ce constat. Durant les trois décennies qui ont précédé les années 2000, les ménages américains épargnaient en moyenne près de 10 % de leurs revenus. Il y a encore un an, ce taux était près de deux fois supérieur à son niveau actuel. La remontée de l'inflation provoquée par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, combinée aux effets de la politique économique de Donald Trump – relèvement des droits de douane et limitation de l'immigration – a réduit le pouvoir d'achat des ménages. Pour la première fois depuis trois ans, les prix progressent désormais plus vite que les salaires. Les versements exceptionnels liés au « One Big Beautiful Bill Act », qui ont procuré environ 350 dollars supplémentaires par foyer, ont également joué un rôle de soutien temporaire. Une fois cet effet dissipé,

plusieurs observateurs redoutent un essoufflement de la demande intérieure.

Cette analyse apparaît néanmoins incomplète. Elle ne tient pas suffisamment compte des transformations démographiques de l'économie américaine. Le vieillissement de la population modifie profondément les comportements d'épargne. À la fin du siècle dernier, la forte proportion d'actifs préparant leur retraite contribuait naturellement à maintenir un taux d'épargne élevé. Aujourd'hui, les États-Unis comptent plus de 54 millions de retraités bénéficiant des prestations de la Social Security. Or ces ménages ne financent plus principalement leur consommation par leurs revenus d'activité, mais en utilisant progressivement le patrimoine accumulé durant leur vie professionnelle.

Ce phénomène est d'autant plus marqué que le système américain repose largement sur la capitalisation. Les revenus des retraités proviennent en grande partie de leurs fonds de pension et de leurs placements financiers, contrairement à l'Europe où les pensions issues des régimes par répartition demeurent largement prédominantes.

Les travaux de la Réserve fédérale montrent ainsi qu'un retraité américain dépense chaque année entre 15 000 et 22 000 dollars de plus que son revenu courant, un écart encore plus important parmi les ménages les plus aisés. Cette

désépargne contribue à réduire de plus de cinq points le taux d'épargne agrégé de l'ensemble des ménages. Autrement dit, une part significative de la faiblesse actuelle du taux d'épargne résulte simplement du cycle de vie : les retraités utilisent progressivement les actifs qu'ils avaient constitués lorsqu'ils étaient en activité, profitant par ailleurs de la forte valorisation des marchés financiers.

Cette évolution ne traduit pas pour autant un appauvrissement des ménages. Les bilans patrimoniaux demeurent particulièrement solides. Selon les statistiques de la Réserve fédérale, les actifs liquides — dépôts bancaires, placements monétaires et disponibilités — représentent désormais près de 84 % du revenu disponible annuel, contre moins de 70 % avant la pandémie. Cette amélioration ne concerne pas uniquement les ménages les plus fortunés. Les 50 % des Américains disposant des patrimoines les plus modestes détiennent en moyenne près de 12 800 dollars d'actifs liquides. Corrigé de l'inflation, ce montant constitue un record historique.

Les indicateurs conjoncturels confirment cette résistance de la demande intérieure. Les paiements réalisés par carte bancaire, hors achats de carburant, ont progressé d'environ 5 % sur un an au mois de mai, soit l'un des rythmes les plus soutenus observés depuis quatre ans. Les dépenses consacrées aux commerces, aux loisirs, aux voyages ou aux autres services discrétionnaires continuent d'afficher une progression solide, comme le soulignent également les analyses de Bank of America. Walmart, premier distributeur du pays, indique de son

côté avoir enregistré au premier trimestre la plus forte augmentation du nombre de transactions depuis 2024.

Cette vigueur repose sur plusieurs facteurs complémentaires. Les remboursements fiscaux distribués au début de l'année ont apporté un soutien ponctuel au pouvoir d'achat. Les retraités continuent d'alimenter leur consommation grâce à leur patrimoine financier, tandis que les ménages conservent encore une part importante de l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire.

Pour autant, cette situation ne met pas les consommateurs américains à l'abri de tout retournement. Leur comportement dépend fortement de l'évolution des marchés financiers. Une correction importante des cours boursiers réduirait l'effet de richesse dont bénéficient actuellement de nombreux ménages et pourrait rapidement peser sur leurs dépenses. Dans le même temps, les tensions inflationnistes restent susceptibles de perdurer sous l'effet des politiques commerciales de Donald Trump. Les incertitudes entourant l'avenir de l'accord commercial nord-américain (USMCA) avec le Canada et le Mexique entretiennent également des risques sur les prix et sur les chaînes d'approvisionnement.

En 2026, les ménages américains disposent donc encore de solides amortisseurs. Leur patrimoine reste élevé, le marché du travail demeure dynamique et la consommation continue de soutenir l'activité économique. Cette capacité de résistance n'est cependant pas

inépuisable. Si un recul des marchés financiers venait à se conjuguer avec une hausse durable des prix de l'énergie et un renforcement des mesures protectionnistes, la consommation pourrait finir par ralentir à son tour. Or

celle-ci demeure le principal pilier de la croissance américaine ; son affaiblissement modifierait profondément les perspectives économiques des États-Unis.

HORIZON FINANCE

PAIEMENTS : LA NOUVELLE BATAILLE DE LA SOUVERAINETE FINANCIERE

Les infrastructures de paiement sont devenues un nouvel instrument de puissance. Les États-Unis n'hésitent plus à mobiliser leur influence économique pour défendre les intérêts de leurs entreprises, y compris auprès de leurs partenaires. En juin, le représentant américain au Commerce, Jamieson Greer, a ainsi accusé Pix, le système brésilien de paiement instantané, de pénaliser des groupes américains comme Visa et Mastercard. Dans la foulée, Washington a menacé de relever de 25 % les droits de douane appliqués aux importations en provenance du Brésil.

Cette pression n'a guère ébranlé Brasilia. Le président Luiz Inácio Lula da Silva a réaffirmé que Pix constituait une réussite nationale à laquelle son pays ne renoncerait pas. Plus révélateur encore, Flávio Bolsonaro, pourtant proche de Donald Trump, s'est lui aussi opposé à un abandon du système. Il a seulement évoqué la possibilité d'un compromis consistant à ne pas connecter Pix à des réseaux internationaux susceptibles de concurrencer les infrastructures américaines.

Cet épisode illustre une transformation profonde de la mondialisation financière. Les États-Unis considèrent désormais leur puissance monétaire comme un levier stratégique. Scott Bessent, secrétaire au Trésor, résume cette doctrine sous l'expression de « diplomatie économique du XXI^e siècle » : l'accès au dollar et aux infrastructures

financières américaines ne constitue plus un acquis, mais un privilège susceptible d'être remis en cause. Face à cette évolution, de nombreux États cherchent à réduire leur dépendance en développant leurs propres réseaux de paiement. Le mouvement conduit progressivement à une fragmentation du système financier mondial, organisée autour de blocs régionaux ou nationaux. Les paiements figurent au premier rang des secteurs concernés, ce qui représente un défi majeur pour Visa et Mastercard, qui dominent aujourd'hui largement ce marché.

Cette préoccupation gagne désormais les pays occidentaux eux-mêmes. En janvier, Aurore Lalucq, présidente de la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, a mis en garde contre la dépendance européenne aux infrastructures américaines, estimant qu'une dégradation des relations transatlantiques pourrait conduire à une interruption de certains services de paiement. Elle a appelé l'Union européenne à construire ses propres outils. Au Royaume-Uni, plusieurs établissements bancaires auraient engagé des discussions afin d'étudier la création d'un réseau national susceptible de concurrencer Visa et Mastercard. De son côté, Christine Lagarde souligne régulièrement que l'Europe doit conserver la maîtrise de ses paiements numériques.

Jusqu'à récemment, cette volonté d'autonomie concernait principalement les pays en conflit avec les États-Unis. Les sanctions imposées à la Russie après l'invasion de l'Ukraine ont conduit Moscou à accélérer le développement de son système de messagerie financière SPFS ainsi que de son réseau national de cartes bancaires Mir. La Chine poursuit une stratégie comparable en s'appuyant à la fois sur des infrastructures publiques et sur l'expansion internationale de ses grandes plateformes privées, notamment Alipay et WeChat Pay.

Qu'il s'agisse de Pékin, de Moscou ou désormais de Bruxelles, l'objectif est identique : disposer de circuits de paiement moins dépendants des réseaux contrôlés ou influencés par les États-Unis. En mai dernier, Xu Gao, économiste à Bank of China, estimait d'ailleurs que la priorité n'était plus seulement d'accroître l'utilisation internationale du yuan, mais avant tout de sécuriser les canaux de paiement internationaux et d'étendre les infrastructures de règlement en renminbi.

Plusieurs stratégies se dessinent pour atteindre cet objectif. La première consiste à développer des infrastructures nationales ou régionales. L'Europe tente ainsi de combler son retard. L'Espace unique de paiement en euros (SEPA) rassemble désormais quarante et un pays. En parallèle, plusieurs banques et fintech européennes soutiennent Wero, un portefeuille numérique appelé à fédérer les différents systèmes nationaux de paiement instantané, comme iDeal aux Pays-Bas. La Banque centrale

européenne poursuit également son projet d'euro numérique, dont la mise en circulation pourrait intervenir avant la fin de la décennie. Les banques européennes travaillent par ailleurs sur une solution commune qui pourrait s'appuyer sur l'héritage du réseau Carte Bleue.

Une deuxième voie consiste à rejoindre des infrastructures alternatives déjà existantes. La Chine accélère dans cette direction. Bank of China a récemment étendu son système de paiement transfrontalier en yuan numérique à plusieurs dizaines de pays. Le réseau CIPS, concurrent de SWIFT, poursuit également son développement. En mars, il traitait quotidiennement près de 920 milliards de yuans, soit environ 134 milliards de dollars, en progression de 20 % sur un an. En avril, selon FXC Intelligence, les volumes quotidiens ont même atteint un record de 1 200 milliards de yuans.

Une troisième approche privilégie les accords bilatéraux. L'Inde développe ainsi progressivement son système UPI, fondé sur les paiements par QR Code, désormais utilisé dans neuf autres pays, tandis que plusieurs nouveaux partenaires préparent leur adhésion.

À court terme, les infrastructures américaines devraient néanmoins conserver leur rôle central. Les marchés financiers restent largement dominés par le dollar et la liquidité demeure insuffisante sur de nombreuses monnaies alternatives pour assurer des volumes importants de transactions. En revanche, à plus long terme, l'essor des monnaies numériques et des nouveaux

réseaux de paiement pourrait profondément modifier cet équilibre.

Pour Visa et Mastercard, cette évolution constitue un risque stratégique majeur. L'émergence de systèmes nationaux ou régionaux, notamment en Europe où les deux groupes réalisent une part importante de leur activité, pourrait remettre en cause des marges opérationnelles qui dépassent aujourd'hui 50 %. Les deux entreprises reconnaissent désormais dans leurs rapports annuels que le soutien apporté par certains gouvernements à leurs réseaux nationaux représente un facteur de risque susceptible d'affecter leur croissance. Cette nouvelle concurrence alimente les interrogations des investisseurs et explique en partie le recul récent de leurs cours de Bourse.

Conscients de ces enjeux, les deux groupes multiplient les initiatives afin de démontrer qu'ils demeurent des partenaires fiables, indépendamment des tensions géopolitiques. Visa a ainsi annoncé un investissement de 500 millions d'euros dans ses infrastructures européennes, notamment avec l'ouverture prévue d'un centre technologique en Pologne en 2027. L'entreprise développe également sa présence en Asie grâce à un partenariat conclu avec UnionPay afin de proposer des paiements instantanés en Chine.

Mastercard suit une stratégie comparable. Sa présidente pour l'Europe, Kelly Devine, rappelait en 2025 que son entreprise constituait déjà un réseau européen fonctionnant dans

l'intérêt des économies du continent. Pour renforcer cette implantation, le groupe investit 250 millions d'euros dans la création de trois nouveaux centres de données en France, qui viendront compléter les nombreuses installations déjà présentes en Europe.

Cette montée en puissance des solutions nationales n'est toutefois pas sans conséquence. Le Conseil de stabilité financière estime que cette fragmentation compliquera l'atteinte des objectifs fixés par le G20 en matière de paiements transfrontaliers, notamment la réduction des délais et des coûts des transferts internationaux. Le risque est de voir émerger plusieurs réseaux incompatibles les uns avec les autres, favorisant les fraudes, les contournements de sanctions et une moindre efficacité économique.

Les conséquences pourraient dépasser le seul secteur financier. Une étude réalisée par Economist Enterprise pour le compte de SWIFT estime que, si cette fragmentation devait se poursuivre, elle pourrait retrancher jusqu'à 2,6 % du PIB mondial à l'horizon 2030. La recherche d'une plus grande souveraineté financière répond à des préoccupations légitimes de sécurité économique. Elle pourrait néanmoins avoir un coût élevé en réduisant les gains d'efficacité procurés par l'intégration des systèmes de paiement internationaux et, à terme, freiner une croissance mondiale déjà insuffisante pour faire face à l'alourdissement des dépenses publiques.

MARCHES FINANCIERS : QUELLES PERSPECTIVES POUR LES PROCHAINES ANNEES ?

Les marchés financiers abordent une période où plusieurs forces contradictoires devraient coexister. D'un côté, les besoins de financement des États comme des entreprises continuent de croître, ce qui exerce une pression haussière sur les taux d'intérêt à long terme. De l'autre, le ralentissement attendu de l'inflation, favorisé par le recul des prix de l'énergie et par les gains de productivité liés à l'intelligence artificielle, devrait conduire les banques centrales à poursuivre l'assouplissement de leur politique monétaire. À ces facteurs économiques s'ajoute une montée des incertitudes politiques, notamment en France, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Allemagne, qui pourrait accentuer la volatilité des marchés obligataires. Les marchés d'actions devraient, quant à eux, rester soutenus par les valeurs technologiques, principalement aux États-Unis et en Asie, même si les interrogations sur la rentabilité future des investissements dans l'intelligence artificielle devraient maintenir une forte volatilité.

Les besoins de financement connaissent une progression structurelle. Le vieillissement démographique, le renforcement des capacités militaires, la transition énergétique et les politiques de soutien à l'activité conduisent les gouvernements à accroître durablement leurs dépenses. Les États-Unis, l'Allemagne ou encore le Japon ont engagé ou annoncé des programmes budgétaires particulièrement ambitieux.

Cette année, le déficit public américain devrait dépasser 6 % du PIB. Celui de la zone euro avoisinerait 3 %, tandis que le Japon afficherait un déficit proche de 1,5 %.

Dans le même temps, les entreprises investissent davantage. Les dépenses consacrées à l'intelligence artificielle, aux infrastructures numériques et aux capacités industrielles alimentent une progression du taux d'investissement. Hors immobilier résidentiel, celui-ci est passé de 15 % à 19 % du PIB entre 2010 et 2025 au Japon, de 11 % à 14 % aux États-Unis et de 10 % à 11 % dans la zone euro.

Cette hausse simultanée des besoins de financement publics et privés intervient alors que l'épargne disponible ne progresse pas au même rythme. Ce déséquilibre tend naturellement à accroître les taux d'intérêt réels de long terme. Cette évolution est déjà perceptible sur les marchés obligataires américains, européens et japonais.

Les anticipations d'inflation demeurant relativement stables à long horizon, la hausse des taux réels se traduit mécaniquement par une augmentation des rendements nominaux. Les anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans restent proches de 2 % aux États-Unis comme dans la zone euro, tandis qu'elles avoisinent encore seulement 0,5 % au Japon. Depuis 2020, les taux souverains à dix ans sont ainsi passés d'environ 0,5 % à 4 % aux États-Unis, de -0,2 % à près de 3,2 % dans la

zone euro et de 0 % à environ 3 % au Japon.

Paradoxalement, cette remontée des taux longs pourrait intervenir alors même que l'inflation ralentit. Les poussées inflationnistes observées en 2022 puis en 2026 trouvent essentiellement leur origine dans les chocs énergétiques. Ces derniers devraient progressivement s'estomper. L'offre mondiale de pétrole est appelée à augmenter sous l'effet des producteurs extérieurs à l'OPEP et des stratégies de plusieurs pays souhaitant compenser les pertes enregistrées en 2026. Les Émirats arabes unis, désormais sortis de l'OPEP, disposent d'une plus grande liberté pour accroître leur production. Parallèlement, la montée en puissance des énergies renouvelables contribue progressivement à limiter les tensions sur les marchés énergétiques. Après leur flambée liée aux tensions géopolitiques, les prix des principales matières premières industrielles se sont également orientés à la baisse.

À plus long terme, l'intelligence artificielle devrait également exercer un effet désinflationniste. Les gains de productivité attendus permettront de réduire les coûts de production et, progressivement, les prix. Les banques centrales disposeront alors d'une marge de manœuvre accrue pour poursuivre la baisse de leurs taux directeurs. Dans ce scénario, les taux courts reculeraient tandis que les taux longs resteraient sous tension, entraînant une pentification des courbes de taux aux États-Unis comme en Europe.

L'évolution des marchés d'actions dépendra largement des valeurs technologiques. Les grands bénéficiaires de la révolution de l'intelligence artificielle restent concentrés aux États-Unis ainsi qu'en Asie, notamment au Japon et en Corée du Sud. Les entreprises produisant les semi-conducteurs, les mémoires, les équipements informatiques, les infrastructures cloud ou les composants électroniques devraient continuer d'afficher une croissance soutenue de leur activité.

Les résultats attendus illustrent cette dynamique. Nvidia est passé d'un bénéfice par action de 2,99 dollars en 2024 à 4,77 dollars en 2025. Les anticipations atteignent désormais près de 9 dollars en 2026 puis plus de 12 dollars en 2027. Intel devrait également retrouver une trajectoire de croissance de ses bénéfices. En Corée du Sud, Samsung a enregistré une progression spectaculaire de ses profits, en hausse de plus de 750 % entre le premier trimestre 2025 et celui de 2026.

Ces performances expliquent la progression exceptionnelle des grands indices technologiques. Depuis 2010, le Nasdaq a été multiplié par douze, tandis que le Nikkei 225 japonais et le Korea Composite Index ont été multipliés par près de sept. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochaines années. Elle pourrait toutefois être ponctuée de corrections parfois importantes. Les valorisations demeurent élevées : le PER du Nasdaq atteint aujourd'hui près de 32, contre une moyenne historique proche de 29. Les montants considérables investis dans l'intelligence artificielle entretiennent également des

interrogations sur le rythme auquel ces dépenses pourront être rentabilisées.

L'Europe apparaît plus vulnérable. Aux défis économiques s'ajoutent désormais des incertitudes politiques croissantes. En France, les enquêtes d'opinion donnent régulièrement le candidat du Rassemblement national en tête du premier tour de l'élection présidentielle et vainqueur dans plusieurs scénarios de second tour. Au Royaume-Uni, Reform UK poursuit sa progression dans les intentions de vote, tandis qu'en Allemagne l'AfD continue de renforcer son audience.

Ces évolutions nourrissent les inquiétudes des investisseurs. Les perspectives de politiques budgétaires plus expansionnistes, de remises en cause de certaines règles européennes ou d'un durcissement des politiques migratoires contribuent à accroître les primes de risque. Les marchés français en ressentent déjà les effets. Depuis 2022, le CAC 40 affiche une progression inférieure à 20 %, contre environ 45 % pour l'Euro Stoxx 50 et près de 50 % pour le S&P 500 américain.

Cette défiance pourrait également se traduire par une hausse durable des rendements des obligations souveraines françaises et britanniques, renchérissant encore le coût du financement des États et réduisant leurs marges de manœuvre budgétaires.

À moyen terme, les marchés financiers devraient ainsi évoluer dans un environnement contrasté. Le reflux progressif de l'inflation devrait permettre une détente des taux courts grâce à la poursuite de l'assouplissement monétaire. En revanche, les taux longs pourraient demeurer orientés à la hausse sous l'effet de l'accroissement des besoins de financement publics, des investissements liés à l'intelligence artificielle et des incertitudes géopolitiques et politiques.

Dans ce contexte, les marchés d'actions devraient continuer d'être dominés par les entreprises technologiques américaines et asiatiques, tandis que l'Europe risque de souffrir d'une double faiblesse : une exposition limitée aux secteurs les plus porteurs de la révolution numérique et une prime de risque politique susceptible de peser durablement sur ses marchés financiers.

CHINE : LA DIFFICILE FINANCIARISATION D'UN CAPITALISME SOUS CONTRÔLE

La Chine entretient une relation ambivalente avec le capitalisme financier. Si les mécanismes de marché sont désormais largement intégrés à son économie, les autorités continuent de considérer les marchés financiers avec prudence, les jugeant parfois incompatibles avec le contrôle exercé par le Parti communiste. Pourtant, l'ampleur

des investissements nécessaires pour conserver un rôle de premier plan dans les technologies de rupture conduit progressivement Pékin à redonner une place plus importante aux marchés de capitaux.

Cette évolution est illustrée par l'exemple de Unitree. Le Premier ministre Li Qiang a

récemment cité cette entreprise spécialisée dans la robotique comme symbole de la nouvelle stratégie industrielle chinoise. En une décennie, sa valorisation est passée d'une dizaine de millions de yuans à près de 42 milliards. Après avoir obtenu, le 2 juillet, l'autorisation de s'introduire en Bourse, Unitree est devenue l'une des vitrines du programme technologique voulu par Xi Jinping.

Les ambitions de Pékin sont considérables. Intelligence artificielle, robots humanoïdes, fusion nucléaire, interfaces cerveau-machine, semi-conducteurs ou biotechnologies figurent parmi les secteurs prioritaires. Pour rivaliser avec les États-Unis, ces industries devront mobiliser des volumes d'investissements exceptionnels. Les seuls centres de données destinés à l'intelligence artificielle pourraient nécessiter près de 2 000 milliards de yuans au cours des cinq prochaines années. Des montants comparables sont attendus pour la robotique et les industries manufacturières de nouvelle génération.

Face à cette montée en puissance des besoins de financement, les marchés chinois sont appelés à jouer un rôle beaucoup plus important. Alors que Wall Street multiplie les introductions en Bourse d'entreprises liées à l'intelligence artificielle et que le marché obligataire américain finance massivement cette révolution technologique, Pékin cherche à renforcer ses propres circuits de financement afin d'accompagner l'essor de ses champions nationaux.

Les entreprises chinoises continueront naturellement de s'appuyer sur leurs

bénéfices et sur le crédit bancaire, largement contrôlé par l'État. Mais cette source de financement ne suffira pas. Les investisseurs en capital, qu'ils soient publics ou privés, devront contribuer davantage au développement des entreprises innovantes. C'est dans cette perspective que Xi Jinping a progressivement assoupli, depuis deux ans, la politique de surveillance qui pesait sur les grandes entreprises technologiques et leurs dirigeants.

Les premiers effets de cette inflexion sont déjà visibles. Durant les cinq premiers mois de 2026, plus de 9 500 nouveaux fonds d'investissement spécialisés dans les actions ont été créés, soit une progression d'environ 50 % par rapport à la même période de l'année précédente. Cette dynamique est largement portée par les fonds de capital-risque créés aussi bien par les grandes entreprises publiques que par les groupes privés. Les véhicules d'investissement pilotés par l'État ont, à eux seuls, levé près de 230 milliards de yuans pour financer les technologies stratégiques à la fin de 2025, contre seulement 11 milliards un an plus tôt. Le ralentissement du crédit traditionnel a également conduit les banques à orienter davantage de financements vers les investisseurs privés.

Le secteur de l'intelligence artificielle illustre cette nouvelle dynamique. DeepSeek, aujourd'hui considéré comme l'un des principaux acteurs chinois du secteur, préparerait une levée de fonds sur la base d'une valorisation proche de 60 milliards de dollars, avec la participation de groupes tels que Tencent et CATL. Selon Hurun, près de quatre-vingts jeunes entreprises chinoises ont franchi le seuil symbolique du milliard de

dollars de valorisation au cours du premier semestre 2026, contre seulement vingt-deux sur l'ensemble de l'année précédente.

Après plusieurs années de ralentissement, les marchés boursiers chinois retrouvent également une certaine vitalité. Les autorités avaient volontairement freiné les introductions en Bourse afin d'éviter une dispersion des capitaux dans un marché actions déjà fragilisé. Cette stratégie semble aujourd'hui abandonnée. Depuis le début de l'année 2026, les entreprises chinoises ont levé près de 32 milliards de dollars sur les marchés, soit deux fois plus qu'un an auparavant et trois fois davantage qu'en 2024.

Plusieurs opérations majeures sont en préparation. CXMT, spécialiste des mémoires électroniques, envisage une introduction en Bourse d'environ 4,3 milliards de dollars, tandis qu'une dizaine d'autres entreprises technologiques préparent des levées de fonds de plusieurs milliards de yuans. Le marché STAR de Shanghai, dédié aux entreprises innovantes, a lui aussi assoupli ses règles en réautorisant l'introduction de sociétés encore déficitaires, une possibilité qui avait été suspendue en 2024 et 2025. Les délais d'instruction se sont également considérablement réduits : Unitree a obtenu son autorisation en une centaine de jours, contre plus d'un an auparavant.

Malgré cette réouverture, les investisseurs demeurent prudents. Les changements fréquents de doctrine des autorités entretiennent une certaine défiance. Beaucoup gardent en mémoire les années 1990, lorsque les marchés financiers avaient essentiellement pour

mission de refinancer les entreprises publiques plutôt que d'assurer une allocation efficace du capital.

Aujourd'hui encore, les grands groupes contrôlés par l'État occupent une place centrale dans le financement de l'innovation. SMIC, principal fabricant chinois de semi-conducteurs, a constitué un fonds détenant désormais des participations dans plus de quatre cents entreprises du secteur. Les initiatives privées s'inscrivent elles aussi fréquemment dans un cadre partenarial avec les pouvoirs publics. Xiaomi, désormais présent dans l'automobile électrique, a créé un fonds commun avec la province du Hubei, qui a déjà investi dans plus d'une centaine de jeunes entreprises.

Cette organisation révèle les limites du capitalisme financier chinois. Les marchés restent fortement encadrés et les flux de capitaux sont orientés vers les secteurs considérés comme stratégiques par le Parti communiste. Les analyses du cabinet Gavekal montrent ainsi que les sociétés d'investissement liées aux banques privilégient rarement les start-up les plus jeunes. Elles préfèrent financer des entreprises déjà établies ou bénéficiant d'un soutien officiel.

Cette sélection politique réduit l'efficacité économique des marchés. Les performances des investissements restent relativement modestes, ce qui limite l'arrivée de nouveaux investisseurs. Les entreprises ne figurant pas parmi les priorités gouvernementales rencontrent souvent des difficultés pour accéder aux financements publics, participer aux programmes nationaux de recherche ou

obtenir l'autorisation de s'introduire en Bourse.

Dans ce système, la Commission chinoise de régulation des marchés financiers (CSRC) ne joue pas uniquement un rôle de superviseur chargé de garantir le bon fonctionnement des marchés. Elle participe directement à la politique industrielle en orientant les capitaux vers les secteurs définis comme prioritaires par le pouvoir.

Les autorités chinoises sont ainsi confrontées à un dilemme de plus en plus marqué. Le développement des technologies de pointe nécessite des marchés de capitaux profonds, diversifiés et capables de financer des projets risqués. Mais un tel développement implique également de laisser davantage d'autonomie aux investisseurs et aux entreprises, ce qui réduit mécaniquement le contrôle direct exercé par l'État.

Cette ambiguïté explique la prudence des investisseurs institutionnels, qui

disposent pourtant d'importantes capacités financières. En restant en retrait, ils laissent une place prépondérante aux banques publiques, dont les critères d'allocation du capital répondent souvent davantage à des considérations stratégiques qu'à des exigences de rentabilité.

La Chine cherche aujourd'hui à moderniser son système financier afin de soutenir la compétition technologique engagée avec les États-Unis. Pour réussir, elle devra sans doute accepter de donner davantage de liberté aux marchés de capitaux. Or les dirigeants chinois continuent de considérer que les grandes entreprises nationales doivent avant tout servir les objectifs de l'État. Toute la difficulté consiste désormais à concilier cette logique politique avec les exigences d'un financement moderne de l'innovation. C'est probablement là que se jouera une partie de la capacité de la Chine à conserver son rang parmi les grandes puissances technologiques.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

LES MAJORS PETROLIERES : LE NEGOCE, NOUVEL ELDORADO DE LA RENTE ENERGETIQUE

Les majors pétrolières : le négoce, nouvel eldorado de la rente énergétique

Les grandes compagnies pétrolières ne tirent plus uniquement leurs bénéfices de l'extraction, du raffinage ou de la commercialisation de leur propre production. Depuis plusieurs années, une autre activité s'est imposée comme l'un des principaux moteurs de leur rentabilité : le négoce international de pétrole et de gaz. La troisième guerre du Golfe a confirmé l'importance stratégique de cette activité, particulièrement développée chez les groupes européens.

BP, Shell et TotalEnergies échangent désormais chaque jour entre 40 et 50 millions de barils de pétrole, soit un volume représentant cinq à dix fois leur propre production. La majeure partie des cargaisons négociées provient de producteurs tiers. Selon les estimations de **The Economist**, cette activité accroît d'environ un tiers les bénéfices de ces entreprises. Elle explique également pourquoi les compagnies européennes ont récemment mieux résisté en Bourse que leurs concurrentes américaines telles qu'ExxonMobil ou Chevron.

Cette spécialisation trouve son origine dans l'histoire du secteur. Les groupes américains ont longtemps bénéficié de l'abondance des ressources nationales et d'un vaste marché intérieur. À l'inverse, les compagnies européennes ont perdu une grande partie de leurs actifs au

Moyen-Orient lors des nationalisations des années 1970. Privées d'une partie de leur production, elles ont progressivement développé des activités d'achat-revente de pétrole afin de préserver leurs marges.

BP a été l'un des premiers groupes à structurer un véritable département de trading au cours des années 1980, profitant de l'affaiblissement de l'influence de l'OPEP sur les prix. Dans un contexte de surabondance de l'offre, la compagnie achetait des cargaisons pour les revendre ultérieurement lorsque les conditions de marché devenaient plus favorables. Shell, puis TotalEnergies, ont suivi cette stratégie au cours de la décennie suivante, alors que les faibles cours du pétrole réduisaient la rentabilité des activités traditionnelles.

Le négoce présente une caractéristique essentielle : il dépend davantage de la volatilité des prix que de leur niveau absolu. Les écarts entre différentes qualités de brut, les différences de prix selon les régions du monde ou les variations de calendrier créent en permanence des opportunités d'arbitrage.

Les grandes compagnies disposent dans ce domaine d'un avantage concurrentiel difficile à reproduire. Elles bénéficient d'informations extrêmement précises issues de leurs activités industrielles : niveaux de production des gisements, fonctionnement des raffineries,

disponibilités des terminaux, capacités de stockage ou contraintes logistiques. Cette connaissance en temps réel de l'offre et de la demande leur permet d'anticiper les déséquilibres du marché avec davantage de précision que les acteurs purement financiers.

Les perspectives se sont encore améliorées au cours des quinze dernières années. Le durcissement de la réglementation bancaire a conduit de nombreux établissements financiers à réduire fortement leurs activités sur les marchés des matières premières. Dans le même temps, le développement du pétrole de schiste américain, la réorganisation du marché mondial du gaz naturel liquéfié et la disparition progressive des approvisionnements russes ont considérablement accru les opportunités d'arbitrage. Aujourd'hui, près de 90 % des volumes négociés par les majors proviennent de producteurs extérieurs.

L'année 2026 devrait illustrer pleinement cette évolution. Les tensions provoquées par le conflit avec l'Iran ont généré une volatilité exceptionnelle sur les marchés pétroliers et gaziers. Même si les prix du brut sont progressivement revenus à des niveaux plus modérés, les écarts entre les différentes qualités de pétrole et les déséquilibres régionaux ont créé de nombreuses opportunités de trading.

Selon les estimations publiées par *The Economist*, BP, Shell et TotalEnergies pourraient ainsi dégager entre 15 et 20 milliards de dollars de bénéfices avant impôt grâce à leurs seules activités de négoce. Même dans l'hypothèse la plus prudente, cette activité représenterait

près d'un cinquième de leurs profits cumulés.

Cette rentabilité repose sur une organisation très spécifique. Les départements de trading fonctionnent avec une large autonomie et bénéficient d'une forte réactivité. Chez BP, cette activité dépend directement de la direction générale adjointe, ce qui témoigne de son importance stratégique. Les autres majors ont adopté une organisation comparable, généralement rattachée au directeur financier.

Chaque catégorie de produits — pétrole brut, essence, gazole, fioul, gaz naturel ou GNL — dispose de responsables mondiaux entourés d'équipes spécialisées selon les qualités de brut ou les zones géographiques. Les principaux centres de décision sont installés à Londres pour BP et Shell, à Genève pour TotalEnergies, tout en s'appuyant sur des équipes implantées à Singapour, Houston ou dans d'autres grands centres énergétiques afin de maintenir un contact permanent avec les producteurs, les raffineurs, les compagnies maritimes ou les grands consommateurs.

Ces structures restent pourtant relativement modestes. Chaque groupe emploie seulement quelques centaines de traders auxquels s'ajoutent les spécialistes du financement, de la logistique, du transport maritime et de la gestion des risques. Au total, un à deux mille collaborateurs suffisent à gérer une activité représentant plusieurs dizaines de milliards de dollars de bénéfices potentiels, pour des entreprises comptant près de 100 000 salariés.

La rentabilité par employé atteint ainsi des niveaux exceptionnels. Lors des meilleures années, elle peut avoisiner 10 millions de dollars par salarié. Les meilleurs opérateurs sont donc particulièrement recherchés et bénéficient de rémunérations très élevées, parfois supérieures à celles des principaux dirigeants des groupes pétroliers.

La réussite de cette activité repose également sur une capacité financière considérable. Les grandes compagnies mobilisent plusieurs dizaines de milliards de dollars pour financer leurs opérations de marché et saisir rapidement les opportunités créées par les crises géopolitiques, économiques ou sanitaires.

La crise pétrolière de 2020 demeure à cet égard un cas d'école. Anticipant une saturation des capacités mondiales de stockage, plusieurs équipes de trading avaient parié sur un passage temporaire des prix du pétrole en territoire négatif. Les directions financières avaient alors validé la location de dizaines de pétroliers destinés à servir de capacités de stockage flottantes. Lorsque les cours se sont redressés, ces positions ont généré des profits particulièrement élevés.

Les erreurs d'anticipation existent néanmoins. Au début de l'année 2026, une partie importante des opérateurs misait sur une baisse durable des prix du pétrole en raison d'une offre jugée excédentaire. Les frappes américaines et israéliennes contre l'Iran, intervenues le 28 février, ont totalement inversé cette perspective. Les traders ont rapidement soldé leurs positions perdantes avant de

tirer profit de la forte volatilité qui s'est installée sur les différents marchés pétroliers et gaziers. TotalEnergies aurait notamment sécurisé très tôt l'essentiel des cargaisons disponibles en provenance des Émirats arabes unis et d'Oman, opération qui lui aurait rapporté plus d'un milliard de dollars.

Une telle rentabilité attire naturellement de nouveaux concurrents. Les compagnies américaines cherchent désormais à renforcer leurs équipes de trading, tandis que les entreprises nationales des pays du Golfe souhaitent diversifier leurs sources de revenus au-delà de la seule production. ADNOC, ExxonMobil ou Phillips 66 figurent aujourd'hui parmi les recruteurs les plus actifs.

Les majors européennes doivent également faire face à la concurrence croissante des grands négociants indépendants, comme Vitol ou Trafigura, dont le cœur de métier demeure précisément le négoce international de matières premières.

Afin de conserver leur avance, les compagnies pétrolières investissent massivement dans les outils d'analyse prédictive, l'intelligence artificielle et l'exploitation des données issues de leurs infrastructures industrielles. Elles développent également les activités dites d'« origination », consistant à financer directement certains producteurs en échange de contrats d'approvisionnement de longue durée. TotalEnergies a ainsi conclu un partenariat avec Bahreïn afin d'assurer conjointement la commercialisation de la production de la seule raffinerie du pays.

Les tensions géopolitiques, les déséquilibres énergétiques et la multiplication des événements climatiques extrêmes devraient continuer d'alimenter une forte volatilité sur les marchés mondiaux, offrant encore de nombreuses opportunités aux grands acteurs du négoce. À plus long terme, toutefois, l'arrivée de nouveaux

concurrents et la diffusion des technologies d'analyse pourraient progressivement réduire cette rente exceptionnelle. Les activités industrielles traditionnelles retrouveraient alors une place plus importante dans la création de valeur des grandes compagnies pétrolières.

LES CENTRES DE DONNEES AU CŒUR DE LA REVOLUTION DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

L'intelligence artificielle ne se résume plus aux algorithmes ou aux logiciels. Sa progression dépend désormais d'infrastructures industrielles gigantesques, dont la taille et les besoins énergétiques rappellent les grandes réalisations du XX^e siècle. Aux États-Unis, Meta illustre cette nouvelle dimension en construisant, dans l'Ohio, un centre de données baptisé *Prometheus*, dont le coût dépasse 30 milliards de dollars. Alimenté par plusieurs turbines à gaz, ce complexe, d'une superficie comparable à celle d'un terminal aéroportuaire, devrait entrer en service avant la fin de 2026 avec une puissance électrique d'un gigawatt, soit l'équivalent de la consommation d'environ un million de foyers ou de la production d'un réacteur nucléaire.

Ce projet symbolise le changement d'échelle auquel est confrontée l'industrie de l'intelligence artificielle. Les futurs modèles les plus sophistiqués nécessiteront des capacités de calcul sans précédent, imposant la construction de centres de données toujours plus vastes. Les régions historiquement dominantes, comme la Virginie ou la Californie, cèdent progressivement la place à des États offrant des terrains abondants, une énergie moins coûteuse et des procédures administratives plus favorables. L'Ohio, le Michigan, le Wisconsin, le Texas, la Louisiane ou encore le Mississippi rivalisent désormais pour attirer ces investissements.

Les sommes engagées donnent la mesure de cette transformation. Amazon, Google, Meta, Microsoft et Oracle prévoient d'investir à eux seuls près de 750 milliards de dollars dans de nouvelles infrastructures informatiques. En ajoutant les projets des autres opérateurs, les investissements mondiaux consacrés aux centres de données dédiés à l'intelligence artificielle pourraient atteindre près de 3 000 milliards de dollars entre 2026 et 2030. Les États-Unis devraient capter l'essentiel de cet effort. La puissance informatique consacrée à l'IA, mesurée à travers la consommation électrique des centres de données, passerait ainsi de moins de 12 gigawatts aujourd'hui à près de 60 gigawatts d'ici la fin de la décennie.

Cette expansion spectaculaire suscite toutefois une contestation croissante. Les habitants des territoires concernés dénoncent les nuisances provoquées par ces installations : artificialisation des sols, bruit permanent des systèmes de refroidissement et des groupes électrogènes, multiplication des lignes électriques à haute tension ou encore risques pesant sur les ressources en eau. Plusieurs enquêtes révèlent même qu'une partie de la population préférerait vivre à proximité d'une centrale nucléaire plutôt que d'un centre de données.

Ces oppositions ont désormais des conséquences concrètes. Au cours du premier trimestre 2026, une vingtaine de projets représentant 42 milliards de dollars d'investissements et près de 3,5 gigawatts de puissance électrique ont

été abandonnés sous la pression des riverains. Sur trois ans, près de 85 milliards de dollars de projets auraient ainsi été annulés, y compris certains portés par Amazon ou Meta. À Cedar Rapids, dans l'Iowa, le projet de Google fait l'objet d'une forte contestation, tandis que plusieurs collectivités du Michigan ont instauré des moratoires après l'annonce d'un centre de données d'OpenAI à Saline.

Cette mobilisation dépasse largement le simple phénomène de rejet local traditionnellement résumé par l'expression « Not In My Backyard ». Les études du Pew Research Center montrent que les Américains qui connaissent ces infrastructures sans vivre à proximité y sont presque aussi défavorables que les riverains. Les inquiétudes sont alimentées par les débats autour des conséquences de l'intelligence artificielle elle-même. Les mises en garde répétées des dirigeants d'OpenAI ou d'Anthropic sur les risques économiques et sociétaux associés aux modèles les plus avancés nourrissent un climat de méfiance. L'apparition de complexes industriels gigantesques à proximité des zones habitées devient ainsi le symbole tangible d'une technologie dont les effets demeurent largement incertains.

Pour Washington, ces résistances locales ne doivent pas compromettre la compétition stratégique engagée avec la Chine. Le secrétaire américain à l'Énergie, Chris Wright, considère que la conservation du leadership technologique constitue désormais une priorité nationale. Selon lui, les procédures administratives doivent être simplifiées afin d'accélérer la

construction des centres de données ainsi que des infrastructures électriques indispensables à leur fonctionnement.

Cette volonté répond à une contrainte bien réelle : la pénurie de capacités de calcul. Les États-Unis disposent actuellement d'environ 12 gigawatts de puissance dédiée aux centres de données, mais seuls un à deux gigawatts seraient effectivement consacrés à l'entraînement des modèles les plus performants développés par OpenAI, Anthropic, Google, Meta ou xAI. Le reste alimente principalement les usages commerciaux traditionnels. L'explosion de la demande observée depuis le début de l'année 2026 a rapidement saturé ces capacités. Anthropic a dû limiter l'utilisation de certains de ses modèles, OpenAI suspendre plusieurs services particulièrement gourmands en puissance de calcul, tandis que Microsoft relevait sensiblement le prix de son assistant de programmation.

Les projets actuellement en construction devraient apporter près de 30 gigawatts supplémentaires d'ici 2028. Cette capacité pourrait pourtant être rapidement absorbée. Anthropic estime qu'un seul modèle d'intelligence artificielle de nouvelle génération pourrait mobiliser jusqu'à cinq gigawatts lors de son entraînement à partir de 2028. Les projections du cabinet Epoch AI sont encore plus ambitieuses, évoquant un besoin pouvant atteindre seize gigawatts à l'horizon 2030.

Plusieurs évolutions devraient néanmoins limiter cette progression de la consommation électrique. Les nouvelles générations de processeurs gagnent en efficacité énergétique. D'anciennes

fermes de minage de cryptomonnaies sont progressivement converties pour accueillir des activités liées à l'intelligence artificielle. Enfin, les opérations d'inférence — c'est-à-dire l'utilisation quotidienne des modèles déjà entraînés — nécessitent des infrastructures nettement moins puissantes que la phase d'apprentissage. Malgré ces gains d'efficacité, l'extension de l'intelligence artificielle à des secteurs comme la santé, la finance, le droit ou les médias devrait continuer à soutenir une forte croissance des besoins de calcul.

L'approvisionnement en électricité constitue désormais l'une des principales préoccupations. Selon SemiAnalysis, les demandes de raccordement déposées par les futurs centres de données atteignent près de 1 000 gigawatts, soit un niveau proche de la capacité maximale théorique du réseau électrique américain. Si les États-Unis disposent d'environ 1 250 gigawatts de capacités installées, la puissance effectivement mobilisable dépasse rarement 975 gigawatts. La consommation nationale moyenne atteint environ 470 gigawatts et peut culminer autour de 750 gigawatts lors des fortes chaleurs estivales.

Cette situation alimente les craintes d'une hausse durable du prix de l'électricité. Les études disponibles ne mettent cependant pas encore en évidence un tel phénomène. Les compagnies électriques peuvent répartir leurs investissements sur un plus grand nombre d'usagers, tandis que les exploitants de centres de données installent leurs propres équipements de secours et acceptent, dans certains cas, de réduire temporairement leur

consommation afin de soulager le réseau. Microsoft souligne notamment que les systèmes de batteries équipant ses installations permettent d'ajuster la demande en fonction des contraintes du système électrique.

À plus long terme, une augmentation importante des capacités de production sera néanmoins indispensable. Le département américain de l'Énergie estime que près de 50 gigawatts supplémentaires devront être installés d'ici 2030 pour répondre aux seuls besoins des centres de données, auxquels s'ajouteraient environ 50 gigawatts destinés à accompagner la réindustrialisation voulue par l'administration américaine. Chris Wright privilégie pour cela le développement du nucléaire, des centrales à gaz et le maintien de certaines centrales à charbon, tout en se montrant plus réservé vis-à-vis des énergies renouvelables intermittentes.

Plusieurs États cherchent déjà à protéger leurs consommateurs contre les conséquences financières de cette expansion. Depuis juillet 2025, l'Ohio impose ainsi aux exploitants de grands centres de données de payer chaque mois au moins 85 % de la capacité électrique qu'ils réservent, qu'elle soit effectivement utilisée ou non. Ce dispositif garantit que les investissements nécessaires au renforcement du réseau ne soient pas supportés par les autres abonnés. Cette approche a inspiré plusieurs engagements pris par les grandes entreprises technologiques auprès de la Maison-Blanche.

Malgré ces précautions, les résistances locales restent particulièrement fortes. Dans l'Ohio, près des trois quarts des électeurs démocrates et les deux tiers des électeurs républicains demeurent opposés à la multiplication des centres de données, faisant de cette question un thème majeur des élections de mi-mandat. Face à ces blocages, l'administration fédérale privilégie désormais des solutions lui permettant de limiter l'influence des autorités locales. En mars dernier, le département de l'Énergie a ainsi annoncé la création, sur un terrain fédéral à Piketon, dans l'Ohio, d'un complexe informatique de dix gigawatts financé par SoftBank. Alimenté par une centrale à gaz construite spécialement pour ce projet, il

devrait devenir le plus grand centre de données au monde.

Les centres de données s'imposent désormais comme des infrastructures aussi stratégiques que les ports, les réseaux ferroviaires ou les centrales électriques l'étaient au siècle dernier. Indispensables au développement de l'intelligence artificielle, ils se heurtent pourtant à des résistances sociales, environnementales et énergétiques de plus en plus fortes. Leur acceptation par les populations locales constituera l'un des principaux défis industriels et politiques des prochaines années, aux États-Unis comme dans le reste du monde.

POINTS DE REPÈRE

L'IMMOBILIER ET LA CONTRAINTE DES REVENUS

Les terres rares : une dépendance européenne toujours préoccupante

Les importations de terres rares de l'Union européenne ont poursuivi leur progression en 2025, confirmant le besoin croissant de ces métaux indispensables aux industries de pointe. Selon les dernières données disponibles, les achats européens ont atteint 15 100 tonnes, soit une hausse de 17,1 % par rapport à l'année précédente. Les exportations ont elles aussi augmenté, de 21,1 %, pour s'établir à 6 700 tonnes.

Cette progression s'est accompagnée d'une hausse encore plus marquée des montants échangés. La valeur des importations a progressé de 23,2 %, atteignant près de 125 millions d'euros, tandis que celle des exportations a quasiment rejoint ce niveau, à 124,7 millions d'euros, soit une augmentation de 29,9 % sur un an.

Les terres rares regroupent dix-sept métaux aux propriétés particulières, devenus indispensables à de nombreuses filières industrielles. Leur importance économique est considérable, alors même que leur approvisionnement demeure particulièrement vulnérable. Elles entrent dans la fabrication d'une multitude de produits à forte valeur ajoutée, depuis les smartphones et les ordinateurs jusqu'aux équipements médicaux, en passant par les technologies de la transition énergétique, les composants

électroniques ou les applications de défense.

La structure des approvisionnements européens reste fortement concentrée. En 2025, la Chine a conforté sa position de premier fournisseur de l'Union européenne en assurant près de la moitié des importations. Avec 7 100 tonnes livrées, elle représente 46,8 % des volumes achetés par les États membres.

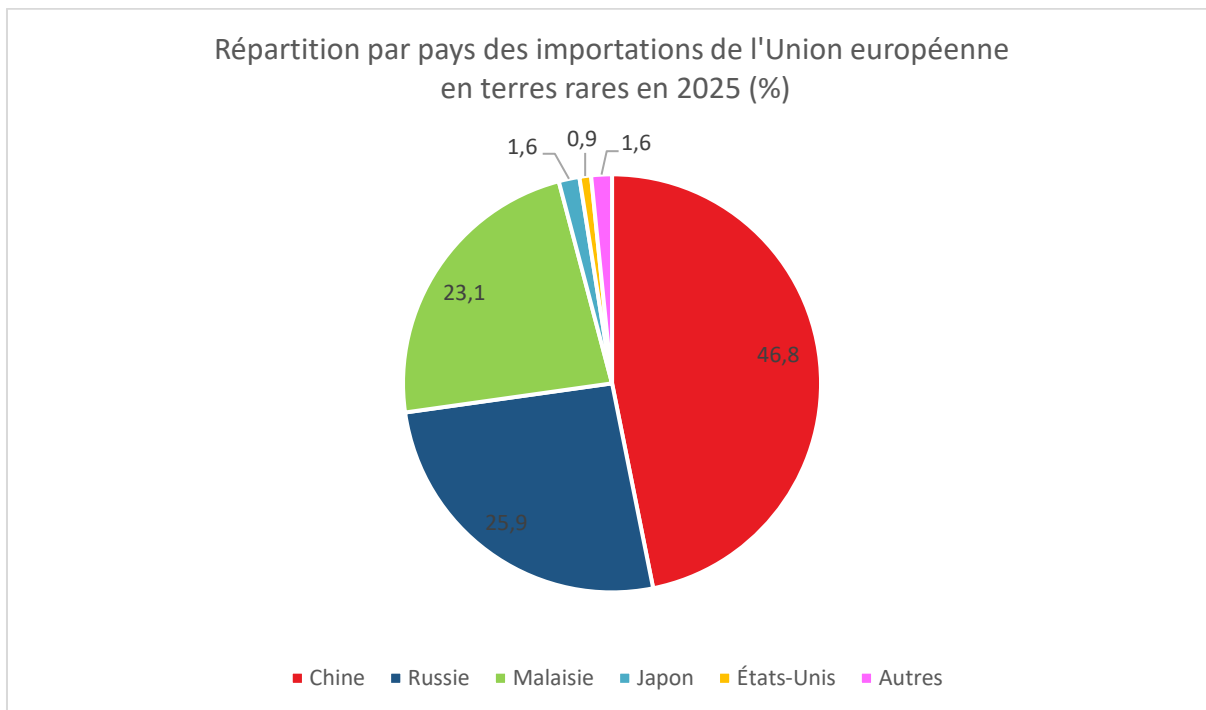
La Russie demeure le deuxième partenaire de l'Union dans ce domaine, avec 3 900 tonnes exportées vers le marché européen, soit 25,9 % des importations totales. La Malaisie occupe la troisième place avec 3 500 tonnes, correspondant à 23,1 % des achats européens.

Les autres fournisseurs restent très minoritaires. Le Japon n'assure que 1,6 % des importations de terres rares de l'Union européenne, tandis que les États-Unis représentent moins de 1 % des volumes importés.

Ces chiffres illustrent la forte dépendance de l'Europe à l'égard d'un nombre très limité de pays producteurs. Cette concentration constitue un enjeu stratégique majeur dans un contexte marqué par les tensions géopolitiques et l'accélération des besoins liés aux technologies numériques, aux véhicules électriques, aux énergies renouvelables et aux industries de défense. La diversification des sources

d'approvisionnement, le développement du recyclage et l'exploitation de nouveaux gisements

figurent désormais parmi les priorités de la politique industrielle européenne afin de réduire cette vulnérabilité.



Données Eurostat

LES JEUNES EUROPEENS ET LES OUTILS NUMERIQUES

Les jeunes générations confirment leur avance en matière de compétences numériques. Selon les dernières données publiées par Eurostat, 74,6 % des Européens âgés de 16 à 24 ans possèdent au moins les compétences numériques de base en 2025. Ce niveau témoigne des progrès réalisés ces dernières années, même si d'importantes disparités demeurent entre les États membres.

Les pays d'Europe du Nord et d'Europe centrale occupent les premières places du classement. Le Danemark arrive en tête avec 92,1 % des jeunes disposant des compétences numériques essentielles, devant la Tchéquie (91,7 %) et Malte (91,5 %). À l'opposé, deux pays restent

nettement en retrait : la Bulgarie, où seuls 52,8 % des jeunes atteignent ce niveau de maîtrise, et la Roumanie, avec 53,3 %. La France se situe, pour sa part, dans le groupe des pays les mieux classés, au-dessus de la moyenne européenne.

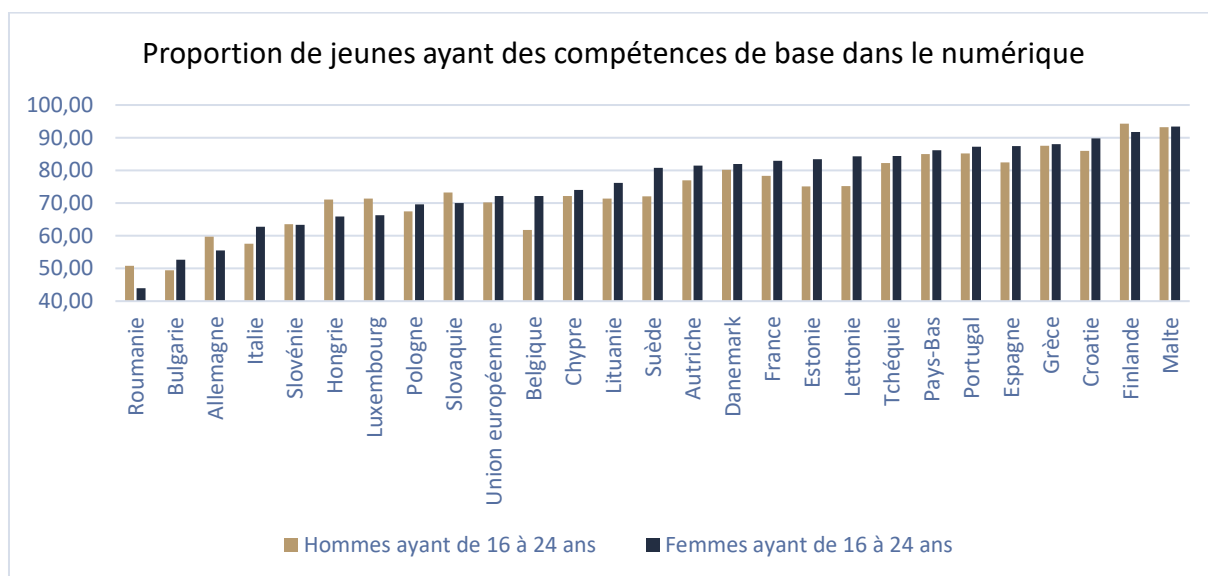
L'étude met également en évidence un léger avantage des jeunes femmes. À l'échelle de l'Union européenne, 75,9 % des femmes âgées de 16 à 24 ans possèdent au moins les compétences numériques de base, contre 73,3 % des hommes de la même tranche d'âge. Cette supériorité féminine est observée dans 22 des 27 États membres.

Les écarts sont parfois particulièrement marqués. À Chypre, les jeunes femmes devancent les jeunes hommes de 18,8 points de pourcentage (73,9 % contre 55,1 %). La Slovénie affiche également une différence importante, de 11,6 points (73,5 % contre 61,9 %). En France, l'écart atteint 9,1 points, avec 82,7 % des jeunes femmes disposant des compétences numériques de base contre 73,6 % des jeunes hommes.

Quelques exceptions subsistent néanmoins. Dans cinq États membres, les jeunes hommes obtiennent de meilleurs résultats que les jeunes femmes. Les écarts les plus significatifs sont relevés à

Malte, où les hommes affichent une avance de 4,6 points (93,6 % contre 89,1 %), ainsi qu'en Roumanie, où l'écart atteint 4 points (55,1 % contre 51,1 %).

Ces résultats montrent que la maîtrise des outils numériques est désormais largement répandue parmi les jeunes Européens, mais qu'elle demeure inégalement répartie selon les pays et, dans une moindre mesure, selon le sexe. À l'heure où les compétences numériques deviennent indispensables dans la quasi-totalité des métiers, la réduction de ces écarts constitue un enjeu majeur pour la compétitivité économique et l'inclusion sociale de l'Union européenne.



Données Eurostat

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	31 juillet 2026	Variation mensuelle juillet 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
CAC40	8 509,64	+2,19	+9,62	8 149,50	7 380,74
DAX	25 630,78	+2,36	+6,50	24 490,41	19 909,14
Footsie 100	10 497,12	+1,80	+20,14	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	6 358,01	+1,16	+19,46	5 791,41	4 895,98
Dow Jones	52 485,03	+0,49	+10,11	48 220,13	42 544,22
Nasdaq Composite	25 373,85	-2,56	+20,13	23 372,75	19 310,79
S&P 500	7 499,36	-1,33	+20,85	6 879,57	5 881,63
Nikkei	64 362,02	-7,85	+56,99	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	3 832,26	-5,93	+6,51	3 968,84	3 351,76
Euro/dollar	1,1518	+0,60	-0,84	1,1735	1,0380
Once d'or (USD)	4 032,27	+0,35	+21,51	4 325,17	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	89,86	+26,48	+24,16	61,23	74,30
Bitcoin (USD)	62 720,9871	+3,14	-46,10	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 %
Deuxième trimestre 2026	+0,2 %	+0,2 %	+0,2 %	+0,7 %	+0,2 %
Inflation En % juillet 2026	2,4	2,8	2,8	3,8	2,9
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 % (3107/2026)	3,999	3,219	4,029	3,664	-

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

Sources : Eurostat -INSEE

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