

LE MENSUEL THOMAS VENDÔME INVESTMENT

LE MENSUEL	1
THOMAS VENDÔME INVESTMENT	1
L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS	2
Miracles tardifs !	2
HORIZON FRANCE	4
ATTRACTIVITE ECONOMIQUE DE LA FRANCE : DES PROGRES A CONFIRMER	4
UNE CROISSANCE VICTIME DU CONFLIT AU MOYEN-ORIENT ET DE LA CANICULE	7
HORIZON EXTERIEUR.....	11
L'ECONOMIE AMERICAINE A LA CROISEE DES CHEMINS	16
HORIZON FINANCE	20
Le temps du non-coté.....	20
Intelligence artificielle à l'heure de la rentabilité ?	27
Marchés prédictifs : un nouveau vecteur de croissance pour les marchés financiers ?	33
AU-DELÀ DE L'HORIZON	38
Le retour de l'esprit entrepreneurial.....	38
Industrie de la défense européenne : entre redéploiement et interrogation.....	43
POINTS DE REPÈRE	47
Faillite d'entreprises en France : un niveau toujours élevé.....	47
L'emploi sous pression en France.....	49
Tableau de bord des marchés financiers	51
Les statistiques économiques	52

L'ÉDITO DE JEAN-PIERRE THOMAS

MIRACLES TARDIFS !



En cette fin d'été marquée par une série de canicules ayant mis à mal nos forêts et pesé sur notre économie, j'ai été surpris par la conversion de certains responsables de gauche aux fonds de pension. Pendant des années, ils ont combattu la retraite par capitalisation, accusée de placer les marchés financiers au cœur de la protection sociale. Pour être juste, les responsables de droite n'étaient guère plus nombreux à soutenir le développement d'un véritable complément d'épargne retraite.

Lorsque j'étais député, entre 1993 et 1997, et que je fus l'auteur de la première grande loi consacrée à la capitalisation, j'ai dû faire face à l'hostilité de nombreux collègues, à droite comme à gauche. Près de trente ans plus tard, les lignes bougent enfin.

L'opposition entre répartition et capitalisation était largement artificielle et idéologique. Les deux systèmes sont avant tout complémentaires. La répartition repose sur une solidarité intergénérationnelle immédiate : les cotisations des actifs financent les pensions des retraités. La capitalisation obéit à une logique différente, plus économique, qui n'interdit nullement la solidarité ou la justice sociale. Les cotisations permettent d'acquérir des actifs financiers ou immobiliers, dans le

respect de règles prudentielles précises, afin de financer ultérieurement des pensions.

Ces compléments peuvent être organisés individuellement ou collectivement, notamment dans le cadre de l'entreprise et sous le contrôle des partenaires sociaux. Les modalités de cotisation comme les règles de calcul des prestations peuvent intégrer, à l'image de la répartition, des mécanismes de solidarité.

La capitalisation offre surtout la possibilité de bénéficier des fruits de la croissance mondiale. Elle permet de diversifier les sources de financement des retraites et de les rendre moins dépendantes de la seule évolution du nombre d'actifs français. À l'heure où la population active pourrait diminuer dans les prochaines années, cette ouverture sur le monde est loin d'être inutile.

Elle présente également un deuxième avantage : elle contribue au financement en fonds propres des entreprises. Or ce financement est indispensable à l'investissement, à l'innovation et à la prise de risque, en particulier dans les secteurs de haute technologie. La question des retraites rejoint ainsi celle, tout aussi stratégique, du financement de l'économie européenne.

Je ne peux que regretter le caractère tardif de cette conversion. Si la loi adoptée en 1997 avait été pleinement

mise en œuvre et prolongée au cours des décennies suivantes, les fonds d'épargne retraite français auraient pu aujourd'hui représenter plusieurs centaines de milliards d'euros, voire approcher 800 milliards. Ils contribueraient au financement de l'économie européenne tout en procurant aux retraités des revenus complémentaires. Les arbitrages auxquels sont confrontés les régimes par répartition en seraient sans doute moins difficiles.

Mais il ne sert à rien de pleurer sur le lait renversé. Il faut désormais s'atteler au développement de véritables fonds de pension accessibles à toutes et à tous. Un accord national interprofessionnel pourrait constituer une première étape, sur le modèle de ce qui a été réalisé pour la complémentaire santé. Il serait également possible d'imaginer que chaque actif dispose automatiquement d'un compte d'épargne retraite, sur le modèle du compte personnel de formation. Ce compte pourrait être alimenté individuellement, par l'entreprise ou dans le cadre d'accords collectifs.

La France peut également regarder ce qui se fait chez plusieurs de ses voisins

européens, notamment en Allemagne, où le renforcement de la capitalisation est désormais envisagé à la fois comme une réponse au vieillissement démographique et comme un moyen de mobiliser davantage de capitaux au service de l'économie.

Il n'est évidemment pas question de déshabiller Jacques pour habiller Paul. La capitalisation n'a pas vocation à remplacer la répartition, pas plus que cette dernière ne peut prétendre répondre seule à tous les défis du vieillissement. Il faut organiser leur complémentarité et garantir à tous les actifs un égal accès à l'épargne retraite.

Après trente années de débats idéologiques, le temps du choix entre répartition et capitalisation devrait donc être révolu. Le véritable choix est désormais entre subir le vieillissement démographique ou se donner les moyens de le financer. Les miracles sont parfois tardifs ; encore faut-il savoir en profiter.

Jean-Pierre Thomas
Président de Thomas Vendôme Investment

HORIZON FRANCE

ATTRACTIVITE ECONOMIQUE DE LA FRANCE : DES PROGRES A CONFIRMER

Le paysage productif européen évolue. Pendant de nombreuses années, la France a souffert de la comparaison avec l'Allemagne, notamment en matière d'industrie, d'exportations et d'investissement productif. Cette hiérarchie apparaît aujourd'hui moins évidente. Sans avoir effacé ses faiblesses structurelles, l'économie française améliore progressivement sa position au moment où le modèle allemand est confronté à une profonde remise en cause. L'attractivité du territoire, la stabilisation de l'industrie, la vigueur des services et la montée en puissance de l'investissement immatériel constituent les principaux signes de cette transformation.

Depuis 2017, avec une accélération après 2020, plusieurs indicateurs témoignent d'un redressement relatif de la France. Cette évolution contraste avec le sentiment souvent pessimiste des ménages et des entreprises. Elle doit également être appréciée au regard des difficultés rencontrées par plusieurs partenaires de la zone euro, au premier rang desquels l'Allemagne.

Les investissements directs internationaux illustrent cette nouvelle configuration. Depuis 2018, les mouvements de capitaux entre la France et le reste du monde sont

relativement équilibrés. Les groupes français continuent d'investir hors des frontières tandis que les entreprises étrangères maintiennent un niveau important d'implantations et d'investissements dans l'Hexagone. La France conserve ainsi une position solide dans les chaînes internationales de production et de valeur.

Plusieurs facteurs expliquent cette attractivité : la dimension du marché intérieur, la qualité des infrastructures, le niveau de qualification de la population active ou encore l'existence de pôles d'excellence mondialement reconnus. L'aéronautique, le luxe, l'énergie, la finance, la recherche, le numérique et désormais l'intelligence artificielle contribuent à maintenir la France parmi les premières destinations européennes pour les projets internationaux.

La situation apparaît différente à l'échelle de la zone euro. Depuis 2020, les investissements directs réalisés à l'étranger par les entreprises de la zone dépassent les capitaux qui y sont investis. Une partie de ce phénomène résulte naturellement de la stratégie d'internationalisation des grands groupes européens, désireux de se rapprocher des marchés les plus dynamiques. Mais cette évolution

reflète également un affaiblissement relatif de l'attractivité du continent et, plus particulièrement, les difficultés de l'Allemagne.

L'économie allemande, qui avait longtemps échappé au mouvement de désindustrialisation observé chez plusieurs de ses voisins, subit depuis 2022 une succession de chocs. La hausse du coût de l'énergie a fragilisé les secteurs les plus énergivores tandis que les constructeurs automobiles doivent faire face à la transition vers l'électrique et à une concurrence chinoise devenue beaucoup plus intense. Le ralentissement de plusieurs débouchés extérieurs traditionnels accentue ces difficultés. Depuis quatre ans, la production industrielle allemande est ainsi engagée dans une phase de repli.

En France, l'industrie connaît une trajectoire différente. Après plusieurs décennies de contraction, son poids au sein de l'économie ne diminue plus. La valeur ajoutée manufacturière représente, en volume, environ 9,5 % du PIB depuis 2020. Cette stabilisation ne suffit évidemment pas à parler d'une réindustrialisation massive, mais elle constitue une rupture par rapport au mouvement antérieur.

Les ouvertures ou les extensions de capacités dans les batteries, l'aéronautique, la pharmacie et la santé, l'électronique, l'agroalimentaire ou encore les technologies liées à la transition environnementale participent

à cette inflexion. La France paraît notamment bien positionnée pour les activités combinant recherche, innovation, services et production industrielle.

L'écart avec la zone euro demeure néanmoins important. En 2025, l'industrie représentait encore 14 % du PIB de la zone, contre 15 % en 2021. La baisse reste limitée mais traduit principalement les difficultés rencontrées par l'industrie allemande. Le renchérissement de l'énergie, la mutation du secteur automobile et l'atonie de certains marchés d'exportation pèsent sur l'ensemble de l'appareil productif européen.

Le commerce extérieur offre également une lecture plus nuancée des performances françaises. Pour les biens manufacturés, la France demeure déficitaire depuis 2003. Cette faiblesse constitue l'un des principaux handicaps de son économie. La stabilisation récente de l'appareil industriel pourrait contribuer à contenir ce déficit, mais ses effets ne pourront être que progressifs.

La situation est beaucoup plus favorable dans les services. Hors voyages, la France enregistre un excédent extérieur substantiel. Les activités financières, l'ingénierie, les transports, les services aux entreprises ainsi que les prestations numériques disposent d'une réelle compétitivité internationale. Malgré un fléchissement temporaire en 2023, leur

contribution positive à la balance extérieure reste importante.

Cette configuration traduit une transformation plus générale de l'économie française. La création de valeur repose davantage qu'auparavant sur les activités intensives en compétences, en connaissances et en technologie. Dans le même temps, l'industrie incorpore elle-même une part croissante de logiciels, de recherche, d'ingénierie, de données et de services. La distinction traditionnelle entre industrie et services devient donc de plus en plus artificielle.

La zone euro continue, de son côté, à dégager un excédent pour les échanges de produits manufacturés. Celui-ci tend néanmoins à diminuer depuis 2024. Le solde des services hors voyages s'est également dégradé. Le ralentissement des échanges mondiaux et la recomposition des chaînes de valeur expliquent en partie ces évolutions. Elles soulignent également l'importance, pour les économies européennes, de renforcer leurs positions dans les technologies avancées et les services à forte croissance.

L'évolution de l'investissement constitue à cet égard un indicateur déterminant. La France souffre toujours d'un retard dans les dépenses consacrées aux machines et équipements. Celles-ci diminuent depuis 2021 et ne représentaient plus que 4,7 % du PIB en 2025, contre 6,3 %

pour l'ensemble de la zone euro. Le moindre poids de l'industrie française explique en partie cet écart.

À l'inverse, la France se distingue par son effort en faveur des actifs immatériels. Les investissements consacrés à la recherche et développement, aux logiciels et aux bases de données progressent rapidement depuis 2016. En 2025, les produits de propriété intellectuelle représentaient 5,5 % du PIB français, contre 4,5 % pour la zone euro.

Cette évolution constitue un élément important pour les perspectives de croissance. Dans les économies avancées, la compétitivité dépend de moins en moins de la seule accumulation de capital physique. La maîtrise des technologies, des logiciels, des brevets, des connaissances et des données devient déterminante. Sur ce terrain, l'économie française dispose d'atouts importants grâce au poids de la recherche, du numérique, de l'ingénierie et des services spécialisés.

La situation de la zone euro est presque symétrique. Elle conserve une forte capacité d'investissement en machines et en équipements, conséquence de son importante base industrielle. En revanche, les dépenses consacrées aux produits de propriété intellectuelle ont peu progressé depuis 2020. Dans un contexte marqué par la révolution de l'intelligence artificielle et par l'accélération de la compétition

technologique mondiale, ce manque de dynamisme constitue un point de vigilance.

La France n'a donc pas retrouvé, du jour au lendemain, une compétitivité sans faille. Son déficit commercial dans les biens demeure élevé et son investissement productif reste inférieur à celui de plusieurs de ses partenaires. Mais sa position relative s'est améliorée. Les capitaux étrangers restent au rendez-vous, l'érosion de l'industrie a été interrompue, les services affichent de bonnes performances internationales et l'investissement dans les actifs immatériels progresse rapidement. Cette combinaison contribue également au redressement de la balance des paiements courants.

Pour la zone euro, l'enjeu est différent. Elle demeure l'un des grands centres

industriels de la planète et conserve une forte capacité d'investissement productif. Mais elle est engagée depuis le début de la décennie dans une phase de transformation de son modèle économique, sous l'effet de la crise énergétique, de la montée de la concurrence chinoise et américaine et de la révolution technologique.

La hiérarchie économique européenne est ainsi devenue moins figée. La France reste moins industrielle que l'Allemagne, mais elle semble mieux armée dans plusieurs secteurs appelés à prendre une place croissante dans la création de valeur. La compétition ne porte désormais plus seulement sur la capacité à produire davantage de biens ; elle concerne de plus en plus la capacité à associer industrie, innovation, logiciels, données et services.

UNE CROISSANCE VICTIME DU CONFLIT AU MOYEN-ORIENT ET DE LA CANICULE

L'économie française a perdu son peu d'élan au deuxième trimestre. L'INSEE a révisé son estimation de croissance, ramenée de +0,2 % à 0 %. Après une contraction de 0,2 % entre janvier et mars, le PIB a donc stagné au printemps. Les épisodes de fortes chaleurs et les tensions persistantes au Moyen-Orient ont pesé sur une activité déjà peu dynamique.

Cette faiblesse de la croissance s'est accompagnée d'une dégradation de la situation financière des ménages. Leur pouvoir d'achat par unité de

consommation a diminué de 0,6 % au deuxième trimestre, après une baisse de 0,2 % au premier. Dans ce contexte, les ménages ont réduit leur effort d'épargne. Le taux d'épargne est ainsi revenu de 17,9 % du revenu disponible brut au premier trimestre à 17,2 % au deuxième.

Une activité sans progression au deuxième trimestre

Après avoir reculé de 0,2 % au premier trimestre, le PIB en volume n'a pas progressé au deuxième. La demande

intérieure a toutefois donné quelques signes d'amélioration. La consommation des ménages a augmenté de 0,3 %, après avoir diminué dans les mêmes proportions au trimestre précédent.

L'investissement demeure, en revanche, orienté à la baisse. La formation brute de capital fixe a reculé de 0,3 %, après une diminution de 0,8 % au premier trimestre. L'investissement en services marchands s'est contracté de 0,6 %, tandis que celui dans la construction a baissé de 0,2 %. La consommation des administrations publiques a, pour sa part, progressé de 0,4 %, après +0,3 %.

Au total, la demande intérieure finale hors stocks a apporté 0,2 point à la croissance, contre une contribution négative de 0,3 point au premier trimestre.

Le commerce extérieur a constitué le principal soutien de l'activité. Les exportations ont rebondi de 2,9 %, après une chute de 3,0 % au début de l'année, grâce notamment aux livraisons aéronautiques. Dans le même temps, les importations ont augmenté de 1,1 %, après -0,6 %. Les échanges extérieurs ont ainsi contribué positivement à l'évolution du PIB, à hauteur de 0,6 point, après une contribution négative de 0,9 point au trimestre précédent.

Cet effet favorable a été neutralisé par les variations de stocks, dont la contribution à la croissance a été négative de 0,7 point, après +0,9 point au premier trimestre.

Les ménages confrontés à une baisse de leur pouvoir d'achat

Le revenu disponible brut des ménages a progressé de 0,5 % en valeur au deuxième trimestre, soit le même rythme qu'au premier. Cette progression nominale n'a cependant pas permis de compenser l'accélération des prix.

Les prestations sociales ont augmenté de 0,4 %, après +0,6 %, tandis que la masse salariale reçue par les ménages a progressé de 0,3 %, contre +0,4 % au trimestre précédent. Dans le même temps, les impôts et cotisations ont accéléré, avec une hausse de 0,9 %, après +0,5 %.

Surtout, les prix de la consommation des ménages ont augmenté de 1,0 % au deuxième trimestre, après +0,6 % au premier. En termes réels, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut s'est ainsi contracté de 0,5 %, après -0,1 %. Rapporté au nombre d'unités de consommation, il a diminué de 0,6 %.

Face à cette érosion du pouvoir d'achat, les ménages ont moins épargné afin de soutenir leur consommation. Leur taux d'épargne est passé de 17,9 % à 17,2 % en un trimestre. Cette diminution marque une rupture après plusieurs années durant lesquelles l'épargne était restée à un niveau particulièrement élevé.

Cette inflexion apparaît également dans les mouvements observés sur les produits d'épargne réglementée. Entre avril et juin, la décollecte sur le Livret A a atteint 2,83 milliards d'euros. Une partie des ménages semble donc avoir

mobilisé son épargne liquide pour préserver son niveau de consommation.

Un marché du travail sans dynamisme

Le volume total d'heures travaillées a légèrement diminué au deuxième trimestre, de 0,1 %, après un recul identique au premier. L'emploi total est resté stable.

La légère diminution de l'emploi salarié a été compensée, comme au trimestre précédent, par une progression de l'emploi non salarié. Ces évolutions témoignent d'un marché du travail qui résiste mais ne constitue plus un véritable moteur de l'activité.

Les marges des entreprises résistent

Le taux de marge des sociétés non financières est resté inchangé à 31,5 % de leur valeur ajoutée.

Les entreprises continuent néanmoins de subir la dégradation des termes de l'échange liée au renchérissement de l'énergie sur les marchés internationaux. Cet effet défavorable est compensé par l'évolution des salaires réels, qui contribue à préserver les marges.

La stabilité du taux de marge ne doit donc pas masquer les tensions qui pèsent sur les entreprises, notamment celles qui sont fortement consommatrices d'énergie ou exposées à la hausse du coût du financement.

Le déficit public demeure élevé

Au deuxième trimestre, le besoin de financement des administrations publiques est resté à 5,1 % du PIB, soit

le même niveau qu'au trimestre précédent.

Les recettes ont progressé de 2,1 milliards d'euros, grâce notamment à l'augmentation des cotisations sociales et des recettes de TVA. Mais les dépenses ont simultanément augmenté de 2,5 milliards d'euros.

La hausse des prestations sociales et, surtout, celle de la charge d'intérêts continuent ainsi à peser sur les comptes publics. Dans un contexte de croissance faible, la réduction du déficit reste particulièrement difficile.

Une seconde partie d'année sous contrainte

Le gouvernement table toujours sur une croissance de 0,7 % en 2026. Après les résultats décevants du premier semestre, cet objectif paraît désormais ambitieux. L'acquis de croissance à mi-année n'est que de 0,3 %.

Les épisodes répétés de fortes chaleurs pourraient continuer à pénaliser certains secteurs au troisième trimestre, en particulier la construction, les transports, l'agriculture ou certaines activités de services.

Les tensions énergétiques demeurent également un facteur de risque. Les espoirs d'un repli rapide des prix du pétrole et du gaz après le protocole de paix conclu entre l'Iran et les États-Unis au mois de juin ne se sont pas concrétisés. Le maintien des tensions régionales et les difficultés de circulation dans le détroit d'Ormuz entretiennent une pression sur les prix de l'énergie.

Le durcissement des conditions financières constitue un autre frein potentiel. La remontée des taux d'intérêt, alimentée par les tensions inflationnistes, les importants besoins de financement publics et l'évolution attendue de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, pourrait freiner davantage l'investissement des entreprises et des ménages.

Dans ces conditions, la croissance pourrait rester très faible aux troisième et quatrième trimestres. La demande

intérieure manque de vigueur, l'investissement demeure en recul et les ménages commencent à mobiliser une partie de leur épargne pour compenser la baisse de leur pouvoir d'achat.

Les exportations pourraient donc continuer à jouer un rôle déterminant dans la croissance française, grâce notamment à l'aéronautique. La France se retrouve ainsi dans une situation paradoxale : son économie évite la récession, mais elle ne dispose, pour le moment, d'aucun véritable moteur intérieur de croissance.

HORIZON EXTERIEUR

CHANGEMENT DE DIMENSION POUR L'INDUSTRIE CHINOISE

Pendant plusieurs décennies, la Chine a concentré l'essentiel de son appareil productif sur son territoire. Ce modèle évolue rapidement. Sous l'effet de la montée des barrières commerciales, de la saturation de certains marchés domestiques et du vieillissement démographique, les entreprises chinoises accélèrent désormais leurs implantations à l'étranger. En trois ans, elles auraient consacré plus de 200 milliards de dollars à la construction de nouvelles capacités de production hors de Chine.

Ce mouvement dépasse largement l'Asie. Des groupes chinois développent désormais des usines au Moyen-Orient, en Afrique, en Europe ou en Amérique latine. Surtout, ils ne s'implantent plus seuls. Leurs sous-traitants et leurs fournisseurs les accompagnent, contribuant à reconstituer, à des milliers de kilomètres de la Chine, les écosystèmes industriels qui ont fait la force du modèle chinois.

Les secteurs concernés sont ceux dans lesquels la Chine a acquis des positions dominantes ou stratégiques : véhicules électriques, batteries, panneaux solaires, éoliennes, électronique, composants numériques ou équipements destinés aux centres de données.

Produire à l'étranger pour contourner les barrières commerciales

Cette internationalisation répond d'abord aux difficultés du marché chinois. La consommation intérieure demeure insuffisamment dynamique au regard des capacités de production disponibles. Dans plusieurs secteurs, la concurrence est devenue extrêmement forte, comprimant les marges et poussant les entreprises à rechercher de nouveaux relais de croissance.

À ces contraintes s'ajoute la progression du protectionnisme. Les États-Unis ont multiplié les droits de douane et les restrictions visant les produits chinois. Produire directement dans un pays tiers peut permettre de se rapprocher des consommateurs et, dans certains cas, de bénéficier de conditions d'accès plus favorables aux grands marchés occidentaux.

De nombreux pays émergents voient dans cette évolution une opportunité. Ils souhaitent attirer des capitaux, créer des emplois et développer leur propre base industrielle. L'Égypte a ainsi accéléré les procédures administratives pour les grands projets industriels. Pour les groupes chinois, le pays présente plusieurs avantages : un marché intérieur proche de 120 millions d'habitants, une main-d'œuvre relativement abondante et une situation géographique permettant de desservir simultanément l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique.

Des chaînes de valeur chinoises reconstituées à l'étranger

La transformation est particulièrement visible dans les technologies liées à la transition énergétique. Les grands fabricants chinois de panneaux solaires tels que JA Solar, JinkoSolar ou TrinaSolar, déjà présents en Asie du Sud-Est, développent leurs capacités au Moyen-Orient et dans les pays du Golfe.

Ces usines ne répondent plus seulement aux besoins des marchés locaux. Elles s'intègrent aux chaînes de valeur mondiales. Certains industriels occidentaux utilisent désormais des composants fabriqués dans des sites chinois implantés dans des pays tiers. Le constructeur allemand d'éoliennes Nordex se fournit ainsi en pales produites au Maroc par l'un de ses partenaires chinois.

L'Europe elle-même attire une part croissante de ces investissements. En 2025, les investissements directs chinois consacrés à de nouvelles capacités industrielles européennes ont atteint 8,9 milliards d'euros, soit un record et près de 50 % de plus qu'un an auparavant.

La Hongrie constitue l'un des principaux pôles d'accueil, mais les Balkans prennent également de l'importance. En Serbie, Linglong Tire exploite à Zrenjanin une usine de pneumatiques fortement automatisée qui fournit notamment Volkswagen et Ford et dont les capacités doivent encore être accrues.

Le phénomène va désormais bien au-delà du simple assemblage. Lorsqu'un grand industriel chinois ouvre une usine, ses fournisseurs sont de plus en plus

nombreux à suivre. Au Maroc, Gotion développe ainsi une importante unité de production de batteries près de Rabat. Autour de ce projet, plusieurs entreprises chinoises investissent également : BTR dans les matériaux destinés aux anodes et aux cathodes, Hailiang Group dans les feuilles de cuivre.

Des logiques comparables apparaissent en Égypte et dans d'autres économies émergentes. Les donneurs d'ordre encouragent leurs sous-traitants à s'implanter à proximité afin de raccourcir les délais, de diminuer les coûts logistiques et de sécuriser leurs approvisionnements.

La Chine exporte ainsi progressivement le modèle industriel qui a assuré son succès depuis les années 1990 : concentration géographique des producteurs et de leurs fournisseurs, circulation rapide des composants et forte capacité d'adaptation de l'appareil de production.

Une internationalisation qui reste dépendante de la Chine

Cette implantation à l'étranger ne signifie toutefois pas que les nouvelles usines deviennent indépendantes de la base industrielle chinoise. Une grande partie des équipements, des machines et des composants continue d'être importée depuis la Chine.

Les machines-outils, les matériels de production et certains produits intermédiaires demeurent souvent fabriqués sur le territoire chinois. Les statistiques commerciales illustrent cette tendance. Au premier semestre

2026, les exportations chinoises de biens d'équipement ont progressé de 14 % sur un an tandis que celles de biens intermédiaires ont augmenté de 27 %.

Les implantations industrielles à l'étranger peuvent donc, dans un premier temps, stimuler les exportations chinoises plutôt que les réduire. Construire une usine de batteries, de panneaux solaires ou de véhicules électriques au Maroc, en Égypte ou en Hongrie entraîne souvent l'importation préalable de lignes de production, de machines et de composants chinois.

Avec le temps, une partie de ces intrants pourrait toutefois être produite localement. Des ensembles industriels de plus en plus autonomes pourraient ainsi apparaître autour des grandes implantations chinoises.

Ports, chemins de fer et logistique au service de l'industrie

Cette stratégie industrielle s'accompagne d'une politique d'investissement dans les infrastructures. Les entreprises chinoises ont pris des participations ou financé des projets dans au moins 132 ports à l'étranger, de la Grèce au Sri Lanka. Elles sont également présentes dans les aéroports, les réseaux ferroviaires et les infrastructures logistiques.

La ligne ferroviaire Budapest-Belgrade, achevée en 2026, illustre cette stratégie. Elle permet de mieux relier les sites industriels d'Europe centrale et des Balkans aux grands axes commerciaux européens.

L'enjeu est majeur. Dans l'industrie contemporaine, la compétitivité ne dépend pas seulement du coût de production. Elle repose également sur la maîtrise de la logistique, sur la rapidité d'acheminement et sur la capacité à sécuriser les approvisionnements.

La transition énergétique comme vecteur d'expansion

Les technologies vertes constituent l'un des principaux moteurs de cette internationalisation. Dans de nombreux pays émergents, la croissance démographique, l'urbanisation et l'industrialisation entraînent une hausse rapide de la demande d'électricité.

Les entreprises chinoises disposent, dans ce domaine, d'un avantage considérable. Elles dominent une large partie des chaînes de valeur du solaire, des batteries et de plusieurs équipements électriques. Les grandes centrales photovoltaïques développées dans le désert égyptien reposent ainsi largement sur des technologies chinoises, dont une part croissante est désormais assemblée ou produite localement.

Le même mouvement gagne l'automobile. Pendant longtemps, les véhicules électriques chinois étaient principalement fabriqués en Chine avant d'être exportés. Ils sont désormais de plus en plus souvent produits ou assemblés dans des usines régionales situées à proximité des consommateurs.

Les infrastructures numériques suivent une trajectoire comparable. La Thaïlande accueille désormais plusieurs fabricants chinois de composants

optiques à très haut débit destinés aux centres de données et aux infrastructures nécessaires au développement de l'intelligence artificielle.

Les entreprises chinoises investissent là où les groupes occidentaux sont moins présents

La géographie mondiale des investissements productifs contribue également à favoriser cette expansion. Une partie des capitaux occidentaux se concentre désormais sur les États-Unis, attirée par les dispositifs de soutien américains et par la profondeur du marché local.

Dans de nombreux pays émergents, cette moindre présence relative laisse davantage de place aux groupes chinois. Ceux-ci disposent en outre d'un avantage souvent décisif : leur capacité à prendre rapidement leurs décisions d'investissement et à construire des capacités industrielles en quelques mois ou quelques années.

Cette rapidité constitue un atout dans des marchés où les besoins en énergie, en mobilité ou en infrastructures numériques progressent fortement.

Une stratégie qui n'est pas exempte de risques

L'expansion internationale des industriels chinois rencontre néanmoins des limites.

Les politiques commerciales américaines sont devenues plus contraignantes et plus imprévisibles. Washington souhaite notamment

empêcher les producteurs chinois de contourner les droits de douane en réalisant les dernières étapes de production dans des pays tiers.

Les gouvernements des pays d'accueil deviennent également plus exigeants. Le Brésil ou la Turquie imposent, par exemple, des niveaux croissants de contenu local afin que les investissements étrangers contribuent davantage au développement de leur propre appareil productif.

Ces obligations favorisent la création de capacités locales, mais augmentent également les coûts supportés par les investisseurs. À cela s'ajoutent les fluctuations monétaires, la fragilité institutionnelle de certains pays et, dans plusieurs économies émergentes, des taux d'intérêt élevés.

Pékin cherche lui-même à mieux encadrer l'expansion internationale de ses entreprises. Les investissements impliquant des technologies sensibles, des données ou certains savoir-faire sont soumis à des contrôles plus stricts. Les autorités entendent éviter qu'une internationalisation trop rapide ne conduise à une perte de technologies considérées comme stratégiques.

De l'usine du monde au réseau industriel mondial

Pour le moment, la multiplication des usines chinoises à l'étranger ne se traduit pas par une diminution sensible du poids de la Chine dans la production manufacturière mondiale. Le phénomène pourrait même, dans un premier temps, renforcer les groupes

chinois en leur donnant accès à de nouveaux marchés.

Ce qui change est moins leur puissance industrielle que son organisation géographique. La Chine n'est plus seulement appelée à demeurer « l'usine du monde » installée sur son propre territoire. Elle cherche à devenir le centre de réseaux industriels organisés à l'échelle de plusieurs continents.

Une usine chinoise située au Maroc, en Hongrie, en Égypte ou en Thaïlande peut employer une main-d'œuvre locale et vendre sur les marchés régionaux tout en utilisant des machines chinoises, des composants chinois, des technologies chinoises et des fournisseurs appartenant au même écosystème.

Le paradoxe est donc important. La multiplication des investissements industriels chinois hors de Chine pourrait donner l'impression d'une diversification des chaînes de valeur mondiales. Elle ne signifie pas nécessairement une réduction de la dépendance à l'égard de l'industrie chinoise.

À l'avenir, une part croissante des biens contrôlés par des groupes chinois ne sera plus nécessairement estampillée « Made in China ». Leur conception, leurs équipements, leurs composants et leurs chaînes d'approvisionnement pourront néanmoins rester largement chinois. L'industrie chinoise ne se replie donc pas sur elle-même : après avoir mondialisé ses exportations, elle mondialise désormais ses capacités de production.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE A LA CROISEE DES CHEMINS

Sur la plateforme américaine de paris Polymarket, un contrat au nom évocateur, « Nothing ever happens: 2026 », propose de miser sur une année durant laquelle, en définitive, rien d'exceptionnel ne se produirait. Pour empocher un rendement voisin de 30 %, le parieur doit espérer qu'aucun des quelque douze événements retenus, certains improbables, d'autres franchement extravagants, ne survienne avant la fin de l'année. Donald Trump et Xi Jinping doivent rester en fonction, le bitcoin évoluer entre 10 000 et un million de dollars et la planète être épargnée par un séisme majeur, une éruption volcanique ou la chute d'une météorite. Un seul événement suffit à faire perdre la mise.

La stratégie actuelle de la Réserve fédérale ressemble, toutes proportions gardées, à ce pari. Kevin Warsh semble considérer que l'économie américaine peut traverser 2026 sans accident suffisamment grave pour justifier une modification immédiate de la politique monétaire. La Fed privilégie donc le statu quo et entretient volontairement une certaine incertitude sur ses intentions.

Cette posture commence néanmoins à déconcerter les investisseurs. Le rendement des bons du Trésor à dix ans a dépassé 4,7 %, se rapprochant de son plus haut niveau depuis trois ans. Les marchés actions sont devenus plus nerveux, notamment pour les valeurs technologiques, particulièrement sensibles à la remontée des taux d'intérêt à long terme, alors même que

la banque centrale n'a pas relevé ses taux directeurs.

Kevin Warsh semble vouloir laisser aux marchés le soin d'établir leur propre diagnostic de l'économie américaine. En évitant de donner trop rapidement des indications sur l'évolution future des taux, il espère peut-être obtenir des informations utiles à partir des réactions des investisseurs.

Cette stratégie n'est pas nécessairement problématique tant que l'économie demeure relativement stable. Quelques mouvements de marché peuvent simplement se traduire par une hausse limitée du coût du crédit, les prêteurs exigeant une prime supplémentaire face à l'incertitude. En revanche, en cas de choc important, l'absence de visibilité sur la réaction de la banque centrale pourrait amplifier les tensions. La Fed ne réduirait alors plus la volatilité : elle risquerait d'en devenir l'une des sources.

Plusieurs foyers de risque simultanés

L'économie américaine demeure solide, mais elle est confrontée à plusieurs menaces susceptibles de modifier rapidement la situation au cours des prochains mois. Chacune, prise séparément, paraît absorbable. Leur éventuelle combinaison serait autrement plus délicate.

Le premier risque concerne les marchés actions et, plus précisément, les entreprises liées à l'intelligence artificielle. Leur valorisation repose sur l'anticipation de profits futurs

considérables et sur la conviction que les investissements massifs actuellement réalisés dans les infrastructures numériques finiront par générer des gains de productivité importants.

Ces anticipations sont désormais davantage discutées. Les investisseurs s'interrogent sur le délai nécessaire pour rentabiliser les centaines de milliards de dollars consacrés aux centres de données, aux semi-conducteurs et aux modèles d'intelligence artificielle. Certains fonds commencent à réduire leur exposition aux entreprises technologiques les plus valorisées.

Pour l'heure, les corrections restent maîtrisées. Mais une succession de résultats inférieurs aux attentes pourrait provoquer des arbitrages beaucoup plus importants. Le précédent de l'éclatement de la bulle Internet en 2000 rappelle qu'une forte correction des entreprises technologiques peut dépasser rapidement le seul cadre boursier et peser sur l'investissement comme sur la consommation.

Le rôle central des capitaux étrangers

Une baisse durable de l'attractivité du marché américain constituerait également un risque pour l'ensemble de l'économie. La force du dollar et le statut particulier des actifs américains reposent en partie sur leur capacité à offrir aux investisseurs internationaux à la fois sécurité, liquidité et rendement.

Les États-Unis bénéficient depuis des décennies de cette situation exceptionnelle. Les capitaux étrangers financent les entreprises américaines

mais aussi, directement ou indirectement, une partie des déficits publics.

Les turbulences qui avaient suivi, en avril, l'annonce par Donald Trump des droits de douane du « Liberation Day » avaient donné un bref aperçu des tensions susceptibles d'apparaître lorsque plusieurs catégories d'actifs américains sont simultanément vendues par les investisseurs internationaux.

Compte tenu de la profondeur des marchés financiers américains, un retrait massif et brutal des capitaux étrangers demeure peu probable. Une érosion progressive serait néanmoins lourde de conséquences. Elle augmenterait le coût du financement de l'économie et celui de la dette fédérale au moment même où les besoins d'emprunt de Washington restent considérables.

Le pétrole, nouveau facteur d'inflation

Le deuxième grand risque vient du Moyen-Orient. Depuis la rupture du fragile cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran, le trafic pétrolier dans le détroit d'Ormuz demeure perturbé. Les cours de l'énergie en subissent directement les conséquences.

Le Brent évolue désormais autour de 80 dollars le baril, contre environ 70 dollars au début du mois de juillet. Pour les consommateurs américains, l'effet est particulièrement visible à la pompe. Le gallon d'essence dépasse nettement quatre dollars dans de nombreuses régions, alors qu'il se situait autour de trois dollars avant le conflit.

Aux États-Unis, peu de prix ont une dimension aussi politique que celui de l'essence. Les automobilistes y sont particulièrement sensibles compte tenu de l'importance de la voiture individuelle et des distances parcourues. Une hausse durable du carburant réduit directement leur revenu disponible et peut peser sur la consommation.

Elle est également susceptible de modifier les anticipations d'inflation. Les producteurs américains de pétrole bénéficient évidemment de la hausse des cours, mais, pour l'immense majorité des ménages, le renchérissement de l'énergie constitue une perte de pouvoir d'achat.

Les droits de douane pourraient à leur tour alimenter les prix

Le troisième facteur d'incertitude concerne la politique commerciale. Les effets des droits de douane mis en place au cours des derniers mois ne se sont pas encore totalement diffusés dans les prix à la consommation.

Après l'invalidation en février de plusieurs dispositifs antérieurs par la Cour suprême, l'administration Trump avait eu recours à des mécanismes provisoires. Ceux-ci ont expiré le 24 juillet. La Maison-Blanche a depuis adopté de nouvelles mesures destinées à maintenir une protection commerciale élevée, tout en annonçant des tarifs supplémentaires à l'encontre de plusieurs partenaires, notamment le Canada et le Brésil.

Jusqu'à présent, les entreprises ont absorbé une partie des surcoûts à travers leurs marges ou leurs stocks.

Elles n'ont pas répercuté intégralement l'augmentation des droits de douane sur les consommateurs.

Cette situation pourrait changer à l'automne. Si les entreprises augmentent leurs prix au moment même où l'énergie se renchérit, le récent ralentissement de l'inflation des biens pourrait rapidement prendre fin.

Le scénario délicat d'un retour de l'inflation

Pris isolément, chacun de ces risques semble gérable. Leur combinaison serait beaucoup plus problématique pour la Réserve fédérale.

Le scénario le plus inconfortable serait celui d'un marché boursier encore relativement solide, mais accompagné d'un nouveau regain d'inflation sous l'effet conjoint du pétrole et des droits de douane. La banque centrale serait alors incitée, dans des circonstances normales, à relever ses taux directeurs.

Plusieurs membres du comité de politique monétaire se sont déjà montrés favorables à un resserrement supplémentaire. Mais un relèvement des taux serait politiquement explosif à quelques semaines des élections de mi-mandat de novembre. Donald Trump y est résolument opposé.

Une telle décision ranimerait immédiatement les tensions autour de l'indépendance de la Réserve fédérale et placerait Kevin Warsh dans une confrontation directe avec la Maison-Blanche.

Le président de la Fed peut dès lors être tenté de laisser les marchés accomplir une partie du travail de resserrement à sa place. En insistant sur la nécessité de ramener durablement l'inflation vers l'objectif de la banque centrale sans annoncer explicitement une hausse des taux, il peut favoriser le maintien de rendements obligataires élevés.

Des taux longs à 4,7 % ou davantage durcissent déjà les conditions financières. Ils augmentent le coût des crédits immobiliers, du financement des entreprises et de la dette publique. En théorie, cette remontée des taux de marché pourrait donc limiter la demande et les pressions inflationnistes sans obliger la Fed à relever ses propres taux directeurs.

Cette stratégie comporte néanmoins une ambiguïté. Une augmentation des rendements obligataires n'est pas nécessairement le signe que les investisseurs croient à la détermination anti-inflationniste de la banque centrale. Elle peut, au contraire, traduire une prime de risque plus importante exigée pour détenir de la dette américaine.

Dans le premier cas, les marchés accompagnent la Fed. Dans le second, ils commencent à douter de la trajectoire économique, budgétaire ou monétaire des États-Unis. La distinction est essentielle.

Jusqu'à présent, les pessimistes ont eu tort

Les annonces d'une crise imminente aux États-Unis se succèdent depuis près d'une décennie. Jusqu'à présent, elles ont régulièrement été démenties par la

capacité de l'économie américaine à absorber les chocs.

La puissance des entreprises technologiques, la profondeur des marchés financiers, la capacité du pays à attirer les capitaux et les talents internationaux ainsi que le dynamisme de l'investissement ont permis au cycle de croissance engagé après la crise des subprimes de se prolonger, avec pour principale interruption la pandémie de Covid-19.

L'économie américaine conserve donc des ressources considérables. Une correction des valeurs technologiques, un pétrole à 80 dollars ou des droits de douane plus élevés ne suffisent pas, pris séparément, à provoquer une récession.

Le problème de 2026 réside davantage dans l'accumulation possible des chocs. Une correction boursière réduirait la richesse financière des ménages ; la hausse du pétrole rognait leur pouvoir d'achat ; les droits de douane alimenteraient l'inflation ; la remontée des rendements obligataires freinerait l'investissement et augmenterait le coût de la dette. Chacun de ces mécanismes renforcerait les autres.

Kevin Warsh fait donc implicitement le pari que ces risques ne se matérialiseront pas simultanément. Si « rien ne se passe », son attentisme pourra apparaître comme une stratégie habile permettant à la Fed d'éviter des interventions inutiles. Mais, comme sur Polymarket, le rendement du pari vient précisément du fait qu'il suffit parfois d'un seul événement inattendu pour changer complètement la donne.

HORIZON FINANCE

LE TEMPS DU NON-COTE

L'Europe veut accélérer sa transformation industrielle, énergétique et technologique. Elle dispose d'une épargne abondante, mais peine encore à la convertir en capitaux de long terme. À l'approche de la rentrée, le non-coté apparaît comme l'un des instruments les mieux adaptés à ce changement d'échelle. Les chiffres récents dessinent un marché actif, diversifié et capable d'accompagner les entreprises bien au-delà de leur financement initial.

Une économie ne se transforme pas à coups de déclarations. Il lui faut des entrepreneurs, des compétences, des débouchés et du capital. Ce dernier n'est pas seulement une somme disponible sur un compte : c'est une capacité à supporter l'incertitude, à financer une période sans bénéfice, à engager des dépenses dont le retour se mesure en années. En ce mois de septembre 2026, cette dimension prend un relief particulier. La compétitivité européenne dépend autant de la qualité de ses innovations que de sa faculté à leur donner une traduction industrielle.

Le non-coté trouve dans cette exigence sa principale justification. Derrière ce terme se côtoient des métiers différents : le capital-risque finance les jeunes entreprises, le capital-développement accompagne leur croissance, le capital-transmission organise des changements d'actionnaires, la dette privée apporte des financements négociés et les fonds d'infrastructure investissent dans des

actifs de longue durée. Leur point commun n'est ni un rendement uniforme ni une absence de risque. Il est de rapprocher la durée du financement de celle du projet. C'est sur cette utilité économique, et non sur la seule promesse d'une prime d'illiquidité, que peut se construire une appréciation favorable du marché.

Un marché qui dispose encore de moyens importants

Les résultats de 2025, publiés au printemps et à l'été 2026, constituent le dernier bilan annuel complet disponible. Selon Invest Europe, les fonds européens de capital-investissement et de capital-risque ont levé 147 milliards d'euros en 2025, soit une progression de 16 %, et investi 135 milliards, en hausse de 3 %. L'année figure au deuxième rang historique pour chacun de ces deux indicateurs. Le marché n'est donc pas entré dans une phase d'assèchement général. Il conserve la capacité de collecter et de déployer des montants significatifs.

Du côté des acteurs français, le périmètre étudié par France Invest, infrastructures comprises, fait apparaître 42,9 milliards d'euros levés, en hausse de 10 %, et 36,4 milliards investis dans 2 904 entreprises et projets d'infrastructure. Ce dernier montant recule de 1 %. Hors infrastructures, l'investissement augmente de 11 %, mais diminue de 1 % lorsqu'on neutralise les fonds de

continuation. La reprise reste donc inégale. Une partie de l'activité correspond à la réorganisation de participations existantes, et non à l'arrivée de capitaux nouveaux dans des entreprises jusque-là non financées.

Cette nuance n'invalide pas le diagnostic d'ensemble : l'Europe possède une base d'investisseurs capable de soutenir des projets de grande ampleur. Fin 2025, Invest Europe recense 459 milliards d'euros d'engagements non encore appelés, souvent désignés par l'expression de dry powder. Il ne s'agit pas d'une trésorerie immédiatement disponible et libre de toute affectation, mais de promesses de souscription mobilisables dans le cadre des mandats des fonds. Additionnées aux participations comptabilisées au coût d'acquisition, elles portent le capital sous gestion, selon cette définition, à 1 367 milliards d'euros.

L'enjeu de la rentrée est dès lors moins l'existence des moyens que leur mise en mouvement. Un fonds ne crée pas de valeur parce qu'il a levé beaucoup d'argent. Il en crée lorsqu'il acquiert une entreprise à un prix compatible avec ses perspectives, finance sa transformation et organise une sortie dans de bonnes conditions. Les réserves de capitaux constituent une force à condition que la discipline d'investissement résiste à la pression de leur déploiement. Elles donnent surtout aux entreprises une possibilité : envisager des projets que leurs seuls flux de trésorerie ne permettraient pas de financer.

Bruxelles replace l'épargne au cœur de la croissance

Le 27 août, devant les entrepreneurs réunis par le MEDEF, Ursula von der Leyen a formulé le problème avec netteté : « L'Europe a de l'épargne. Malheureusement, cette épargne est paresseuse. » La présidente de la Commission européenne a évoqué les quelque 10 000 milliards d'euros de dépôts des ménages et défendu l'Union de l'épargne et des investissements. Selon elle, les mesures proposées pourraient libérer jusqu'à 470 milliards d'euros d'investissements supplémentaires. Elle souhaite un accord avant la fin de l'année, de préférence à vingt-sept, à défaut avec les États prêts à avancer.

Il convient de ne pas prendre cette formule au pied de la lettre. Les dépôts participent déjà au financement bancaire et répondent à des besoins légitimes de sécurité et de liquidité. Il ne s'agit pas de déplacer indistinctement l'épargne de précaution vers des fonds immobilisés pendant plusieurs années. Les 470 milliards annoncés représentent, par ailleurs, un potentiel lié à un ensemble de réformes : ce n'est ni une collecte réalisée ni une enveloppe réservée au non-coté. Le signal politique est néanmoins important. La transformation de l'épargne en investissement productif devient un sujet central de compétitivité.

Le capital-investissement peut occuper une place privilégiée dans cette évolution. Une entreprise qui prépare une nouvelle usine, développe une technologie ou souhaite se déployer à l'étranger ne recherche pas toujours un

crédit supplémentaire. Elle peut avoir besoin d'un actionnaire acceptant de différer sa rémunération, de partager les pertes éventuelles et de participer aux décisions stratégiques. Le crédit et les fonds propres ne sont pas interchangeables. Le premier finance une capacité de remboursement ; les seconds permettent aussi de construire celle qui n'existe pas encore.

L'ambition européenne ne doit pas conduire à opposer les capitaux européens aux investisseurs internationaux. Ces derniers apportent des ressources, des réseaux et des débouchés. Le véritable enjeu est de disposer, en Europe, d'une profondeur de financement suffisante pour que les entrepreneurs conservent plusieurs options à chaque étape. Une souveraineté économique crédible repose moins sur la fermeture que sur la capacité de choisir ses partenaires.

De l'innovation au changement d'échelle

L'un des points faibles européens demeure le passage de la jeune entreprise prometteuse à l'entreprise de taille mondiale. Une analyse publiée par la Banque centrale européenne dans son Bulletin économique d'août 2026 souligne l'écart de taille entre les fonds de capital-risque établis dans l'Union européenne et leurs homologues américains : environ 150 milliards d'euros contre 930 milliards. Le déficit est particulièrement marqué dans les financements des phases avancées de croissance. L'Europe sait faire émerger des projets ; elle dispose de moins de moyens pour accompagner leurs

besoins lorsqu'ils changent de dimension.

Les données du premier semestre 2026 montrent néanmoins une réelle mobilisation. KPMG recense 25,6 milliards de dollars d'investissements de capital-risque en Europe au deuxième trimestre, après 26 milliards au premier. Le nombre d'opérations passe, dans le même temps, de 2 433 à 1 636. Les montants restent élevés, mais se concentrent davantage. L'intelligence artificielle et les technologies de défense occupent une place importante dans cette dynamique. Ces données portent sur les opérations financées, selon le périmètre géographique de KPMG ; elles ne s'additionnent pas aux statistiques en euros des fonds européens.

Pour les investisseurs, cette concentration invite à regarder au-delà des seuls noms les plus visibles. Une technologie générale, telle que l'intelligence artificielle, peut créer des opportunités chez ses concepteurs, mais aussi chez les entreprises qui l'intègrent à leurs métiers. Maintenance industrielle, détection des fraudes, optimisation énergétique, logiciels de santé ou gestion des chaînes d'approvisionnement : la création de valeur peut provenir d'un usage rentable autant que d'une rupture scientifique. Une PME dotée de clients récurrents et d'une expertise métier peut être bien placée pour transformer une innovation en gains de productivité.

La sécurité et la résilience offrent un autre exemple de cet élargissement. Selon Dealroom et le NATO Innovation Fund, les investissements de capital-

risque dans les jeunes entreprises européennes de technologies avancées liées à la défense, à la sécurité et à la résilience ont atteint 8,7 milliards de dollars en 2025, en hausse de 55 %. Ce périmètre dépasse la seule production d'armements. Il recouvre des enjeux dont les applications peuvent être civiles et militaires : protection des réseaux, communications, composants, robotique ou observation. La qualité des équipes, les délais de qualification et la réalité des commandes doivent cependant primer sur l'effet de mode.

La perspective favorable tient à la durée de ces besoins. Industrialiser un procédé, obtenir une certification ou structurer une force commerciale internationale demande du temps. Les fonds de croissance peuvent accompagner cette séquence, à condition que leurs ressources et leur horizon soient adaptés. Pour l'Europe, financer le deuxième ou le troisième acte de l'innovation est aussi important que financer le premier.

Les PME et les ETI, le cœur discret du non-coté

Les grandes levées technologiques ne doivent pas masquer une autre fonction du capital-investissement : faire grandir des entreprises déjà rentables. Une société industrielle régionale, un prestataire de services spécialisé ou un éditeur de logiciels professionnel peut disposer d'un marché solide sans avoir les moyens de franchir seul une nouvelle étape. Recruter une équipe de direction, ouvrir une filiale, acquérir un concurrent ou moderniser un outil de production mobilise simultanément du capital et des compétences.

Le capital-développement peut répondre à cette combinaison. Il ne se limite pas à combler un besoin de trésorerie. Il peut contribuer à formaliser une stratégie, améliorer l'information financière, préparer une acquisition ou renforcer la gouvernance. L'intérêt de l'investisseur et celui de l'entreprise se rejoignent lorsque la création de valeur repose sur l'augmentation de la capacité productive, la fidélisation des clients et l'amélioration de la rentabilité économique. Dans une croissance européenne modérée, ces gains propres à chaque entreprise prennent une importance accrue.

La transmission constitue un second champ d'action. Le départ d'un dirigeant n'implique pas nécessairement la disparition de l'indépendance opérationnelle d'une entreprise. L'arrivée d'un fonds, associé à une équipe de reprise, peut organiser le renouvellement de l'actionnariat et soutenir un projet de développement. Il faut toutefois distinguer l'achat des titres existants de l'apport de capitaux à la société : le premier rémunère le vendeur et ne finance pas directement un investissement nouveau. L'utilité économique de l'opération se juge donc aussi à ce qui se passe après la transaction.

Cette distinction est essentielle pour défendre sérieusement le non-coté. Une transmission réussie ne se mesure pas seulement à la hausse du prix de revente. Elle se reconnaît à une entreprise mieux équipée, mieux organisée, capable de conserver ses savoir-faire et de conquérir de

nouveaux marchés. Le recours à l'endettement peut faciliter une opération ; il ne doit pas absorber les ressources nécessaires à sa réussite. Le capital patient garde tout son intérêt lorsque la structure financière laisse à l'entreprise le droit d'investir.

Les infrastructures donnent une réalité physique aux transitions

La transition énergétique et la transformation numérique ont une caractéristique commune : elles nécessitent des actifs physiques. L'électricité doit être produite, transportée, stockée et distribuée. Les données ont besoin de centres d'hébergement, de réseaux et de connexions. L'adaptation climatique implique des investissements dans l'eau, les équipements et la résilience des territoires. Ces besoins peuvent soutenir une demande de capitaux de long terme, indépendamment des fluctuations de l'actualité boursière.

Les levées de fonds illustrent cette profondeur. Sur les 42,9 milliards d'euros collectés par les acteurs français en 2025, 14 milliards concernent les infrastructures.^[2] À l'échelle internationale, KKR a annoncé le 3 août 2026 la clôture de son cinquième fonds mondial d'infrastructure à 19,2 milliards de dollars, principalement destiné à l'Amérique du Nord et à l'Europe occidentale. Il s'agit du plus important fonds d'infrastructure levé par ce gestionnaire à ce jour.

L'intérêt de ces actifs tient notamment à la possibilité d'associer des besoins durables à des revenus contractualisés ou régulés. Cette visibilité peut convenir

à des investisseurs dont les engagements s'étendent sur plusieurs décennies. Elle n'est cependant pas identique d'un projet à l'autre. Un réseau en exploitation, un chantier de production énergétique et un centre de données à commercialiser n'ont ni les mêmes risques ni les mêmes flux de trésorerie. Les coûts de construction, l'accès à l'énergie, les autorisations et les conditions tarifaires restent déterminants.

Pour la rentrée, l'enjeu est d'identifier les infrastructures réellement utiles plutôt que de suivre des étiquettes. L'essor de l'intelligence artificielle peut soutenir la demande de puissance informatique, mais un projet mal raccordé ou dépourvu de clients solides ne devient pas rentable par la seule invocation de cette technologie. De même, la transition énergétique ouvre des perspectives sans dispenser d'étudier les contrats et la réglementation. Le non-coté est ici à son avantage lorsqu'il combine expertise technique, financement et suivi de l'exploitation.

L'immobilier non coté relève d'une logique voisine de transformation d'actifs, mais ne doit pas être confondu avec les infrastructures. La rénovation énergétique, la reconversion d'immeubles et l'adaptation aux usages peuvent créer de la valeur. Elles exigent une lecture locale de la demande et un chiffrage rigoureux des travaux. Une opportunité de restructuration ne vaut pas diagnostic de reprise générale de tous les marchés immobiliers.

La dette privée, un financement complémentaire

La dette privée élargit les solutions disponibles pour les entreprises. D'après France Invest et Deloitte, 15,9 milliards d'euros ont été investis en France en 2025 dans 379 opérations par les fonds de dette privée étudiés, français et étrangers. Les montants progressent de 25 % et le nombre d'opérations de 20 %. Le refinancement a contribué à cette activité. Il convient donc de ne pas assimiler la totalité de ces financements à des dépenses d'investissement nouvelles, ni de les additionner sans précaution aux montants du capital-investissement.

Son intérêt réside dans la possibilité de négocier un financement adapté à une situation particulière : acquisition, croissance, réorganisation du passif ou transmission. L'entreprise peut bénéficier d'un interlocuteur capable d'examiner un dossier complexe et de fixer des conditions sur plusieurs années. Certaines structures, telles que l'unitranche, réunissent en une seule dette des composantes de financement qui auraient autrement été séparées. Cette simplification peut faciliter une opération, même si elle n'en réduit pas nécessairement le coût.

La dette privée ne remplace ni les fonds propres ni les banques. Elle complète l'offre de financement. Son développement peut donner davantage de choix aux entreprises et permettre aux établissements bancaires d'intervenir sur d'autres segments ou en partenariat. Pour l'investisseur, les intérêts versés peuvent procurer des revenus réguliers, mais leur perception

dépend de la capacité de paiement des emprunteurs. Une priorité de remboursement ou des garanties ne suppriment pas le risque de perte.

À la rentrée, l'analyse devra porter sur la solidité des flux de trésorerie, la protection contractuelle et les marges de sécurité. Une dette à taux variable protège en partie le prêteur contre une hausse des taux, tout en alourdissant la charge de l'entreprise ; une baisse des taux produit l'effet inverse. La qualité du crédit reste donc plus importante que le seul niveau du coupon. Le développement durable de cette classe d'actifs passe par des entreprises suffisamment solides pour rembourser sans renoncer à leur avenir.

L'épargne longue peut y trouver sa place

L'argument économique serait incomplet si les investisseurs n'y trouvaient pas une perspective de rémunération. L'étude France Invest-EY publiée en juin 2026 fait apparaître, à fin 2025, un taux de rendement interne net de 10,7 % sur dix ans pour le capital-investissement français étudié. Cette mesure historique agrégée ne correspond ni au résultat de chaque fonds ni à un rendement annuel garanti. Elle intègre également la valorisation des participations non encore cédées. Elle témoigne néanmoins de la capacité du secteur à produire, sur longue période, une performance significative.

L'ouverture du non-coté aux épargnants peut ainsi avoir un sens lorsqu'elle concerne une partie de leur patrimoine réellement disponible à long terme. Les contrats d'assurance vie et les

dispositifs d'épargne retraite peuvent contribuer à rapprocher cet horizon de celui des entreprises financées. Le véhicule de distribution ne change toutefois pas la nature économique de l'actif. Les frais du fonds, ceux de l'enveloppe éventuelle, la fiscalité et les modalités de sortie doivent être compris avant la souscription.

Les fonds à durée indéterminée, dits evergreen, rendent l'accès plus souple, mais ne rendent pas liquides par nature des actifs qui ne le sont pas. Les rachats dépendent des règles du fonds, de ses liquidités et, le cas échéant, de mécanismes de plafonnement ou de suspension. Le marché secondaire peut offrir des possibilités de cession ; il ne garantit ni un délai ni un prix. La diversification entre stratégies, millésimes et gérants réduit certains risques de concentration sans éliminer le risque de perte en capital.

Cette exigence de clarté sert le développement du non-coté. La confiance se construit davantage sur une promesse tenue que sur un objectif de rendement trop généreusement présenté. Les investisseurs doivent pouvoir distinguer les plus-values constatées, les valorisations estimées et les sommes effectivement distribuées. Une industrie qui explique ses contraintes peut attirer une épargne plus stable et mieux adaptée à ses besoins. L'illiquidité n'est pas une anomalie à dissimuler : elle est une caractéristique à organiser.

Une rentrée favorable à l'investissement de conviction

La perspective de septembre ne se résume pas à attendre un retour généralisé des grandes opérations. Trois évolutions méritent d'être suivies : la capacité des fonds à transformer leurs engagements en investissements utiles, celle des entreprises financées à dégager des résultats et celle des marchés de sortie à restituer du capital aux souscripteurs. Des distributions plus régulières faciliteraient de nouveaux engagements et rendraient le financement de la croissance moins dépendant de quelques collectes exceptionnelles.

Les annonces européennes constituent un autre point de vigilance. L'intégration des marchés, la mobilisation de l'épargne longue et la simplification des investissements transfrontaliers peuvent améliorer les conditions de financement. Mais le calendrier politique ne se confond pas avec celui des entreprises. Un dirigeant qui prépare un investissement doit pouvoir compter sur des règles lisibles, des procédures prévisibles et des partenaires capables de s'engager. Le passage des annonces aux textes puis à leur application sera plus décisif que la multiplication des objectifs chiffrés.

Dans ce contexte, une lecture positive du non-coté n'implique pas d'affirmer que toutes les stratégies progresseront ensemble. Le capital-risque porte l'incertitude de l'innovation ; le capital-développement accompagne des modèles déjà établis ; la transmission engage une réorganisation de l'actionnariat ; les infrastructures et la

dette répondent à d'autres profils de revenus et de risques. Cette diversité fait précisément l'intérêt du secteur. Elle permet d'associer des capitaux différents à des besoins qui le sont tout autant.

L'Europe a devant elle des investissements qu'elle ne peut durablement différer. Pour les financer, elle doit préserver la complémentarité entre budgets publics, banques, marchés cotés et investisseurs privés. Le non-coté dispose d'un atout particulier : relier un engagement financier à un projet d'entreprise suivi

dans la durée. Il n'est pas une réponse universelle, mais il est une réponse concrète à plusieurs des besoins les plus pressants du continent.

Le capital ne remplace ni une bonne stratégie ni un marché. Sans lui, les meilleures stratégies restent pourtant souvent à l'état d'intention. À l'heure où l'Europe cherche les moyens de son ambition, le non-coté peut lui apporter ce qui manque entre une idée et une réalisation : des actionnaires, des financements et du temps. La rentrée ne doit pas seulement être celle des annonces. Elle peut être celle du capital qui s'engage.

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE A L'HEURE DE LA RENTABILITE ?

L'intelligence artificielle est à l'origine d'une des plus importantes vagues d'investissements technologiques de ces dernières décennies. Les grandes entreprises américaines du numérique consacrent désormais des sommes considérables aux puces électroniques, aux centres de données, aux réseaux électriques et aux infrastructures nécessaires au fonctionnement des nouveaux modèles. Une interrogation prend néanmoins de l'importance : les revenus générés par l'IA progresseront-ils suffisamment vite pour justifier ces dépenses ?

L'année dernière, Amazon, Google, Microsoft et les autres grands acteurs technologiques américains ont consacré près de 450 milliards de dollars à leurs infrastructures, essentiellement pour accompagner le développement de l'intelligence artificielle. Ce montant pourrait doubler cette année, pour

atteindre environ 900 milliards de dollars. En 2027, les investissements pourraient même s'élever à 1 400 milliards de dollars. Pour financer cette course aux capacités de calcul, les groupes technologiques ont déjà emprunté plus de 400 milliards de dollars depuis le début de l'année.

Ces montants impressionnent mais l'histoire économique offre quelques éléments de comparaison. Au XIX^e siècle, le développement du chemin de fer avait lui aussi donné lieu à une formidable accumulation de capital. Lors de la « Railway Mania », le Royaume-Uni consacra, en 1847, 44 millions de livres aux infrastructures ferroviaires, soit près de 8 % de son PIB et deux fois son budget militaire.

À l'échelle mondiale et exprimés en dollars constants actuels, les investissements réalisés durant la

grande période d'expansion ferroviaire auraient représenté plus de 9 500 milliards de dollars par an, soit seize fois les investissements recensés dans l'intelligence artificielle par Stanford en 2025.

Aux États-Unis, le coût cumulé du réseau ferroviaire atteignait 8 milliards de dollars en 1890, alors que le PIB américain était proche de 12 milliards. Le capital immobilisé dans le rail représentait ainsi près des deux tiers d'une année de production nationale. En comparaison, l'ensemble des investissements des entreprises consacrés à l'intelligence artificielle depuis 2013 atteindrait environ 2 200 milliards de dollars, moins de 2 % du PIB mondial de 2025.

La vague actuelle n'en reste pas moins exceptionnelle. Le FMI estime que les centres de données pourraient nécessiter 6 700 milliards de dollars d'investissements à l'échelle mondiale d'ici 2030. Toutes ces infrastructures ne seront évidemment pas consacrées exclusivement à l'IA, mais l'ordre de grandeur témoigne de l'ampleur de la transformation en cours.

En France, les annonces intervenues en 2025 portent sur 109 milliards d'euros d'investissements liés aux infrastructures et au développement de l'intelligence artificielle, soit près de 4 % du PIB. Il convient néanmoins de relativiser cette comparaison : ces sommes seront engagées sur plusieurs années et une partie correspond encore à des projets dont la réalisation effective reste à confirmer.

La question du rendement des investissements

L'histoire des grandes innovations technologiques rappelle qu'un investissement massif ne garantit pas automatiquement une rémunération élevée du capital. Les chemins de fer, les télécommunications ou Internet ont profondément transformé les économies sans toujours enrichir les premiers investisseurs.

L'intelligence artificielle pourrait connaître une trajectoire comparable. Les marchés financiers ont d'ailleurs commencé à s'interroger sur la capacité des entreprises à rentabiliser les dépenses engagées. Depuis leur sommet de juin, plusieurs valeurs directement liées à l'IA ont perdu près de 20 % de leur valeur. Les investisseurs cherchent désormais à mesurer plus précisément l'existence d'une demande finale capable de soutenir durablement les recettes.

Une partie des dépenses actuelles résulte en effet des échanges entre entreprises technologiques elles-mêmes. Les producteurs de puces vendent aux opérateurs de centres de données, qui achètent de l'électricité et des équipements informatiques, tandis que les fournisseurs de modèles d'intelligence artificielle utilisent les infrastructures des grands acteurs du cloud. Cet écosystème génère des flux financiers considérables mais la question demeure de savoir à quel rythme les utilisateurs finaux, entreprises ou particuliers, accepteront de payer pour ces services.

Les marchés ont déjà sanctionné certains acteurs. En Corée du Sud, l'indice boursier fortement dépendant de Samsung Electronics et de SK Hynix a reculé de près de 40 %. Après la publication de ses résultats trimestriels, le 29 juillet, Meta a perdu plus de 7 % en Bourse, malgré la défense par Mark Zuckerberg de sa stratégie d'investissement. La hausse des dépenses pèse en effet directement sur les flux de trésorerie disponibles.

Des recettes encore très éloignées des capitaux engagés

Pour que les investissements actuels procurent un rendement satisfaisant, le secteur devrait générer environ 2 500 milliards de dollars de chiffre d'affaires annuel directement lié à l'intelligence artificielle.

Cet objectif est considérable. Il dépasse le chiffre d'affaires actuel de l'ensemble du secteur technologique et il augmente à mesure que les programmes d'investissement sont révisés à la hausse.

Le marché des particuliers ne paraît pas, à lui seul, capable de fournir de telles recettes. Une minorité seulement des consommateurs semble disposée à acquitter durablement un abonnement spécifique à un service d'intelligence artificielle. La rentabilisation des investissements dépendra donc avant tout du monde professionnel.

Microsoft compte, par exemple, sur la diffusion de Copilot dans les entreprises et notamment dans la finance. Google développe des offres destinées à l'éducation et aux établissements

scolaires. D'autres groupes misent sur la programmation informatique, le marketing, la santé ou encore les activités juridiques.

Ces différents marchés sont potentiellement considérables. Ils restent cependant encore loin de générer les milliers de milliards de dollars de recettes nécessaires pour rentabiliser l'ensemble des infrastructures actuellement engagées.

Une adoption rapide, mais encore incomplète

L'intelligence artificielle s'est diffusée à une vitesse exceptionnelle depuis l'apparition des grands modèles génératifs à la fin de l'année 2022.

Aux États-Unis, environ 20 % des entreprises utiliseraient aujourd'hui l'IA dans au moins une fonction de leur activité. La proportion serait proche d'un tiers au Royaume-Uni. En France, selon l'INSEE, 18 % des entreprises déclarent y avoir recours.

Cette progression est spectaculaire pour une technologie dont la diffusion à grande échelle a véritablement commencé il y a moins de quatre ans. Plusieurs indicateurs suggèrent néanmoins un ralentissement récent.

Les économistes du Census Bureau américain estimaient en mai que la proportion d'entreprises utilisant l'intelligence artificielle était restée relativement stable durant les six mois précédents. Une enquête conduite par Jon Hartley, de l'Université du Texas à Austin, aboutit même à une diminution de l'utilisation déclarée parmi les

salariés : 33 % d'entre eux utiliseraient désormais l'IA dans leur travail, contre 46 % au milieu de l'année 2025.

Même une adoption massive ne suffirait d'ailleurs pas nécessairement. Si un tiers seulement des entreprises des pays de l'OCDE utilisaient durablement l'intelligence artificielle, chacune devrait dépenser en moyenne autour de 100 000 dollars par an pour que le marché atteigne les 2 500 milliards de dollars de revenus nécessaires à la rentabilisation des investissements. Un tel niveau de dépenses paraît encore éloigné des pratiques actuelles.

Des usages qui demeurent souvent superficiels

Le principal problème tient moins à l'adoption de l'intelligence artificielle qu'à son intensité d'utilisation.

Selon une enquête de la Banque centrale européenne réalisée à la fin de 2025, seulement 10 % des entreprises de la zone euro ayant adopté l'IA déclaraient l'utiliser intensivement. La Bundesbank souligne de son côté que près de la moitié des entreprises allemandes utilisatrices consacrent 5 % ou moins du temps de travail à ces outils.

Le nombre d'heures effectivement consacrées à l'intelligence artificielle demeure donc réduit dans un grand nombre d'entreprises. À ce niveau d'utilisation, les modèles gratuits ou faiblement facturés suffisent souvent.

Les statistiques britanniques indiquent ainsi que près de la moitié des entreprises ayant recours à l'IA ne

souscrivent aucun abonnement payant. Elles utilisent les versions gratuites proposées par les grands groupes américains ou des modèles open source, notamment chinois.

Les écarts de dépenses sont par ailleurs considérables. Certaines entreprises consacrent plusieurs milliers de dollars par mois et par salarié à l'intelligence artificielle. Selon les données de la fintech Ramp, la dépense médiane ne s'élevait pourtant qu'à 10,66 dollars par salarié et par mois en juin. Intuit estime, pour sa part, qu'une PME sur dix seulement a souscrit à un outil d'intelligence artificielle spécifique.

Le passage de l'expérimentation à l'intégration systématique dans les processus de production reste donc largement à accomplir.

Un marché qui progresse très rapidement mais demeure encore limité

Mesurer les revenus réels de l'intelligence artificielle demeure difficile. Les données disponibles sont fragmentaires et les frontières entre services numériques traditionnels et services directement liés à l'IA sont souvent imprécises.

Le cabinet Exponential View évaluait en juin à 175 milliards de dollars les revenus annualisés de l'intelligence artificielle générative. D'autres estimations, utilisant notamment les travaux d'Anton Korinek et de Patrick McKelvey, aboutissent à environ 220 milliards de dollars de revenus annuels.

Les données de Ramp suggèrent, de leur côté, que les entreprises consacrent

désormais 2 à 3 % de certaines catégories de dépenses technologiques à l'intelligence artificielle, ce qui correspondrait à environ 170 milliards de dollars par an.

En additionnant les recettes des principaux acteurs, le marché pourrait être évalué autour de 150 milliards de dollars annuels. Le chiffre est déjà considérable pour une technologie apparue très récemment, mais il demeure très inférieur aux 2 500 milliards de dollars qui permettraient de justifier pleinement les investissements actuellement annoncés.

La concurrence pourrait détruire une partie de la rentabilité

Le nombre d'utilisateurs et les volumes de données traitées augmentent très rapidement. Mais les recettes ne progressent pas nécessairement au même rythme.

Les travaux de Phurichai Rungcharoenkitkul, de la Banque des règlements internationaux, montrent que la consommation de ressources d'intelligence artificielle, mesurée notamment à travers le nombre de tokens utilisés, augmente plus rapidement que le chiffre d'affaires.

Une des explications tient à la concurrence particulièrement intense entre fournisseurs. Les utilisateurs peuvent facilement passer d'un modèle gratuit à un autre et ne deviennent pas forcément des clients payants.

Une partie de la puissance de calcul nouvellement installée sert donc autant à conquérir les utilisateurs des

concurrents qu'à développer un nouveau marché. Dans cette configuration, les entreprises augmentent leurs dépenses sans que le revenu global du secteur progresse dans les mêmes proportions.

Selon cette analyse, près d'un tiers des investissements actuellement engagés pourrait ainsi ne jamais produire un rendement satisfaisant.

La productivité sera le véritable juge de paix

La situation pourrait néanmoins changer rapidement si l'intelligence artificielle génère des gains significatifs de productivité.

Pour l'heure, les signes d'une transformation profonde des entreprises restent limités. Les remplacements massifs de salariés par des agents intelligents ne se sont pas matérialisés. Dans l'étude citée de la Banque d'Angleterre, neuf dirigeants sur dix déclarent que l'IA n'a produit aucun effet mesurable sur la productivité de leur entreprise au cours des trois dernières années.

Cette situation n'est pas nécessairement surprenante. Les grandes révolutions technologiques mettent généralement du temps avant d'apparaître dans les statistiques de productivité. L'informatique elle-même avait nécessité plusieurs décennies pour transformer réellement les organisations.

Si les gains de productivité liés à l'IA devenaient significatifs, l'équation économique changerait. Les entreprises

seraient alors prêtes à consacrer davantage de ressources à ces outils et accepteraient plus facilement des prix supérieurs.

L'IA exige bien davantage que l'achat de logiciels

Une seconde condition devra être remplie : les entreprises devront investir massivement dans leur propre transformation.

L'utilisation productive de l'intelligence artificielle ne se résume pas à l'acquisition d'un chatbot ou d'un abonnement à un modèle génératif. Elle suppose une évolution des processus de décision, des méthodes de travail, des compétences, des bases de données, voire de l'organisation hiérarchique.

L'expérience de l'informatique est, sur ce point, instructive. Historiquement, chaque dollar investi dans les matériels informatiques se serait accompagné de 5 à 10 dollars consacrés à des actifs immatériels : logiciels, formation, organisation, gestion des données ou réorganisation des processus.

Si le même phénomène se produisait avec l'intelligence artificielle, plusieurs milliers de milliards de dollars supplémentaires devraient être consacrés chaque année à la transformation des entreprises.

Or, cette vague d'investissement complémentaire n'est pas encore véritablement perceptible. Les sociétés spécialisées dans la gestion des données et la transformation numérique, à l'image de Palantir, réalisent encore des chiffres d'affaires de quelques milliards

de dollars, très loin des centaines de milliards qu'impliquerait une refonte massive des organisations.

D'autres indicateurs vont dans le même sens. Aux États-Unis, la mobilité professionnelle demeure proche de ses plus bas niveaux historiques, ce qui suggère que les entreprises ne réorganisent pas encore profondément leurs structures. Les investissements consacrés au capital organisationnel – processus internes, méthodes de travail, circulation des données ou relations avec les fournisseurs – diminuent même en proportion du PIB.

Une révolution technologique n'est pas toujours une bonne affaire financière

L'intelligence artificielle peut donc être simultanément une révolution technologique et un investissement difficile à rentabiliser. Il n'existe aucune contradiction entre ces deux affirmations.

Les chemins de fer ont révolutionné le transport, Internet a bouleversé l'économie mondiale et les télécommunications ont profondément modifié les comportements. Pour autant, les entreprises qui ont investi au plus fort de ces vagues technologiques n'ont pas toutes obtenu les rendements espérés.

L'IA pourrait suivre une trajectoire similaire. Les capacités de calcul augmentent rapidement, les infrastructures se multiplient et les usages se diffusent. Mais la transformation économique demeure pour le moment moins rapide que la

construction des équipements destinés à l'accompagner.

Les prochaines années permettront de savoir si les entreprises réussissent à passer d'une utilisation essentiellement expérimentale de l'intelligence artificielle à une intégration profonde dans leurs processus de production. Les milliards consacrés aux puces et aux centres de données ne trouveront leur justification économique que si l'IA permet réellement aux entreprises de produire davantage, plus vite ou à moindre coût.

Le risque n'est donc pas nécessairement celui d'une bulle technologique au sens traditionnel. L'intelligence artificielle peut tenir ses promesses tout en laissant derrière elle des capacités excédentaires et des investissements insuffisamment rentables. La question centrale n'est plus de savoir si l'IA va se développer. Elle est de savoir si les gains de productivité et les revenus progresseront aussi vite que les capitaux engagés.

MARCHES PREDICTIFS : UN NOUVEAU VECTEUR DE CROISSANCE POUR LES MARCHES FINANCIERS ?

Les marchés prédictifs connaissent aux États-Unis une croissance spectaculaire. Leur principe est simple : permettre aux utilisateurs de prendre directement position sur la réalisation d'un événement futur, qu'il s'agisse d'une décision de la Réserve fédérale, du résultat d'une élection, du prix de l'énergie ou du vainqueur d'une compétition sportive.

Luana Lopes Lara, cofondatrice de Kalshi, aujourd'hui âgée de 30 ans, aurait puisé l'idée de cette plateforme lors de ses stages dans des sociétés financières comme Five Rings Capital et Citadel Securities. Elle y observait les gérants construire des stratégies complexes afin de s'exposer à des événements politiques, économiques ou monétaires. Kalshi propose une approche beaucoup plus directe : acheter ou vendre un contrat dont la valeur dépend de la réalisation d'un événement déterminé.

Ce modèle attire désormais un public très large, des étudiants aux investisseurs particuliers. Les volumes témoignent de cet engouement. Selon le fournisseur de données The Block, Kalshi aurait enregistré 33 milliards de dollars de transactions au mois de juin. Son principal concurrent, Polymarket, aurait comptabilisé 10,7 milliards de dollars d'échanges sur sa plateforme internationale fondée sur les cryptomonnaies, auxquels s'ajouteraient 3,3 milliards de dollars sur sa version réglementée destinée aux États-Unis.

Ces montants restent faibles comparés aux milliers de milliards de dollars négociés sur les grandes places de produits dérivés. Leur progression est néanmoins suffisamment rapide pour attirer les investisseurs. Kalshi et Polymarket chercheraient à lever des capitaux sur la base de valorisations

respectives de 40 et 15 milliards de dollars.

Des particuliers aux professionnels de marché

Pour poursuivre leur développement, les plateformes prédictives ne peuvent toutefois pas dépendre éternellement des seuls investisseurs particuliers. Elles doivent convaincre les hedge funds, les sociétés de trading et, à terme, les grands gestionnaires d'actifs.

Le rapprochement a déjà commencé. Plusieurs fonds utilisent les probabilités produites par Kalshi comme indicateurs dans leurs travaux d'analyse. Des maisons de trading telles que Susquehanna ou Jump Trading interviennent également comme teneurs de marché afin d'assurer la liquidité des contrats.

Même certains étudiants en finance utilisent désormais ces plateformes pour constituer un historique de leurs performances avant de chercher un emploi dans le trading. Les marchés prédictifs deviennent ainsi, à leur manière, un nouveau terrain d'apprentissage de la gestion du risque.

Pour intéresser véritablement les professionnels, Kalshi développe parallèlement des contrats portant sur des variables économiques ou financières. Il est possible de prendre position sur l'évolution du prix de l'électricité, du pétrole ou encore de la puissance de calcul informatique. À terme, ces instruments pourraient servir non seulement à spéculer, mais également à couvrir certains risques.

La plateforme travaille également avec ARK Invest, le fonds spécialisé dans les technologies. Ses analystes contribuent à la définition de marchés extrêmement ciblés, concernant par exemple la date d'une éventuelle autorisation réglementaire d'un médicament ou d'une nouvelle technologie.

Ces contrats demeurent pourtant marginaux. Plus de 30 millions de dollars sont actuellement engagés sur la prochaine décision de taux de la Réserve fédérale américaine, mais près de 2 milliards de dollars ont été échangés sur le futur vainqueur de la Coupe du monde de football.

Le sport reste ainsi de très loin le principal moteur de cette nouvelle industrie, représentant plus de 70 % des volumes négociés. Le développement des marchés prédictifs accompagne, en particulier chez les jeunes, l'essor des jeux et paris en ligne autour des compétitions sportives.

La confiance, condition indispensable au développement du marché

L'arrivée des investisseurs institutionnels suppose cependant que ces plateformes garantissent l'intégrité des transactions. Le risque de manipulation ou d'utilisation d'informations privilégiées est, par définition, élevé lorsqu'un contrat porte sur un événement futur.

Kalshi a ainsi identifié en 2026 un monteur vidéo travaillant pour le youtubeur MrBeast qui aurait utilisé des informations confidentielles obtenues dans le cadre de son activité professionnelle pour effectuer certains

paris. La plateforme a également repéré un candidat au poste de gouverneur de Californie ayant pris position sur sa propre élection.

Ces exemples soulignent la difficulté de transposer aux marchés prédictifs les règles traditionnelles relatives aux délits d'initiés. Dans une entreprise cotée, la notion d'information privilégiée est relativement bien définie. Lorsque le contrat porte sur une élection, une émission de télévision ou un événement politique, les frontières deviennent beaucoup plus floues.

Or, sans confiance dans l'intégrité des opérations, les investisseurs professionnels resteront prudents. Les gestionnaires d'actifs et les hedge funds souhaitent donc disposer d'un environnement réglementaire plus précis.

Depuis le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a adopté une attitude plus favorable au développement des marchés prédictifs. Mais la croissance rapide du secteur a également mis en évidence plusieurs zones grises. En janvier, le régulateur américain a annoncé préparer de nouvelles règles.

Parmi les sujets à préciser figure notamment la procédure applicable lorsqu'un participant conteste le résultat retenu pour solder un marché. La définition même de l'événement peut parfois être source de désaccord et, lorsque des millions de dollars sont en jeu, les modalités d'arbitrage deviennent essentielles.

Des infrastructures encore conçues pour les particuliers

Les marchés prédictifs devront également adapter leur fonctionnement aux exigences des grands investisseurs.

En 2026, Kalshi a ainsi réalisé sa première transaction de gré à gré, ou « block trade », c'est-à-dire une opération directement négociée entre deux intervenants en dehors du carnet d'ordres public. Cette première transaction concernait un montant limité et portait sur une enchère de quotas carbone. Elle a été réalisée par un hedge fund spécialisé dans les questions environnementales.

L'opération est cependant importante d'un point de vue symbolique. Elle montre qu'il est techniquement possible d'organiser des transactions de taille significative sans perturber le fonctionnement du marché public.

Kalshi a également créé Kalshi Pro, une interface destinée aux professionnels permettant de suivre simultanément près de 2 000 marchés et plusieurs positions en temps réel.

Une autre évolution déterminante concerne l'utilisation de l'effet de levier. En mars, la plateforme a obtenu l'autorisation réglementaire de proposer des opérations sur marge.

Pour le moment, la plupart des utilisateurs doivent néanmoins immobiliser la totalité du capital correspondant à leur position dès l'ouverture du contrat. Cette exigence est relativement peu contraignante dans le cas d'un événement sportif : une

position ouverte la veille d'un match sera soldée quelques heures ou quelques jours plus tard.

Elle est beaucoup plus pénalisante lorsque le contrat porte sur une élection, une décision géopolitique ou un événement susceptible de ne se produire que plusieurs mois plus tard. Pour un investisseur institutionnel, immobiliser pendant une longue période des liquidités ne rapportant rien constitue un coût d'opportunité important.

L'extension du recours à la marge apparaît donc comme une condition nécessaire à la montée en puissance des professionnels.

Les professionnels peuvent-ils réellement battre les amateurs ?

Même si tous ces obstacles sont progressivement levés, une question essentielle demeure : est-il possible de gagner durablement de l'argent sur les marchés prédictifs ?

Kalshi et Polymarket sont avant tout des places d'échange. Le gain réalisé par un participant correspond, à quelques nuances près, à la perte supportée par un autre. Le jeu est donc largement à somme nulle avant même de prendre en compte les commissions.

Les investisseurs professionnels peuvent espérer tirer parti de leurs modèles statistiques, de leurs capacités de calcul et de la qualité de leurs informations. Rien ne garantit néanmoins qu'ils disposeront

systématiquement d'un avantage décisif.

Les marchés prédictifs fournissent déjà plusieurs exemples surprenants. Certains parieurs amateurs, parfois anonymes, obtiennent des résultats supérieurs à ceux de professionnels disposant pourtant d'importantes équipes d'analystes.

Jeff Yass, milliardaire et cofondateur de Susquehanna, dispose ainsi d'une équipe d'environ 75 traders spécialisés dans ce type de marchés. Ces moyens considérables n'empêchent pas certains intervenants anonymes, surnommés les « whales » en raison de la taille de leurs positions, de réaliser ponctuellement de meilleures performances.

Cette situation rappelle une caractéristique fondamentale des marchés : disposer de davantage d'informations ou de ressources ne signifie pas nécessairement prévoir correctement un événement incertain.

Entre information collective et logique de casino

Les marchés prédictifs possèdent néanmoins une propriété intéressante. En agréant les anticipations de milliers d'intervenants, ils peuvent produire une estimation collective de la probabilité d'un événement. Dans certains cas, cette information peut compléter utilement les sondages, les prévisions économiques ou les analyses financières.

C'est d'ailleurs l'un des arguments avancés par leurs promoteurs : le prix d'un contrat ne serait pas seulement un pari mais également une information

synthétique sur la probabilité attribuée par le marché à un événement futur.

La réalité actuelle est toutefois plus prosaïque. Les paris sportifs représentent l'immense majorité des échanges et les contrats les plus directement utiles aux entreprises ou aux investisseurs demeurent minoritaires. Les marchés prédictifs ressemblent donc encore davantage à de vastes plateformes de jeu qu'à une nouvelle classe d'actifs financiers.

L'intelligence artificielle pourrait modifier cet équilibre. En permettant d'analyser instantanément des quantités considérables d'informations,

elle pourrait améliorer les capacités de prévision des participants et réduire certains écarts d'information. Mais si les événements devenaient réellement plus prévisibles, la rémunération associée à leur anticipation diminuerait elle aussi.

Les marchés prédictifs vivent en définitive d'un paradoxe. Ils cherchent à transformer l'incertitude en prix tout en ayant besoin de cette incertitude pour exister. Ils peuvent progressivement devenir des instruments d'information, de couverture et de gestion du risque. Pour l'heure, leur spectaculaire croissance reste néanmoins largement alimentée par une activité beaucoup plus ancienne : le goût du pari.

AU-DELÀ DE L'HORIZON

LE RETOUR DE L'ESPRIT ENTREPRENEURIAL

La création d'entreprise connaît depuis quelques années un regain spectaculaire des deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, le Bureau du recensement enregistre, depuis le début de 2024, en moyenne 466 000 demandes de création par mois. En juin dernier, leur nombre a atteint 531 000, soit près de deux fois le rythme observé en 2019.

Cette dynamique ne correspond pas seulement à un phénomène conjoncturel lié à la pandémie. Elle traduit une évolution plus profonde du rapport au travail. Depuis plus de vingt ans, environ 60 % des Américains en âge de travailler déclarent, selon Gallup, qu'ils préféreraient diriger leur propre entreprise plutôt que travailler pour un employeur.

Pendant une grande partie du XXe siècle, cette aspiration s'était pourtant heurtée à une évolution inverse. La montée des grandes entreprises, le développement du salariat et la recherche de sécurité professionnelle avaient progressivement réduit la place du travail indépendant. Aux États-Unis, les indépendants représentaient encore 36 % de la population active en 1910, contre moins de 10 % en 2020 selon l'American Enterprise Institute.

Depuis quelques années, le mouvement semble s'inverser. En 2025, 16,8 millions d'Américains exerçaient une activité indépendante à temps plein, un record depuis le début du siècle.

La France connaît une évolution comparable. Le nombre de créations d'entreprises dépasse désormais 1,1 million en rythme annuel. Entre 2005 et 2025, la proportion des emplois indépendants est passée de 11,1 à 13,5 %.

À la fin de 2024, l'INSEE recensait 1,73 million de non-salariés classiques hors agriculture, 1,38 million de micro-entrepreneurs et environ 330 000 indépendants agricoles.

Le visage du travail indépendant s'est profondément modifié. L'entrepreneur n'est plus seulement l'agriculteur, l'artisan ou le commerçant traditionnel. Il est de plus en plus souvent prestataire de services, consultant, vendeur en ligne ou micro-entrepreneur. Il peut également exercer son activité indépendante parallèlement à un emploi salarié.

Le Covid comme accélérateur

La pandémie a constitué un point de rupture. Aux États-Unis comme en France, les créations d'entreprises ont fortement augmenté à partir de 2020.

L'essor du commerce en ligne, la multiplication des services à domicile et la généralisation du télétravail ont ouvert de nouvelles possibilités. Dans le même temps, plusieurs millions de salariés ont reconsidéré leurs choix professionnels et leur rapport à l'entreprise.

Beaucoup estimaient alors que cette vague entrepreneuriale disparaîtrait avec le retour à une situation normale, l'arrêt des aides publiques et la réouverture complète du marché du travail. Il n'en a rien été. Les créations d'entreprises restent à des niveaux historiquement élevés plusieurs années après la crise sanitaire.

Cette persistance suggère que la pandémie a moins créé une mode qu'accélééré des transformations déjà à l'œuvre.

Contrairement à une idée répandue, les nouvelles entreprises américaines ne sont d'ailleurs pas majoritairement des start-up spécialisées dans l'intelligence artificielle ou les nouvelles technologies.

Entre 2021 et 2025, les créations ont notamment fortement progressé dans les services professionnels, de 25 %, ainsi que dans le commerce de détail, la santé et les services à la personne, de 18 %.

En France, le commerce reste le premier secteur en matière de créations. La vente à distance, le commerce automobile et le développement des micro-entreprises expliquent une grande partie de cette progression. Le nombre de créations dans la vente à distance spécialisée est ainsi passé de 3 200 en 2017 à 30 800 en 2025.

Les services aux entreprises, l'immobilier et l'information-communication figurent également parmi les secteurs les plus dynamiques.

Le salariat attire moins qu'auparavant

Le regain entrepreneurial trouve aussi son origine dans un marché du travail devenu moins accueillant pour certaines catégories d'actifs.

Aux États-Unis, les entreprises ont longtemps été dans une situation qualifiée de « faible embauche, faibles licenciements ». Les employeurs réduisent peu leurs effectifs mais créent également moins de nouveaux postes. Pour certains actifs, créer leur propre emploi devient ainsi une solution de substitution.

Les jeunes sont particulièrement concernés. Selon Gallup, la part des Américains âgés de 15 à 34 ans considérant qu'il est facile de trouver un emploi est tombée de 75 % en 2022 à 43 % en 2025.

En France, l'attachement au salariat, notamment dans les grandes entreprises, semble également diminuer chez les jeunes générations. Selon une enquête Ipsos BVA réalisée en juin 2025 pour Hello bank!, 54 % des moins de 35 ans envisagent de créer une entreprise ou de travailler à leur compte dans les cinq prochaines années, contre 30 % pour l'ensemble de la population.

En France, environ 40 % des créateurs ont moins de 35 ans.

Cette évolution tient également aux nouvelles aspirations professionnelles. Une partie des actifs recherche davantage d'autonomie dans l'organisation du temps de travail, dans le choix du lieu de résidence ou dans la nature même de l'activité exercée.

Aux États-Unis, des travaux de la Réserve fédérale ont ainsi mis en évidence une forte corrélation entre les territoires ayant enregistré le plus de démissions après la pandémie et ceux où les créations d'entreprises ont le plus fortement progressé.

Le développement du télétravail a également modifié la géographie de l'emploi. Certains salariés ayant quitté les grands centres urbains pendant la pandémie n'ont pas souhaité retrouver les contraintes du trajet quotidien vers un bureau situé au cœur des métropoles.

Créer son activité permet alors de concilier plus facilement choix de résidence et activité professionnelle.

Les petits marchés deviennent rentables

L'évolution des comportements de consommation favorise également les petites entreprises.

Le vieillissement démographique crée de nouveaux besoins dans les services aux personnes âgées : maintien à domicile, assistance quotidienne, accompagnement lors d'un déménagement ou adaptation du logement.

Internet offre parallèlement aux entrepreneurs la possibilité de trouver des clients pour des produits extrêmement spécialisés.

Autrefois, une activité commerciale devait généralement viser un marché suffisamment large dans une zone géographique déterminée pour être rentable. Les plateformes numériques

permettent désormais de toucher des consommateurs dispersés dans l'ensemble d'un pays, voire dans le monde.

Les algorithmes de recommandation renforcent encore cette évolution en mettant en relation des produits très spécialisés avec les consommateurs susceptibles de les acheter. Plus de la moitié des ventes réalisées par l'intermédiaire de Shopify concerneraient désormais des catégories ne figurant pas parmi les cent principales.

Il devient ainsi possible de construire une activité autour de produits aussi spécifiques que des cartes de collection, des accessoires personnalisés ou des équipements destinés à des communautés très réduites.

Les réseaux sociaux permettent également d'identifier rapidement de nouveaux concepts commerciaux. Dans le Tennessee, Justus Shaw a par exemple découvert en ligne une machine permettant de conditionner du café froid en canette. Après avoir investi dans cet équipement et créé un café ambulant, il réalise désormais entre 10 000 et 15 000 dollars de chiffre d'affaires par mois.

La technologie rend ainsi économiquement viables des activités qui auraient été difficiles à développer il y a encore une dizaine d'années.

L'intelligence artificielle réduit le coût de la création

L'intelligence artificielle pourrait amplifier cette transformation.

Une des principales difficultés auxquelles se heurtent les créateurs d'entreprise tient traditionnellement à la multiplicité des compétences nécessaires. Il faut maîtriser un minimum de comptabilité, de marketing, d'informatique, de réglementation, de communication et parfois de gestion juridique.

Les outils d'intelligence artificielle permettent désormais d'automatiser ou de faciliter une partie de ces tâches. Un entrepreneur peut créer un site Internet, préparer une documentation commerciale, rédiger des courriers, concevoir une campagne de communication ou obtenir une première explication d'une règle administrative sans disposer de compétences spécialisées.

Selon Gusto, plateforme consacrée à la gestion de la paie, la proportion de créateurs américains ayant utilisé l'intelligence artificielle au moment de lancer leur entreprise est passée de 30 % en 2023 à 60 % en 2025.

JPMorgan constate également que les nouvelles générations de petites entreprises adoptent plus rapidement ces technologies que celles créées auparavant.

L'intelligence artificielle agit donc comme un abaissement supplémentaire des barrières à l'entrée. Elle diminue le besoin de compétences techniques immédiatement disponibles et réduit le coût de certaines fonctions supports.

Pour Miquel Llobet, fondateur d'un courtier en assurance commerciale utilisant largement l'IA, la technologie

joue ainsi un rôle de catalyseur en permettant à des entrepreneurs de réaliser seuls des tâches qui nécessitaient auparavant l'intervention de plusieurs spécialistes.

Vers l'entreprise sans salariés ?

Cette évolution pose une autre question : les entreprises nouvellement créées ont-elles encore vocation à devenir des employeurs ?

Aux États-Unis, la part des nouvelles entreprises considérées par le Bureau du recensement comme ayant un potentiel élevé de création d'emplois est passée de 38 % en 2019 à 30 % en 2025.

En France, l'évolution est encore plus marquée en raison du poids de la micro-entreprise. Seulement 1,6 % des entreprises nouvellement immatriculées disposent de salariés au moment de leur création. Même en excluant les micro-entrepreneurs, cette proportion reste voisine de 5 %.

La vague actuelle de créations d'entreprises ne correspond donc pas nécessairement à l'apparition de nouvelles PME traditionnelles. Elle traduit davantage la multiplication d'activités exercées par une seule personne.

Certains économistes de Stripe évoquent à ce titre l'entrée dans « l'ère du solopreneur ». Grâce aux logiciels, aux plateformes numériques et désormais à l'intelligence artificielle, un entrepreneur isolé serait capable de gérer une activité qui nécessitait autrefois plusieurs salariés.

Cette hypothèse doit cependant être nuancée. L'automatisation de certaines tâches peut aussi permettre aux entreprises de croître plus rapidement, puis de recruter davantage une fois qu'elles ont atteint une taille suffisante.

Kelly Loeffler, à la tête de la Small Business Administration, estime ainsi que les entreprises utilisant l'intelligence artificielle pourraient finalement employer autant, voire davantage, de salariés que les générations précédentes.

Le débat reste donc ouvert entre deux scénarios : celui d'une économie composée d'un nombre croissant de microstructures sans salariés, et celui d'un renouvellement entrepreneurial susceptible, à terme, de créer de nouvelles entreprises employeuses.

Une nouvelle répartition de la création de valeur ?

La vague actuelle de créations d'entreprises résulte de plusieurs transformations qui se renforcent mutuellement. Les comportements professionnels évoluent, les marchés de niche deviennent accessibles, les besoins en capital diminuent et la technologie permet à une seule personne d'accomplir des tâches autrefois réparties entre plusieurs salariés.

L'intelligence artificielle pourrait accélérer encore ce processus en

mettant à la disposition des petites entreprises des outils qui étaient auparavant réservés aux grandes organisations.

Pour Aaron Terrazas, économiste chez Gusto, une partie importante de la valeur créée par l'IA pourrait ainsi ne pas revenir uniquement aux géants technologiques qui développent les modèles et les infrastructures. Elle pourrait également être captée par des millions de petites entreprises, d'artisans, de commerçants, de vendeurs en ligne ou de professionnels indépendants qui utiliseront ces technologies pour accroître leur productivité.

Une telle évolution constituerait un retournement historique. Pendant plus d'un siècle, l'industrialisation et la montée des grandes organisations ont favorisé la concentration de l'emploi dans les entreprises de grande taille. Le numérique, les plateformes et l'intelligence artificielle pourraient désormais produire un mouvement inverse en redonnant une partie des avantages de taille aux entrepreneurs individuels.

Le véritable effet de l'intelligence artificielle sur le travail ne sera donc peut-être pas seulement de remplacer des salariés. Il pourrait être de permettre à un nombre croissant d'entre eux de devenir eux-mêmes entrepreneurs.

INDUSTRIE DE LA DEFENSE EUROPEENNE : ENTRE REDEPLOIEMENT ET INTERROGATION

Le 22 juillet, Rheinmetall a posé la première pierre de l'extension de son usine de poudre à canon en Bavière, l'une des plus importantes d'Europe. Baptisé « Firepower », le projet représente un investissement de 350 millions d'euros et doit permettre de porter la capacité annuelle du site à 20 000 tonnes. Pour Armin Papperger, directeur général du groupe allemand, cette extension illustre le changement d'échelle engagé par l'industrie européenne de la défense.

Cette montée en puissance industrielle ne suffit pourtant pas à rassurer les marchés. Depuis un an, l'action Rheinmetall a perdu 45 % de sa valeur. L'annulation par le gouvernement allemand d'une commande de plusieurs milliards d'euros portant sur six frégates F126 a notamment pesé sur le titre.

Rheinmetall n'est pas un cas isolé. Les investisseurs se montrent désormais plus prudents à l'égard des grands industriels européens spécialisés dans les armements traditionnels. Sur douze mois, les actions des groupes allemands Renk et Hensoldt ont reculé respectivement de 37 % et 23 %, tandis que Thales a perdu 7 %. Introduit en Bourse en janvier, le groupe tchèque CSG a vu son cours diminuer de moitié. KNDS, constructeur franco-allemand de chars et de munitions, a pour sa part reporté son introduction en Bourse en raison de conditions de marché jugées insuffisamment favorables.

Les entreprises spécialisées dans les drones échappent largement à ce mouvement. Cette différence traduit un changement de perception des investisseurs quant aux futurs besoins des armées.

Des budgets en hausse, mais des commandes difficiles à exécuter

La prudence actuelle contraste avec l'enthousiasme qui avait suivi l'invasion de l'Ukraine. La perspective d'un réarmement massif de l'Europe avait entraîné une forte appréciation des valeurs de défense.

En 2026, les États membres de l'Union européenne devraient consacrer environ 130 milliards d'euros à leurs achats d'armement, un niveau sans précédent. Une grande partie de ces dépenses devrait revenir aux industriels européens.

L'augmentation des budgets ne se transforme toutefois pas automatiquement en chiffre d'affaires et en bénéfices. Les industriels doivent composer avec des chaînes d'approvisionnement saturées, un déficit de main-d'œuvre qualifiée et des capacités de production longtemps calibrées pour une période durant laquelle les besoins militaires européens étaient faibles.

Remettre en marche un appareil industriel de défense exige du temps. Selon un rapport du Parlement européen, les pénuries de certains

métaux, de produits chimiques et de poudres propulsives, auxquelles s'ajoute le nombre réduit de fournisseurs spécialisés, créent de nombreux goulets d'étranglement.

L'affaire des frégates F126 en constitue une illustration. Au-delà de l'augmentation des coûts, les délais de livraison étaient devenus incompatibles avec les attentes de l'armée allemande.

La défense est ainsi confrontée à un paradoxe : les gouvernements veulent commander davantage et plus rapidement, mais l'appareil productif n'est pas encore dimensionné pour répondre à cette accélération.

Les procédures freinent le réarmement

Les difficultés ne sont pas seulement industrielles. Les procédures d'acquisition militaire demeurent particulièrement longues et complexes.

L'Allemagne, qui devrait pourtant enregistrer l'une des plus fortes progressions de dépenses militaires du continent, en offre un bon exemple. Le BAAINBw, organisme chargé des achats pour la Bundeswehr, est régulièrement critiqué pour la lourdeur de ses procédures et sa prudence administrative.

Les industriels attendent notamment une décision sur le projet « Arminius », qui prévoirait l'acquisition d'environ 3 000 chars. Malgré l'urgence affichée en matière de réarmement, le dossier reste bloqué depuis plusieurs mois.

À l'échelle européenne, les divergences entre États compliquent également le

lancement des grands programmes communs.

Le Future Combat Air System, qui devait permettre à Airbus, Dassault et Indra de développer un avion de combat de nouvelle génération associé à des drones autonomes, a finalement été abandonné après près de dix années de discussions. Le programme portant sur le développement d'un nouveau char connaît lui aussi des difficultés.

L'ambition d'une défense européenne intégrée se heurte ainsi aux intérêts industriels nationaux, aux divergences stratégiques et aux arbitrages budgétaires.

Car les États doivent simultanément financer le réarmement, la transition énergétique, la protection sociale et le service d'une dette publique devenue plus coûteuse. L'augmentation annoncée des budgets de défense ne signifie donc pas que tous les programmes envisagés seront effectivement financés.

La guerre change plus vite que les programmes d'armement

La principale incertitude pour les industriels traditionnels tient cependant à la transformation rapide des conflits.

La guerre en Ukraine a démontré qu'un équipement extrêmement coûteux pouvait être détruit ou neutralisé par un drone valant quelques milliers d'euros. Cette évolution remet partiellement en cause les doctrines militaires construites autour des chars, des blindés, de l'artillerie lourde et des systèmes complexes.

Les armées cherchent désormais à combiner équipements traditionnels, drones, systèmes autonomes, intelligence artificielle, guerre électronique et capacités numériques.

Cette transformation commence à modifier les choix budgétaires. Selon Jens-Peter Rieck, analyste chez MWB Research, les documents préparatoires au prochain budget allemand feraient apparaître une diminution des crédits consacrés aux munitions et aux véhicules blindés.

L'Allemagne n'est pas seule concernée. En avril, l'Estonie a renoncé à l'achat de nouveaux chars afin de privilégier l'acquisition de drones militaires.

Ces décisions ne signifient évidemment pas la disparition prochaine des chars ou de l'artillerie. La guerre en Ukraine a également montré l'importance des munitions conventionnelles et des capacités de feu. Mais la répartition des dépenses militaires pourrait évoluer sensiblement au profit de systèmes plus légers, plus nombreux, moins coûteux et technologiquement évolutifs.

Les nouveaux acteurs attirent les capitaux

Cette mutation profite aux entreprises spécialisées dans les drones et l'intelligence artificielle.

Début juillet, Helsing, entreprise allemande basée à Munich et spécialisée dans l'utilisation de l'IA pour la défense, a levé 1,8 milliard de dollars sur la base d'une valorisation de 18 milliards de dollars.

Quantum Systems, autre société allemande active dans les drones militaires, a de son côté levé 1,2 milliard de dollars, avec une valorisation proche de 8 milliards.

Ces opérations témoignent de l'intérêt croissant des investisseurs pour les entreprises capables de proposer des systèmes rapidement adaptables et largement fondés sur le logiciel.

L'innovation militaire repose désormais de plus en plus sur l'intégration du numérique, de capteurs, de systèmes autonomes et d'algorithmes. Dans ce nouvel univers, les cycles de développement sont souvent beaucoup plus courts que ceux des grands programmes d'armement traditionnels, qui peuvent s'étaler sur plusieurs décennies.

Les investisseurs semblent donc distinguer de plus en plus deux segments de l'industrie de défense : d'un côté les groupes historiques, disposant d'importants carnets de commandes mais soumis à des coûts élevés et à des cycles de production longs ; de l'autre, de nouveaux acteurs technologiques positionnés sur les drones, les logiciels et l'intelligence artificielle.

Les groupes historiques contraints de se transformer

Les grands industriels ont évidemment commencé à réagir.

Rheinmetall a notamment conclu un partenariat avec l'entreprise américaine Anduril, l'un des acteurs les plus innovants dans les drones et les systèmes militaires autonomes.

Cette diversification reste cependant progressive. Les chars, les véhicules blindés et les munitions représentent toujours environ 85 % du chiffre d'affaires de Rheinmetall. Pour le groupe allemand comme pour ses concurrents, transformer rapidement le portefeuille d'activités est donc difficile.

Les grandes entreprises de défense disposent néanmoins d'atouts considérables : savoir-faire industriels, relations anciennes avec les États, capacités de production, maîtrise de programmes complexes et solidité financière.

Leur défi consiste désormais à associer ces compétences aux technologies développées par les nouveaux acteurs du secteur.

Le réarmement change de nature

L'augmentation des budgets militaires européens constitue incontestablement une opportunité pour l'industrie de défense. Mais elle ne représente pas une rente garantie.

Les entreprises doivent simultanément augmenter leurs capacités de

production, sécuriser leurs approvisionnements, recruter des ingénieurs, composer avec des procédures publiques complexes et anticiper des technologies militaires dont l'évolution est particulièrement rapide.

Les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient ont rappelé qu'une armée disposant de moyens financiers limités pouvait infliger des pertes importantes à un adversaire beaucoup mieux équipé grâce à la mobilité, à l'innovation et à l'utilisation de systèmes relativement peu coûteux.

La puissance militaire ne repose donc plus uniquement sur l'accumulation de matériels lourds. Elle dépend de plus en plus de la capacité à associer masse, technologie, renseignement, drones, logiciels et rapidité d'adaptation.

Le réarmement européen est bien engagé, mais sa forme reste à définir. Pour les industriels de la défense, l'enjeu n'est plus seulement de produire davantage. Il est de produire les armes dont les conflits de demain auront réellement besoin.

POINTS DE REPÈRE

FAILLITE D'ENTREPRISES EN FRANCE : UN NIVEAU TOUJOURS ELEVE

Après une pause au mois de mai, les défaillances d'entreprises sont reparties à la hausse en juin. Selon la Banque de France, 70 803 procédures ont été enregistrées au cours des douze mois s'achevant à la fin du mois de juin 2026, contre 70 117 un mois auparavant.

Sur un an, leur nombre progresse de 5,1 %. Il dépasse désormais de 19,3 % le niveau moyen observé entre 2010 et 2019, avant la crise sanitaire. Cette évolution témoigne de la persistance des difficultés auxquelles sont confrontées de nombreuses entreprises, dans un contexte marqué par une croissance faible, des coûts de financement plus élevés et une demande encore hésitante dans plusieurs secteurs.

Des situations très différentes selon les secteurs

La construction fait figure d'exception. Sur douze mois, 14 483 entreprises du secteur ont fait défaut, soit 1,6 % de moins qu'un an auparavant. Le nombre de procédures reste même inférieur de 1,4 % à la moyenne constatée entre 2010 et 2019.

Cette évolution contraste avec celle de nombreux secteurs de services, où les défaillances dépassent largement leurs niveaux d'avant-Covid.

Les transports et l'entreposage enregistrent ainsi 3 244 défaillances sur douze mois. Leur nombre est supérieur

de près de 71 % à la moyenne de la période 2010-2019. Les activités financières et d'assurance se situent également très au-dessus de leur niveau historique, de 49,3 %, tandis que l'information et la communication affichent un écart de 45 %.

Les activités de conseil et de services aux entreprises sont également sous tension. Elles totalisent 9 085 défaillances sur douze mois, soit une hausse de 10,1 % par rapport à l'année précédente et de 42,4 % par rapport à la moyenne d'avant la crise sanitaire.

La situation se dégrade également dans l'enseignement, la santé, l'action sociale et les services aux ménages. Avec 7 225 procédures recensées, les défaillances y progressent de 13,7 % sur un an.

L'hébergement et la restauration demeurent particulièrement exposés. Le secteur totalise 9 692 défaillances, en augmentation de 7,5 % sur un an et de 31,4 % par rapport à la moyenne 2010-2019. Le commerce et la réparation automobile résistent davantage, même si le nombre de défaillances y progresse encore de 3,1 %, à 14 144 sur douze mois.

Ces écarts sectoriels montrent que la remontée des défaillances ne s'explique pas par un seul facteur. Certaines activités subissent davantage la hausse des coûts, d'autres le ralentissement de la consommation ou encore les

difficultés de recrutement et de financement.

Les entreprises de plus grande taille davantage concernées

Les PME concentrent logiquement l'immense majorité des procédures. Sur les 70 803 défaillances recensées, 70 737 concernent cette catégorie.

Les microentreprises ainsi que les sociétés dont la taille n'est pas déterminée représentent à elles seules 65 182 cas. Leur nombre progresse de 4,7 % sur un an.

La hausse est néanmoins plus rapide pour les entreprises de taille supérieure. Les défaillances des très petites entreprises augmentent de 9,6 %, celles des petites entreprises de 6,8 % et celles des entreprises moyennes de 12,7 %.

Les entreprises de taille intermédiaire et les grandes entreprises restent très peu nombreuses à être concernées en valeur absolue, avec 66 défaillances sur douze mois. Leur nombre progresse toutefois de 20 % en un an et représente le double de la moyenne constatée entre 2010 et 2019.

Cette évolution constitue un point d'attention. Pendant plusieurs années, la remontée des défaillances avait surtout concerné les entreprises les plus petites. Elle touche désormais, même si les volumes restent limités, des structures de taille plus importante.

Un effet de rattrapage qui se prolonge

La forte augmentation des défaillances depuis la sortie de la crise sanitaire tient

en partie à la normalisation de la vie économique.

Les dispositifs exceptionnels mis en place pendant la pandémie avaient fortement réduit le nombre de cessations d'activité. Les aides publiques, les prêts garantis par l'État et les reports de charges avaient maintenu en activité de nombreuses entreprises qui auraient pu disparaître dans des conditions normales.

La remontée observée depuis plusieurs années correspond donc pour partie à un rattrapage. Mais le niveau atteint en 2026 dépasse désormais sensiblement les références d'avant-Covid, ce qui suggère que d'autres facteurs sont à l'œuvre.

La hausse des taux d'intérêt, le remboursement des dettes contractées durant la crise sanitaire, l'augmentation des coûts salariaux et énergétiques ainsi que la faiblesse de la croissance contribuent à fragiliser les entreprises disposant des marges les plus réduites.

Davantage de défaillances, mais aussi beaucoup plus d'entreprises

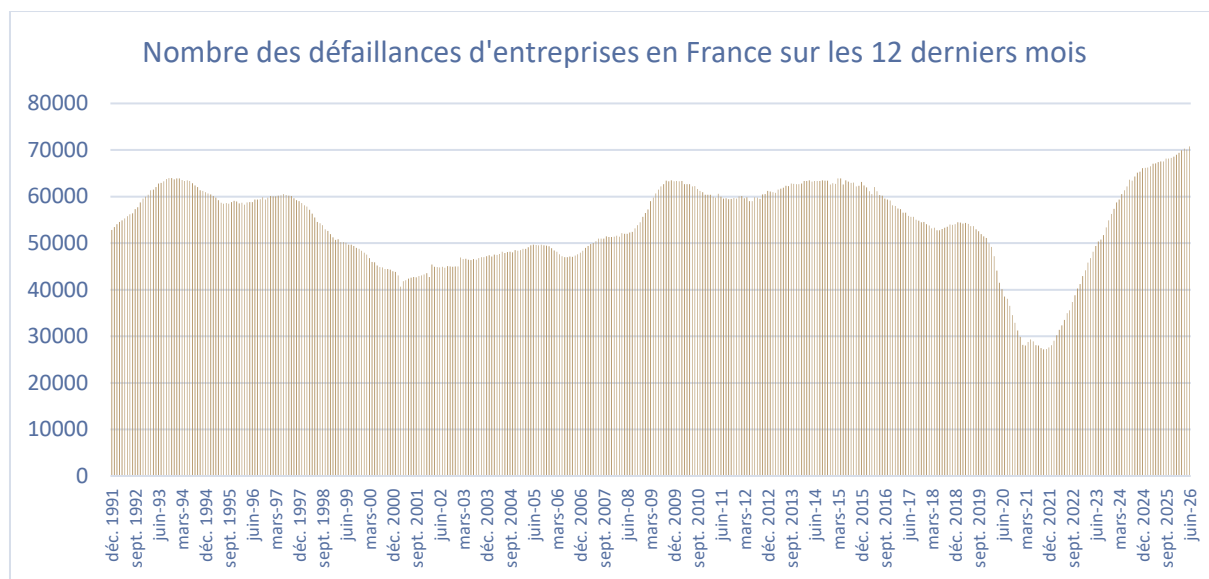
Le niveau historiquement élevé des procédures doit toutefois être interprété avec prudence. La France compte aujourd'hui beaucoup plus d'entreprises qu'il y a dix ou quinze ans. La création d'entreprises demeure particulièrement dynamique. Selon l'INSEE, plus de 1,2 million d'entreprises ont été créées au cours des douze mois s'achevant en juin 2026, soit 11,1 % de plus que durant les douze mois précédents.

Le stock d'entreprises susceptibles de connaître une défaillance est donc lui-même en forte augmentation. Comparer uniquement le nombre brut de procédures à celui des années 2010 peut ainsi donner une image excessivement négative de la situation.

La montée des microentreprises joue notamment un rôle important. Ces structures sont nombreuses, souvent récentes et plus fragiles que les sociétés disposant de davantage de fonds propres. Leur poids croissant dans le tissu productif contribue mécaniquement à augmenter le nombre de cessations d'activité.

Les défaillances restent donc à un niveau préoccupant, mais elles doivent être mises en regard du renouvellement rapide du tissu entrepreneurial français. La France connaît simultanément un nombre record de créations et un niveau élevé de disparitions d'entreprises.

Cette apparente contradiction traduit surtout une économie plus mobile. Le tissu productif se renouvelle plus vite qu'auparavant, avec davantage d'entrées mais aussi davantage de sorties. Le véritable enjeu n'est donc pas seulement le nombre de défaillances, mais la capacité des nouvelles entreprises à grandir, investir et se pérenniser.



Données INSEE

L'EMPLOI SOUS PRESSION EN FRANCE

Au deuxième trimestre 2026, l'emploi salarié privé est resté quasiment stable en France, avec une baisse de 0,1 %, soit 19 300 postes en moins après -13 900 au premier trimestre. Sur un an, le secteur privé a perdu 79 700 emplois (-0,4 %), ce qui constitue le sixième trimestre

consécutif de recul. Le niveau de l'emploi reste néanmoins supérieur de 5 % à celui de fin 2019, avec près d'un million de postes supplémentaires.

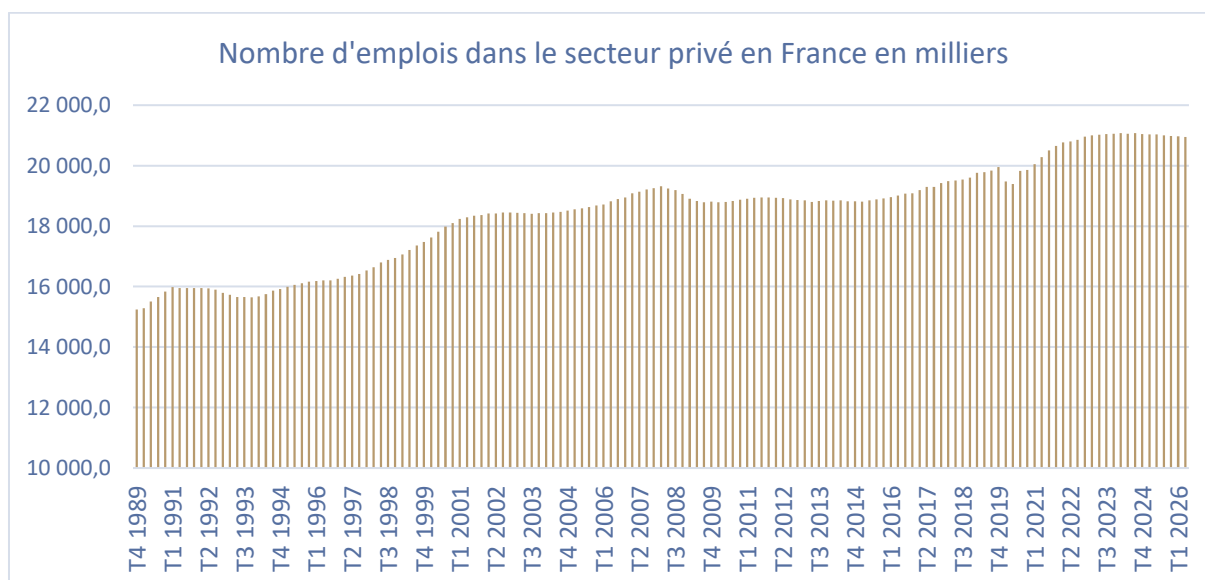
L'intérim demeure le principal point de faiblesse. Ses effectifs ont reculé de 1,4 %

au deuxième trimestre et restent inférieurs de plus de 10 % à leur niveau d'avant-Covid. Ce repli traduit la prudence persistante des entreprises en matière de recrutement. L'industrie a perdu 3 200 emplois au cours du trimestre et 16 500 sur un an, mais conserve encore 51 700 postes de plus qu'à la fin de 2019.

La construction reste le secteur le plus affecté, avec 6 100 emplois supprimés au deuxième trimestre et 21 200 sur un an, sur fond de crise du logement neuf. Les services marchands résistent davantage :

leurs effectifs sont stables sur le trimestre et demeurent supérieurs de près de 820 000 à leur niveau de 2019.

Le marché du travail français reste ainsi dans une situation intermédiaire. Les destructions d'emplois demeurent limitées, mais le recul de l'intérim, de la construction et de l'industrie témoigne d'un affaiblissement progressif. Sans reprise plus franche de la croissance, l'emploi devrait rester proche de la stagnation dans les prochains mois.



Données INSEE

TABLEAU DE BORD DES MARCHES FINANCIERS

	31 août 2026	Variation mensuelle juillet 2026 (en %)	Variation sur un an (en %)	31 décembre 2025	31 décembre 2024
CAC40	8 334,50	-0,88	+8,19	8 149,50	7 380,74
DAX	26 281,49	+3,29	+10,02	24 490,41	19 909,14
Footsie 100	10 824,26	-0,77	+17,82	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	6 420,16	+3,04	+20,32	5 791,41	4 895,98
Dow Jones	53 185,90	+0,01	+17,42	48 220,13	42 544,22
Nasdaq Composite	26 370,89	+1,76	+23,93	23 372,75	19 310,79
S&P 500	7 686,14	+1,13	+19,41	6 879,57	5 881,63
Nikkei	66 311,93	+1,39	+54,79	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	3 986,30	-0,78	-1,95	3 968,84	3 351,76
Euro/dollar	1,1618	+2,10	-0,11	1,1735	1,0380
Once d'or (USD)	4 436,02	+8,61	+31,51	4 325,17	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	90,26	-0,32	+32,56	61,23	74,30
Bitcoin (USD)	78 606,8710	+23,25	-27,50	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	+0,0 %	+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 % (29/08/2026)	4,127	3,279	4,101	3,732	-

*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