

LA LETTRE ÉCO
par Philippe Crevel

N°682 – 3 janvier 2026



L'édition de la semaine

- La France ou la dépression imaginaire

Marchés financiers, Épargne, Revenus et Patrimoine

- En attendant les choses sérieuses
- Pluie de records pour les marchés en 2025
- Et pour 2026...
- Tableau récapitulatif sur le bilan des marchés en 2025
- Tableau financier de la semaine
- Mesures fiscales en attente de budget

Économie

- Europe : pourquoi un tel retard sur les Etats-Unis ?
- L'Espagne et l'Italie sont-elles surévaluées ?

Conjoncture et actualités

- La Bulgarie : le 21^e membre de la zone euro
- Le logement : un problème européen !
- Le marché automobile français toujours en panne

Horizons

- Nous n'avons jamais eu tant besoin de Tocqueville
- La République démocratique du Congo au cœur de la bataille des métaux rares

Graphiques

- La Chine premier fournisseur de jouets pour l'Europe
- Poursuite de la baisse de la construction de logements

Agenda économique et financier

Statistiques

LA CITATION DE LA SEMAINE

« Ce n'est pas parce que les choses sont difficiles que nous n'osons pas, c'est parce que nous n'osons pas qu'elles sont difficiles. »

Sénèque

L'ÉDITO

La France ou la dépression imaginaire

En France, l'autodénigrement a été porté au rang d'art majeur. Quand celui-ci est doublé d'un pessimisme existentiel, considérer que la France a des atouts appartient à la déraison. À force de commenter à l'infini les déficits, la dette, la désindustrialisation, l'insécurité supposée ou l'instabilité politique, la population a fait sienne l'idée que la France était en déclin et qu'elle était devenue la risée du monde. Ce qui prouve que l'autoflagellation n'empêche pas le nombrilisme. Or l'économie française, si elle est incontestablement sous tension, n'est ni exsangue ni condamnée. La première force de la France provient de sa démographie. Certes, elle n'échappe pas au vieillissement de sa population et à la baisse du taux de fécondité, mais sa situation est bien meilleure en la matière que celle de la grande majorité des pays de l'OCDE. Sa population active continue de croître, ce qui est un atout indéniable pour la croissance. L'économie est une affaire de générations. Un pays plus jeune est plus ouvert sur le progrès, les nouvelles technologies, les nouveaux modes d'organisation.

À cette démographie s'ajoute un capital humain d'une rare densité. La France continue de former des ingénieurs, des chercheurs, des cadres et des techniciens parmi les plus recherchés au monde. Ses grandes écoles, ses universités, ses centres de recherche, internationalement reconnus, alimentent son tissu productif. Un pays qui attire et forme reste un pays qui compte.

Contrairement à une idée trop répandue, la France n'a pas cessé de produire. Son appareil productif est certes plus étroit qu'il ne l'était il y a quarante ans, mais il demeure qualitativement puissant. L'aéronautique, la défense, le luxe, l'agroalimentaire, la pharmacie, l'énergie, les infrastructures constituent des piliers solides, exportateurs, souvent excédentaires. La désindustrialisation française est réelle, mais elle est moins synonyme de vide que de recomposition. Tous les pays se tertiarisent, les États-Unis en tête. Le problème n'est pas tant l'absence d'industrie que sa concentration excessive sur quelques filières et territoires.

L'innovation française souffre du même procès en invisibilité. Trop discrète, trop éclatée, elle peine à s'incarner dans un récit collectif. Pourtant, la France figure parmi les pays européens les plus actifs en matière de recherche, de brevets et de start-ups à vocation technologique. Elle innove davantage qu'elle ne le croit. Ses pépites éprouvent des difficultés à grandir et à accéder au marché mondial pour des raisons

de financement et d'étroitesse du marché national. Mais le talent est présent, comme le prouve Arthur Mensch avec son entreprise Mistral.

À cela s'ajoutent des infrastructures de premier plan. Réseaux de transport, énergie, télécommunications, logistique : cet héritage accumulé sur plusieurs décennies nous est envie. Le réseau autoroutier, construit en ayant recours aux concessions, est aujourd'hui d'une densité remarquable et bien entretenu. Peu de pays disposent d'un tel socle. L'Allemagne est ainsi contrainte de réaliser un effort conséquent pour rattraper son retard en la matière.

La France peut compter sur une épargne abondante et un système financier performant, l'un des plus puissants du monde. Les ménages français disposent d'un stock d'épargne important qui permet de financer l'État et les entreprises. Les banques comme les assureurs jouent un rôle d'intermédiation de premier plan. Depuis plusieurs années, l'épargne est de plus en plus investie vers des produits permettant le financement des entreprises. Le succès du Plan d'Épargne Retraite, avec une montée en puissance des unités de compte dans l'assurance-vie, est le symbole de cette évolution.

En France, la critique de l'État est un sport national. Pour autant, celui-ci a permis au pays de traverser les dernières crises, que ce soit celle du Covid ou celle liée à la hausse des prix de l'énergie avec le déclenchement de la guerre en Ukraine. Cette capacité a un coût budgétaire, mais elle constitue aussi une assurance collective.

Malgré ses rigidités et ses débats internes, la France demeure l'un des premiers pays d'accueil des investissements étrangers, preuve d'une attractivité élevée. Celle-ci repose sur la stabilité juridique, la qualité des infrastructures, la compétence de la main-d'œuvre et la taille du marché.

Autre force trop souvent négligée : la diversification du modèle économique. La France combine industrie, services, agriculture, tourisme, finance et culture. Cette diversité n'est pas toujours optimale en période d'euphorie, mais elle devient précieuse lorsque les cycles se retournent.

Le principal risque pour l'économie française n'est donc pas l'absence d'atouts, mais l'excès de doute. À force de se raconter que leur pays décline, les Français finissent parfois par s'auto-convaincre et s'auto-contraindre. La tentation de l'abandon et du repli sur soi transcende les générations et les Républiques. Ce grand nombre d'atouts explique peut-être une indolence, un manque de volonté. L'histoire économique française invite à la prudence face aux diagnostics définitifs. La France doute souvent d'elle-même au moment précis où elle prépare, sans toujours le savoir, son propre rebond. Elle a traversé des phases bien plus critiques — financières, démographiques, géopolitiques — sans jamais disparaître du jeu économique international.

Philippe Crevel

MARCHÉS FINANCIERS - ÉPARGNE – REVENUS - PATRIMOINE

En attendant les choses sérieuses

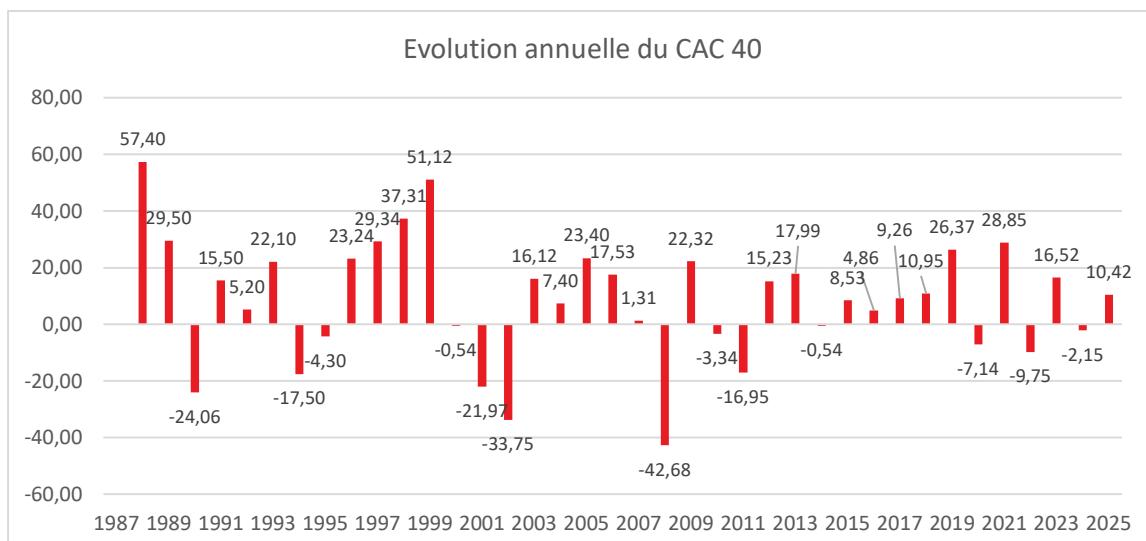
Les marchés financiers ont bien débuté l'année, avec toujours l'intelligence artificielle en pointe. Sur le plan de la conjoncture, vendredi 2 janvier, la publication de l'indice définitif PMI des directeurs des achats du secteur manufacturier de la zone euro ne témoigne pas d'un dynamisme forcené. L'indicateur, à 48,8 (contre 49,6 en novembre et une estimation préliminaire à 49,2), est à son plus bas niveau en neuf mois et se situe en territoire récessif. La baisse significative des commandes, la diminution des carnets de commandes et la poursuite de la réduction des stocks pèsent sur l'activité. Ce résultat n'a pas été surinterprété par les investisseurs, qui ont les yeux tournés vers des indicateurs plus importants, comme le rapport officiel du Bureau of Labor Statistics (BLS) sur l'emploi américain, qui sera publié vendredi prochain. Les économistes formant le consensus Bloomberg prévoient 55 000 créations de postes, un chiffre modeste mais cohérent avec l'idée d'un ralentissement progressif de l'économie américaine. La politique monétaire américaine sera l'objet de toutes les attentions en ce début d'année, d'autant que Jerome Powell cédera bientôt sa place, probablement au profit de Kevin Hassett, proche allié de Donald Trump. Le locataire de la Maison-Blanche a réitéré ses critiques virulentes contre Jerome Powell, le qualifiant d'« incompétent » et menaçant même de l'attaquer en justice.

Pluie de records pour les marchés en 2025

Les marchés financiers ont fêté dignement la fin de l'année 2024. Cette dernière aura été contre toute attente un excellent cru, marquée par une pluie de records pour les indices actions ainsi que pour l'or et de nombreux autres métaux. Cette série de sommets inquiète néanmoins par son ampleur : la crainte d'une bulle liée à l'intelligence artificielle est fréquemment avancée. Malgré tout, pour 2025, l'optimisme demeure pour le moment de mise.

Le CAC 40 positif mais à la traîne

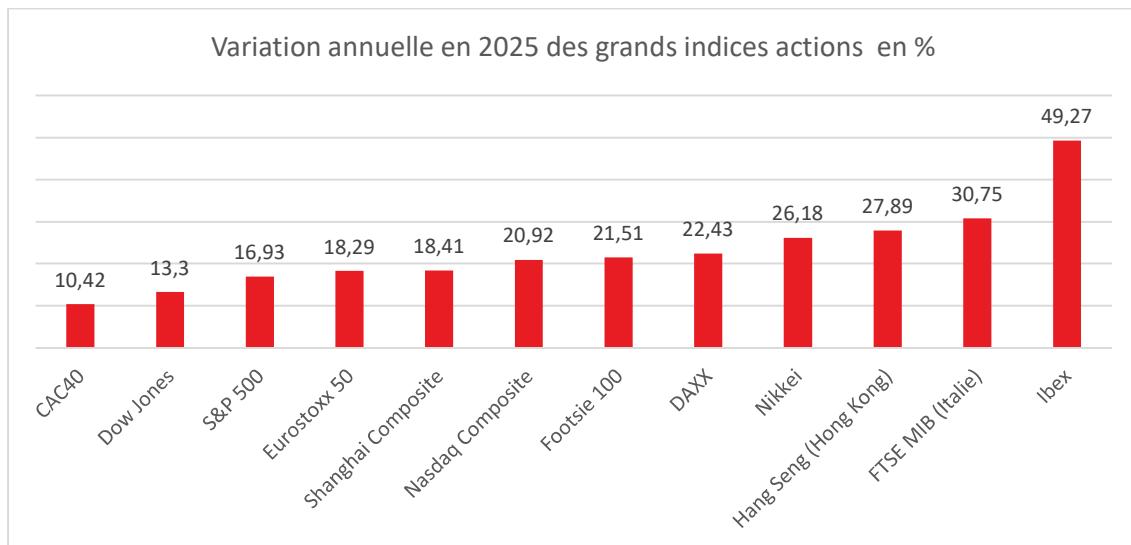
Après avoir perdu 2,14 % en 2024, le CAC 40 s'est apprécié de 10,42 % en 2025. Ce résultat positif est intervenu malgré la politique douanière américaine et un contexte politique toujours des plus complexes. Même si, au mois d'octobre dernier, le CAC 40 a battu son record, qui datait du 10 mai 2024, avant la dissolution de l'Assemblée nationale, il reste largement à la traîne des autres grands indices boursiers. Le poids du secteur du luxe, exposé aux guerres commerciales, et la situation financière de la France expliquent le retard pris par le CAC 40 par rapport aux autres grands indices européens.



Cercle de l'Epargne

En 2025, la Bourse de Francfort a connu sa plus forte progression, soit +22 % sur un an pour l'indice DAX. Ce dernier devance son homologue britannique, le Footsie 100, qui gagne plus de 21 %. L'Euro Stoxx 50 a progressé, de son côté, de 18,3 % sur l'année écoulée. Le Stoxx Europe 600 est à +16,6 %, soit à peu près la même performance que le MSCI Europe (+16,4 %).

Le marché américain a encore surpris par son dynamisme. Avec l'engouement pour l'IA, l'indice Nasdaq a gagné sur l'année plus de 20 %. Le S&P 500 s'est apprécié de 17 % et le Dow Jones de 13 %.



Cercle de l'Epargne

Des taux obligataires en hausse et dégradation de la note de la France

L'année 2025 a été marquée par une nouvelle dégradation de la note de la France en lien avec le taux d'endettement public qui n'en finit pas de progresser.

Fitch Ratings a abaissé la note de la France le 12 septembre 2025 de AA- à A+. Standard & Poor's (S&P Global Ratings) a, de son côté, le 17 octobre 2025, réduit la notation de la France de AA- à A+, invoquant l'incertitude persistante sur la consolidation des finances publiques malgré la présentation du projet de budget. Moody's n'a pas dégradé la note souveraine de la France en 2025. Le 24 octobre dernier, l'agence a maintenu la note Aa3 mais l'a placée sous perspective négative.

Dans ce contexte, l'écart de taux entre l'Allemagne et la France s'est accru, passant de 50 à 70 points de base. L'accroissement du spread s'est inscrit dans un mouvement de hausse des taux obligataires en Europe, en raison de l'augmentation des besoins de financement public. À la France, qui est le premier émetteur de titres publics en Europe, s'ajoute désormais l'Allemagne qui a abandonné sa règle de frein budgétaire et qui a adopté un plan de relance de plus de 500 milliards d'euros. Le taux de l'OAT de l'État en France a augmenté de 70 points de base et son équivalent allemand de 60 points de base. À dix ans, l'État en France a emprunté, en moyenne, à 3,6 % en 2025, et l'Allemagne à 2,7 %.

Le dollar en baisse

Le dollar poursuit son mouvement de baisse, pour le plus grand plaisir de Donald Trump. Les menaces sur l'indépendance de la banque centrale américaine, la baisse des taux directeurs de cette dernière et, plus globalement, la politique du président américain ont contribué à cette baisse. Les investisseurs étrangers ont réduit leur exposition en dollars, même si la monnaie américaine demeure de loin la première devise de réserve. Le dollar a perdu 13,23 % depuis le début de l'année face à l'euro, ce qui améliore la compétitivité des produits américains. Pour les Européens, cette dépréciation du billet vert allège la facture énergétique, d'autant plus que le cours du pétrole est orienté à la baisse.

Le pétrole en recul

Le cours du baril de pétrole a baissé au cours de l'année 2025 sur fond de ralentissement de la croissance mondiale, de montée en puissance des énergies renouvelables et d'augmentation de la production, en lien avec la fin de l'accord de régulation de l'offre de l'OPEP+ en vigueur depuis 2020. Le baril de Brent s'échangeait le 31 décembre à 61,23 dollars, en baisse de 17 % sur un an. Cette diminution est une bonne nouvelle pour les pays européens qui, depuis le début de la guerre en Ukraine en 2022, sont handicapés par une énergie chère.

Or, argent, cuivre, platine : toujours plus haut

L'or défie les pronostics en ayant atteint plus de 4 500 dollars l'once le 26 décembre, avant de rebaisser dans les derniers jours de l'année. Sur un an, l'once a gagné plus de 65 %. Sur trois ans, la hausse est de plus de 137 %.

La hausse du cours de l'or s'explique par la baisse des taux directeurs américains et par le caractère imprévisible de Donald Trump. Les pays émergents et en développement réduisent leur exposition au dollar. La crainte d'une remise en cause de l'indépendance de la banque centrale américaine contribue à la hausse du métal précieux.

L'argent fait encore mieux avec un gain avoisinant 150 %. Il faut remonter au choc pétrolier de 1979-1980 pour retrouver des progressions comparables.

Le platine a, lui aussi, enregistré un sommet historique au cours de la semaine, tandis que le cuivre a franchi les 12 000 dollars la tonne, sur fond de craintes d'un marché mondial plus tendu à l'horizon 2026.

Un bitcoin entre deux eaux

Le bitcoin apparaît comme le grand perdant de l'année, avec un recul de plus de 6 % depuis janvier et de près de 20 % sur le dernier trimestre. L'essor des stablecoins, adossés à des devises réelles comme le dollar ou l'euro et jugés moins volatils, se développe au détriment du bitcoin.

Et pour 2026...

L'art de la prévision est un exercice périlleux, surtout en matière financière. Les krachs se font un malin plaisir de survenir lorsqu'ils ne sont pas attendus...

Des actions encore en hausse mais attention à la bulle IA

Pour 2026, de nombreux experts anticipent néanmoins une nouvelle année de forte appréciation des actions, portée par l'engouement persistant pour l'intelligence artificielle et, en Europe, par le plan de relance allemand. L'espoir d'une paix en Ukraine alimente également l'optimisme ambiant. Toutefois, l'IA prend de plus en plus les traits d'une bulle, avec des investissements colossaux dont la rentabilisation suppose l'émergence rapide de gains de productivité substantiels. Le réalisme pourrait, à un moment ou à un autre, reprendre ses droits avec, à la clé, soit un atterrissage brutal, soit un dégonflement progressif.

Malgré ces craintes, les investisseurs prévoient une hausse des indices actions comprise entre 8 et 15 % pour 2026. Chez UBS, les analystes pronostiquent un S&P 500 à 7 500 points en 2026, porté par une croissance des bénéfices de l'ordre de 14 %, nourrie pour près de la moitié par les secteurs de la tech. Le CAC 40 pourrait finir autour de 8 700 / 9 000 points.

Des taux directeurs orientés à la baisse

La banque centrale américaine devrait poursuivre la baisse de ses taux, mais de manière modérée, en scrutant l'évolution de l'inflation. Certes, Donald Trump continuera de faire pression sur la Fed pour une accélération en vue des élections de mi-mandat.

La BCE, qui est en mode pause depuis l'automne, doit prendre en compte la progression des prix au sein de certains États, l'écart de taux avec les États-Unis et le souhait des gouvernements d'alléger le coût de la dette publique.

Des taux obligataires en hausse

À un an de l'élection présidentielle, la France pourrait devenir une source majeure d'inquiétude en Europe, confrontée qu'elle est à une dette publique toujours mal maîtrisée. Par ailleurs, l'accroissement du déficit public allemand limite la perspective d'une baisse marquée des taux souverains. S'agissant des taux directeurs, la Banque centrale européenne devra composer avec une politique monétaire de la Réserve fédérale de plus en plus accommodante. Une légère baisse des taux en 2026 demeure envisageable, d'autant que, pour l'heure, les craintes d'un retour de l'inflation restent contenues. La BCE pourrait ainsi être tentée d'agir afin de freiner l'appréciation de l'euro, au risque de susciter l'ire du président américain.

Pétrole : calme plat sauf...

Le cours du pétrole, sauf crise internationale majeure, ne devrait pas connaître de forte hausse, en particulier si un accord de paix intervenait en Ukraine. Le ralentissement de la croissance mondiale pèserait alors sur la demande, tandis que l'offre continuerait d'augmenter avec la fin de l'accord de régulation de l'OPEP+. Certes, ce scénario pourrait être remis en cause en cas d'aggravation de la crise entre le Venezuela et les États-Unis ou d'une reprise des tensions avec l'Iran.

L'or : fin d'un cycle

Depuis 2020, l'or ne cesse de s'apprécier. En 2026, la poursuite de la baisse des taux directeurs pourrait continuer de soutenir la demande de métal précieux. À l'inverse, un retour durable de la paix en Ukraine exercerait un effet modérateur. Plusieurs experts estiment néanmoins que l'once pourrait dépasser les 5 000 dollars.

Bitcoin : la grande incertitude

Après une année en demi-teinte, le bitcoin peut-il rebondir ? Il pourrait, au contraire, pâtir des doutes croissants sur l'IA, de l'essor des stablecoins et des futurs lancements de monnaies digitales de banque centrale. La diffusion progressive de la blockchain pourrait conduire à une forme de banalisation du bitcoin qui perdrait alors son statut d'icône ou de pionnier.

Tableau récapitulatif des marchés en 2025

Indice	31 décembre 2025	Variation mensuelle décembre 2025 en %	Variation annuelle en %	31 décembre 2024
CAC40	8 149,50	+0,65	+10,42	7 380,74
DAXX	24 490,41	+3,82	+22,43	19 909,14
Footsie 100	9 931,38	+2,36	+21,51	7 451,74
Eurostoxx 50	5 791,41	2,19	+18,29	4 895,98
Dow Jones	48 220,13	+1,94	+13,30	42 544,22
Nasdaq Composite	23 372,75	+0,32	+20,92	19 310,79
S&P 500	6 879,57	+0,95	+16,93	5 881,63
Nikkei	50 339,48	+2,10	+26,18	39 894,54
Shanghai Composite	3 968,84	+1,40	+18,41	3 351,76
Euro/dollar	1,1735	+0,99	+13,23	1,0380
Once d'or (USD)	4 325,17	+2,40	+65,08	2 613,95
Pétrole Brent (USD)	61,23	-2,64	-17,59	74,30
Bitcoin (USD)	87 566,4406	+1,04	-6,63	93 776,61

Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 2 janvier 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 31 déc. 2025	Résultats 31 déc. 2024
CAC 40	8 195,21	+1,03 %	8 149,50	7 380,74
Dow Jones	48 710,97	+1,55 %	48 220,13	42 544,22
S&P 500	6 929,94	+1,28 %	6 879,57	5 881,63
Nasdaq Composite	23 593,10	+2,55 %	23 372,75	19 310,79
Dax Xetra (Allemagne)	24 523,83	+0,71 %	24 490,41	19 909,14
Footsie 100 (Royaume-Uni)	9 951,14	+1,04 %	9 931,38	7 451,74
Eurostoxx 50	5 850,38	+1,45 %	5 791,41	4 895,98
Nikkei 225 (Japon)	50 339,48	-0,15 %	50 339,48	39 894,54
Shanghai Composite	3 968,84	+1,25 %	3 968,84	3 351,76
Taux OAT France à 10 ans	+3,612 %	+0,050 pt	+3,561 %	+3,194 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,901 %	+0,039 pt	+2,862 %	+2,362 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,184 %	+0,046 pt	+4,138 %	+4,528 %
Cours de l'euro/dollar	1,1734	-0,43 %	1,1735	1,0380
Cours de l'once d'or en dollars	4 329,19	-3,46 %	4 325,17	2 613,95
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	60,45	-2,37 %	61,23	74,30
Cours du Bitcoin en dollars	90 381,0340	+4,10 %	87 566,4406	93 776,61

Mesures fiscales en attente de budget

L'absence de loi de finances en fin d'année conduit le gouvernement à prendre des mesures temporaires pour assurer la continuité de l'action publique avec notamment l'adoption de la loi spéciale. L'administration a, par ailleurs, un document indiquant les mesures fiscales dérogatoires qui devraient être adoptées ou prolongées par le futur budget qui sera en discussion au mois de janvier. Cette note vise à rassurer les contribuables et à éviter des anticipations négatives par exemple sur des projets d'investissement.

Le cœur du problème réside dans l'impossibilité, en principe, de faire rétroagir les dispositions fiscales. Sans budget voté, toute mesure nouvelle ou toute prorogation de dispositif arrivé à échéance se trouve juridiquement suspendue. L'exécutif cherche donc à préparer le terrain en annonçant, en amont, les mesures qu'il souhaite voir confirmées ultérieurement, afin de sécuriser leur application dès le 1^{er} janvier.

La rétroactivité fiscale logiquement proscrite, devient implicitement admise à condition d'avoir été annoncée. La communication du gouvernement est également destiné au Conseil constitutionnel afin que celui-ci n'annule pas des dispositions au nom de la non-rétroactivité.

Dans le document communiqué le 31 décembre, le gouvernement a ciblé plusieurs mesures de soutien au monde agricole. Les mécanismes d'épargne de précaution, les crédits d'impôt environnementaux ou les exonérations liées aux crises sanitaires sont ainsi listés.

Les territoires ultramarins constituent un second axe majeur. Les adaptations fiscales envisagées tiennent compte à la fois des catastrophes naturelles, des troubles sociaux récents et des fragilités structurelles en matière foncière.

La continuité des dispositifs en faveur de l'investissement et de l'innovation est également recherchée : crédits d'impôt orientés vers la recherche collaborative, la transition industrielle ou les jeunes entreprises innovantes.

Le maintien temporaire des avantages accordés à l'investissement des particuliers dans les PME (dispositif Madelin) vise à éviter toute rupture dans le financement des entreprises.

Dans sa liste de mesures qui devraient être adoptées figurent les exonérations sur les pourboires, la participation accrue de l'employeur aux transports et les incitations aux dons.

ÉCONOMIE

Europe : pourquoi un tel retard sur les Etats-Unis ?

Depuis une vingtaine d'années, les Etats de l'Union européenne accusent un retard de croissance par rapport aux Etats-Unis. Celui-ci est mesuré par plusieurs indicateurs : le taux de croissance, le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat, la productivité. Au-delà de la baisse des productivité, les deux questions clefs sont son origine et son comblement.

Le PIB par tête s'élève à 85 000 dollars aux Etats-Unis contre 42 000 pour l'Union Européenne. Ce rapport de 1 à 2 est plus faible en prenant en compte le niveau de prix et en retenant comme indicateur le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat. Celui-ci est de 78 000 dollars aux Etats-Unis et de 55 000 au sein de l'Union européenne. Depuis 2010, l'écart entre les deux zones économiques s'accroît fortement (+20 %).

L'écart de PIB est avant tout la conséquence de la divergence des gains de productivité de part et d'autre de l'Atlantique. La productivité par heure travaillée a progressé de 38 % entre 2002 et 2025 aux Etats-Unis, contre 20 % au sein de l'Union européenne et de 18 % en zone euro. Elle baisse depuis 2017 au sein de cette dernière. Au total, la productivité horaire a augmenté de 12% de plus aux Etats-Unis que dans l'Union européenne et de 16% de plus que dans la zone euro de 2002 à 2023.

Le retard de l'Europe est imputable à plusieurs facteurs dont, en premier lieu, celui de la taille des secteurs des technologies de l'information et de la communication (TIC). La valeur ajoutée du secteur des TIC représente 8 % du PIB, en 2025, aux Etats-Unis, contre 4,5 % en zone euro. La croissance de ce secteur est deux fois plus rapide aux Etats-Unis qu'en Europe depuis le début des années 2000.

La productivité du travail dans le secteur des TIC augmente rapidement, et beaucoup plus vite aux Etats-Unis que dans la zone euro. Entre 2002 et 2025, celle-ci a progressé de 200 % chez les premiers contre 50 % pour la seconde. Sur cette période, l'écart annuel entre les gains de productivité aux Etats-Unis et dans la zone euro dans les secteurs des TIC est de 4,5 points de pourcentage. Cet écart est particulièrement élevé de 2003 à 2011.

Le retard en matière de TIC en Europe s'explique notamment par la faiblesse des dépenses de Recherche-Développement. Ces dépenses représentaient 3,5 % du PIB, en 2025, aux Etats-Unis, contre 2,4 % en zone euro. Elles sont relativement stables en Europe depuis une dizaine d'années quand elles progressent Outre-Atlantique. Les investissements en Nouvelles Technologies dans la zone euro sont insuffisants. Ils s'élèvent à 0,7 % du PIB, en 2025, contre 1,25 aux Etats-Unis.

L'Europe est handicapée par l'absence d'un marché unifié de capitaux et par la faiblesse des fonds de private equity qui joue un rôle important dans le financement des entreprises du secteur des TIC.

Les mesures de protection de l'emploi en Europe ne favorise pas l'essor de nouveaux secteurs d'activité. Les pouvoirs publics tendent à protéger les secteurs traditionnels et sont les relais de la population qui sont inquiets du développement des nouvelles technologies accusées de détruire des emplois.

L'Espagne et l'Italie sont-elles surévaluées ?

Depuis plusieurs années, l'Espagne se distingue par un taux de croissance supérieur à la moyenne de la zone euro. De son côté, l'Italie, longtemps mauvais élève de l'Europe en matière de finances publiques a réussi le tour de force de diviser son déficit budgétaire. Au-delà de ces succès réels, la situation de ces deux pays demeure fragile. Le vieillissement démographique et la faiblesse des gains de productivité pourraient remettre en cause les performances économiques et financières dans un avenir proche. Pour le moment, les investisseurs ignorent ces problèmes mais pour combien de temps ?

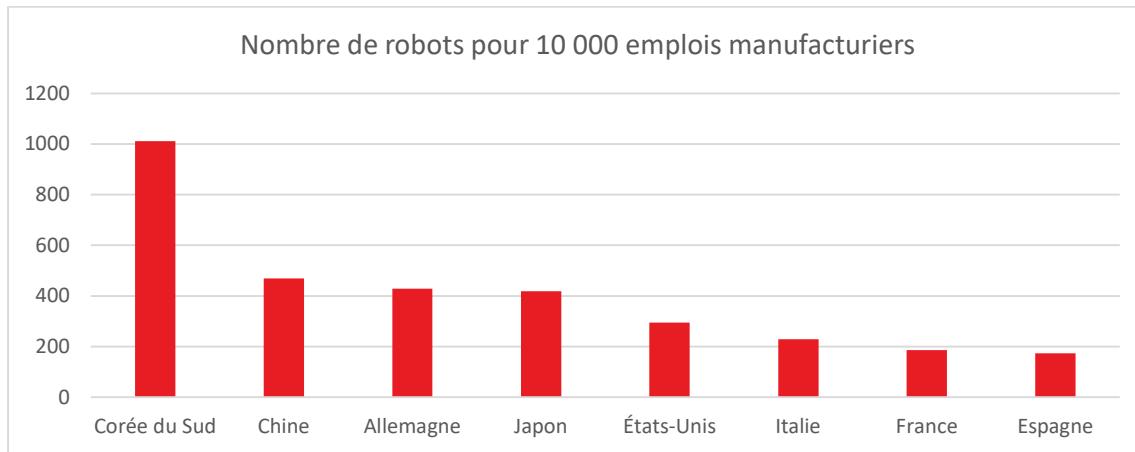
L'Espagne et l'Italie empruntent à un taux plus faible que la France. Les écarts de taux avec ceux de l'Allemagne se sont réduits, preuve de la confiance qu'inspirent ces deux pays auprès des investisseurs internationaux. Le déficit public de l'Espagne comme celui de l'Italie est revenu autour de 3 % du PIB. Pour la seconde, la réduction entre 2023 et 2025 a été importante, plus de trois points de PIB. L'Espagne connaît une croissance autour de 3 % pour son PIB. En revanche, l'Italie enregistre une expansion plus modérée entre 0,5 et 1 %. La croissance espagnole est tirée par le tourisme et par l'agro-alimentaire. Mais cette amélioration de leur situation économique ne doit pas cacher que l'Espagne et l'Italie sont affectées par de nombreux problèmes structurels.

Un vieillissement démographique prononcé

L'Espagne et l'Italie sont affectées par un fort vieillissement démographique qui n'est que partiellement compensé par l'immigration. L'Espagne a accueilli 2 millions d'immigrés en 3 ans et assume cette ouverture sur l'étranger. L'Italie dont le gouvernement s'est faire élire en partie sur un programme anti-immigration a dû y renoncer et a accordé 450 000 permis de travail entre 2023 et 2025. Elle prévoit d'en autoriser 500 000 entre 2026 et 2028. Ces deux pays se caractérisent par des taux de fécondité faibles, 1,1 en Espagne et 1,2 en Italie. Depuis plusieurs années, la population active diminue de 1 % par an.

Une stagnation de la productivité

La productivité du travail croît très lentement en Espagne depuis 2018 et recule en Italie depuis 2022. Dans ce dernier pays, la productivité est étale depuis quinze ans. En Espagne, la hausse atteint 10 %. La croissance n'est donc pas basée sur une progression de la productivité. L'Italie et l'Espagne sont avec la France les pays qui utilisent le moins de robots au sein de l'OCDE.

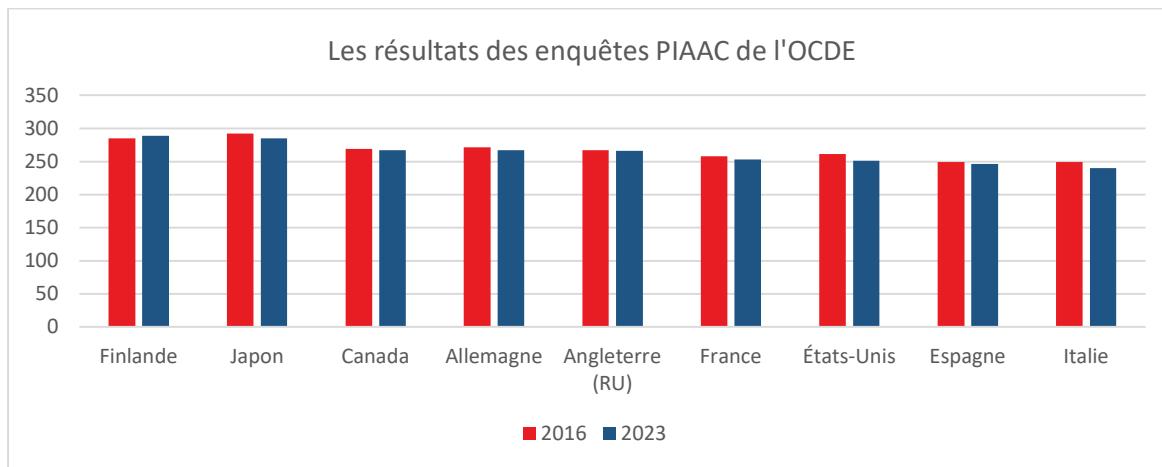


Cercle de l'Epargne – données Worldrobotics

La faible productivité et la baisse de la population active associée à un niveau de compétences de celle-ci perfectible expliquent la stagnation de la production manufacturière en Espagne et son recul en Italie.

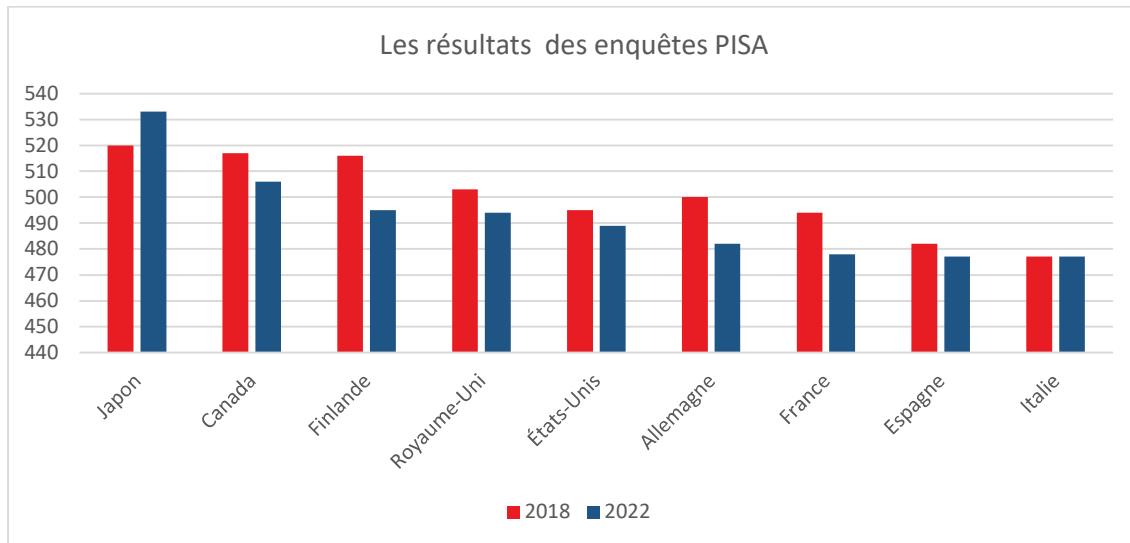
Une faiblesse ses compétences de la population active

L'Espagne et l'Italie sont en fin de peloton pour le niveau de formation de jeunes au sein de l'OCDE comme en témoignent les enquêtes de l'OCDE.



Cercle de l'Epargne – données OCDE

Ce faible niveau de formation rejaillit sur celui des compétences des actifs, comme l'indique l'étude PISA de l'OCDE.



Cercle de l'Epargne – données OCDE

Un taux d'emploi médiocre

Au sein de l'Union européenne, l'Espagne et l'Italie se démarquent par un faible niveau du taux d'emploi. Avec des taux respectifs, en 2025, de 67 et 64 %, ces deux pays sont loin derrière les Pays-Bas (82 %) ou l'Allemagne (78%).

Un taux de chômage des jeunes élevé

Le taux de chômage des jeunes de 15 à 24 ans (calculé comme la proportion de la population non scolarisée qui recherche un emploi), a certes beaucoup baissé depuis le début des années 2010, mais reste anormalement élevé, tant en Espagne qu'en Italie. Il s'élève à 25 % chez la première et à 20 % pour la seconde en 2025.

Un recul du pouvoir d'achat des salariés

Compte tenu de l'évolution de la productivité et de l'inflation, le pouvoir d'achat du salaire par tête a stagné depuis 2009 en Espagne et a reculé de 7% en Italie depuis 2011. Les consommateurs de ces deux pays se sont donc appauvris.

L'Espagne : championne des TIC

L'Espagne dont le taux de croissance est élevé arrive à réduire ses faiblesses ce qui est le moins le cas pour l'Italie. Les secteurs des technologies de l'information et de la communication et de la pharmacie se développent rapidement en Espagne, en particulier avec des investissements étrangers importants. Ces derniers ont atteint 35

milliards d'euros en 2024 en Espagne, contre 29 milliards d'euros en France, 19 milliards d'euros en Allemagne et 15 milliards d'euros en Italie.

La valeur ajoutée du secteur des technologies de l'information et de la communication représente 3,3 % du PIB en Espagne contre 3,1 % en Italie. L'économie espagnole n'est donc pas soutenue uniquement par les secteurs comme le tourisme. La balance commerciale assure néanmoins 4,5 % du PIB espagnol, contre 1 % pour l'Italie.

L'Espagne en pointe pour les énergies renouvelables

Ces dernières années, l'Espagne a réussi à développer les énergies renouvelables. Celles-ci fournissent 56 % de l'électricité et 25 % du total de l'énergie, alors qu'en Italie, les ratios respectifs sont 43% de l'électricité et 19 % (année 2024). L'Espagne, dispose d'un avantage comparatif avec un prix de l'électricité plus faible que l'Allemagne et que l'Italie (82 euros le MWh en Espagne, 103 euros le MWh en Allemagne, 115 euros le MWh en Italie). Il demeure néanmoins plus élevé qu'en France (56 euros le MWh). Le taux d'investissement des entreprises est sensiblement plus important en Espagne qu'en Italie. Il s'élevait en 2025 à 12 % du PIB en Espagne contre 11 % en Italie.

Au-delà de certaines faiblesses structurelles, l'Espagne et l'Italie ont réussi un rebond économique et budgétaire prouvant que le déclin n'est pas une fatalité. Ces deux pays sont dirigés par des gouvernements d'obédience politique différente. L'Espagne a été incapable de faire adopter depuis trois ans le moindre budget. Ces deux pays ont su utiliser de manière efficiente les aides européennes issues du plan Next Generation EU (72 milliards d'euros venant de ce plan ont été reçus par l'Espagne, sur un total de 163 milliards d'euros de prêts et de subventions possibles, 140 milliards d'euros ont été reçus par l'Italie sur un total de 194 milliards d'euros possibles). Malgré tout, au vu du poids croissant des TIC et de l'énergie renouvelable au sein de l'économie, l'Espagne pourrait continuer à enregistrer un taux de croissance élevé. L'Italie, e revanche, risque de connaître une évolution plus lente.

CONJONCTURE ET ACTUALITES

La Bulgarie : le 21^e membre de la zone euro

Au 1^{er} janvier 2026, la Bulgarie est devenue le 21^e membre de la zone euro, preuve de l'attractivité de celle-ci. Cette adhésion acte une situation déjà largement installée. Dix-neuf ans après son entrée dans l'Union européenne, la Bulgarie se prépare depuis des années avec un travail de convergence économique et financière. Elle a ainsi progressivement rempli l'ensemble des critères exigés par les traités européens. Les évaluations convergentes de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne ont conduit le Conseil de l'Union européenne à valider, le 8 juillet dernier, l'entrée officielle du pays dans la zone euro, en fixant de manière irrévocable le taux de conversion du lev, l'ancienne monnaie bulgare à 1,95583 pour un euro.

Sur le plan budgétaire, la Bulgarie se situe largement en deçà des seuils fixés par le pacte de stabilité. Les données publiées pour 2024 indiquent un déficit public d'environ –3,0 % du produit intérieur brut (PIB). En matière de dette publique, le ratio demeure faible, 24,1 % du PIB en 2024, soit l'un des niveaux les plus bas de l'Union. Ces ratios contrastent fortement avec la situation moyenne dans la zone euro, où la dette publique dépasse 80 % du PIB et le déficit s'établit autour de –3,1 % du PIB.

Pour l'adhésion à la zone euro, la Bulgarie a également renforcé ses institutions : la banque centrale a gagné en indépendance, répondant aux critères juridiques exigés par les traités européens. Les taux d'intérêt à long terme, autour de 3,9 %, restent contenus, et le lev n'a connu que de faibles variations au sein du Mécanisme de change européen. Sur le plan des échanges, l'intégration est déjà tangible. En 2024, environ 45 % des exportations de biens et services bulgares étaient dirigées vers la zone euro, et plus de 40 % des importations provenaient de la même zone. Cette spécialisation géographique reflète des liens économiques profonds avec les principaux partenaires de l'euro, notamment l'Allemagne qui représente près de 14 % des exportations et 11 % des importations bulgares.

Dans le domaine financier, la préférence pour l'euro se manifeste déjà avant l'adoption formelle. Une part significative de la dette publique est libellée en euros et une proportion croissante de crédits bancaires est accordée dans la monnaie unique. L'usage des billets en euros par les ménages, bien qu'inférieur à celui observé dans d'autres économies voisines, a augmenté régulièrement ces dernières années.

L'adoption de l'euro devrait réduire les coûts de transaction, supprimer le risque de change et renforcer l'attractivité du pays pour les investisseurs étrangers. L'intégration dans l'Union bancaire impliquera une supervision renforcée de la part de la Banque centrale européenne sur les principales banques bulgares, ce qui peut être perçu comme un gage de stabilité accrue.

La Bulgarie reste l'un des pays les plus pauvres de l'Union en termes de PIB par habitant et de productivité. Les progrès économiques depuis l'entrée dans l'UE ont été significatifs : le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat est passé d'environ 40 % de la moyenne européenne en 2007 à près de deux tiers en 2024. Les contraintes institutionnelles persistent, en particulier dans les domaines de la lutte contre la corruption et du renforcement des capacités administratives. La lenteur dans l'absorption des fonds européens et l'efficacité des dépenses publiques freinent aussi l'impact des investissements structurants dont le pays pourrait tirer parti.

Le logement : un problème européen !

Au sein de l'Union européenne, de nombreux États sont confrontés à une crise récurrente du logement. De nombreux Européens éprouvent des difficultés pour trouver un logement décent et le prix des logements ne finit pas d'augmenter. La part du budget consacrée à ce poste est en hausse depuis vingt ans, ce qui contribue à la perte de confiance des ménages. Les États membres apparaissent largement impuissants face à cette dégradation.

Logiquement, la question du logement n'entre pas dans le champ des compétences de Bruxelles. Et pourtant, si la Commission européenne s'en empare aujourd'hui, c'est que l'alerte est devenue impossible à ignorer. À l'automne 2024, la nomination d'un commissaire spécifiquement chargé du Logement, le Danois Dan Jørgensen, a constitué un signal politique fort : la reconnaissance d'une crise systémique touchant désormais le cœur économique et social du continent.

La crise immobilière actuelle ne se caractérise pas par un effondrement des prix, mais par un marché qui exclut ceux qui ne sont pas propriétaires. Ces derniers sont globalement épargnés, tandis que les tensions se concentrent sur les locataires, les primo-accédants et, plus largement, sur les classes moyennes et populaires. En vingt ans, dans la quasi-totalité des États membres, la part du logement dans le budget des ménages n'a cessé d'augmenter, rognant progressivement les marges de consommation et d'épargne. Selon Eurostat, plus de 10 % des Européens consacrent désormais plus de 40 % de leurs revenus au logement, un seuil considéré comme critique. La proportion de propriétaires n'augmente plus, en particulier en France.

Une envolée des prix devenue structurelle

Depuis 2015, les prix des logements ont progressé en moyenne de 58 % dans l'Union européenne. Cette hausse, spectaculaire, a été particulièrement marquée dans les pays d'Europe centrale et orientale, mais aussi dans certaines métropoles d'Europe occidentale. Après un léger reflux en 2022-2023, sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt, la détente monétaire engagée par la Banque centrale européenne a relancé la dynamique. Au deuxième trimestre 2025, les prix des logements dans l'UE affichaient une progression annuelle de 5,4 %.

Les situations nationales restent contrastées. La République tchèque, l'Espagne, la Hongrie ou encore le Portugal connaissent des hausses à deux chiffres, portées par des perspectives de revenus favorables et un regain de la demande. Depuis fin 2019, les Pays-Bas se distinguent par une augmentation cumulée proche de 60 %. L'Allemagne et la France, quant à elles, demeurent encore légèrement en-deçà de leurs sommets atteints fin 2021, mais les prix des logements demeurent à un niveau élevé. À Paris, selon une étude de la Deutsche Bank, un couple actif devrait consacrer 83 % de son revenu disponible au remboursement d'un prêt sur vingt ans pour acquérir un appartement de 90 m², même en disposant d'un apport initial de 20 %. Ce ratio nourrit le sentiment de déclassement et alimente une défiance sociale et politique croissante.

Quand le logement freine la mobilité et la démographie

Les conséquences de cette crise dépassent largement la sphère résidentielle. L'accès au logement conditionne désormais la mobilité professionnelle, l'entrée dans la vie adulte et la constitution des familles. Comme l'a reconnu Ursula von der Leyen devant les eurodéputés, « *les infirmiers, les enseignants et les pompiers n'ont plus les moyens de vivre là où ils travaillent* ». Les emplois se concentrent dans les métropoles, mais ces dernières deviennent inaccessibles à ceux qui les font fonctionner. Une étude menée en Suède en 2024 montre que la flambée des prix à Stockholm réduit significativement la mobilité géographique, en particulier chez les jeunes diplômés et les travailleurs qualifiés. Les jeunes Européens quittent de plus en plus tard le domicile parental et retardent leurs projets familiaux. Dans un continent déjà confronté au vieillissement, le logement devient un facteur aggravant de la dénatalité.

Une offre asphyxiée, une construction en panne

Face à cette demande soutenue, l'offre de logements reste insuffisante. Les permis de construire ont reculé d'environ 20 % en cinq ans dans l'Union européenne et demeurent à des niveaux historiquement bas. Les causes sont désormais bien identifiées : lourdeurs administratives, contraintes réglementaires, pénurie de foncier dans les zones tendues et explosion des coûts de construction, en hausse de 56 % depuis 2010 selon la Commission. La Banque européenne d'investissement estime qu'il aurait fallu construire un million de logements supplémentaires en 2025 pour répondre à la demande, soit un volume supérieur de 70 % aux mises en chantier effectivement réalisées. Cet écart structurel explique pourquoi les prix progressent plus rapidement que les revenus dans la plupart des grandes villes européennes, là même où se concentrent l'activité et l'innovation.

Financiarisation et tensions sociales

L'immobilier fait l'objet d'une financiarisation croissante. Dans plusieurs grandes capitales — Londres, Berlin, Milan, Varsovie ou Athènes — l'arrivée d'investisseurs institutionnels a contribué à accentuer la gentrification avec, pour corollaire, la diminution du nombre de logements accessibles aux catégories sociales modestes ou

moyennes. Une étude menée par des chercheurs de Sciences Po conclut que ces acteurs privilégient les segments les plus solvables du marché, réduisant le parc de logements sur les autres segments.

Ce phénomène est également constaté aux États-Unis, pays dans lequel certaines grandes entreprises technologiques, comme Google ou Amazon, investissent directement dans des programmes de logements abordables, parfois à hauteur de plusieurs centaines de millions de dollars, afin de loger leurs salariés et de préserver leur attractivité. En France, les entreprises situées dans les régions balnéaires, en particulier en Corse, sont contraintes de faire de même pour attirer et fidéliser des salariés.

Un défi politique majeur pour l'Europe

Le logement s'impose ainsi comme un révélateur des fragilités européennes : fragilité sociale, avec l'érosion des classes moyennes ; fragilité économique, avec une mobilité du travail entravée ; fragilité politique, enfin, tant la question alimente les frustrations et les radicalités. La Commission parviendra-t-elle à débloquer des marchés immobiliers entravés par le manque de foncier, la surréglementation et la faible industrialisation des processus de construction ?

Le logement concentre désormais une part croissante des déséquilibres européens. Il pèse sur le pouvoir d'achat, freine la mobilité du travail, retarde les projets de vie et accentue les fractures sociales. Tant que les marchés resteront contraints par la rareté du foncier, l'accumulation des normes et la faible industrialisation de la construction, la hausse des prix ne relèvera pas de l'exception mais de la règle. En s'emparant du sujet, la Commission européenne touche à un enjeu central de compétitivité et de cohésion. Elle y engage sa capacité à transformer un diagnostic largement partagé en réponses concrètes.

Le marché automobile français toujours en panne

En 2025, les immatriculations de voitures neuves reculent, en France, pour la deuxième année consécutive, confirmant l'incapacité du secteur à retrouver une trajectoire de normalisation après la crise sanitaire. Avec environ 1,63 million de véhicules vendus, le marché enregistre une contraction de 5 % sur un an, après un repli déjà significatif en 2024.

Cette faiblesse persistante s'inscrit dans une combinaison de plusieurs facteurs. La montée de l'incertitude économique entretient un taux d'épargne élevé, tandis que le renchérissement du prix des véhicules modifie profondément l'arbitrage des ménages. La décision d'achat automobile, autrefois relativement routinière, est devenue plus rare, plus différée et plus contrainte. À cela s'ajoute l'instabilité liée à la transition énergétique L'électrification du parc coûteuse et toujours source de doute parmi une partie des automobilistes s'amorce mais incite ces derniers à différer leur achat.

La contraction du marché est particulièrement marquée chez les ménages, dont les achats reculent d'environ 7 %. Les entreprises enregistrent une baisse plus prononcée encore, proche de 11 %, sous l'effet notamment des évolutions de la fiscalité des avantages en nature. Seuls certains canaux spécifiques — location de courte durée et véhicules de démonstration — affichent une progression, de l'ordre de 5 %, sans modifier la tendance de fond.

Dans ce contexte dégradé, les performances des constructeurs divergent. Le groupe Stellantis subit une nouvelle année difficile, avec un recul de ses ventes supérieur à 7 %. Les marques historiques du groupe évoluent de manière contrastée, Peugeot recule modérément, Fiat connaît une chute marquée, tandis que Citroën parvient à stabiliser, voire à accroître, ses volumes grâce au renouvellement de sa gamme. Malgré ces ajustements, l'ensemble demeure insuffisant pour enrayer l'érosion du groupe sur son marché domestique.

À l'inverse, Renault parvient à tirer parti d'un positionnement plus favorable. Dans un marché globalement orienté à la baisse, ses immatriculations progressent légèrement, permettant au constructeur de reprendre la première place en France. Cette performance repose essentiellement sur la marque Renault, tandis que Dacia enregistre un repli modéré, signe d'un essoufflement sur l'entrée de gamme.

La hiérarchie des modèles reflète cette domination nationale. Les constructeurs français occupent les premières places du classement des ventes, avec la Clio en tête, suivie de la Peugeot 208 et de la Dacia Sandero. Le retour de la R5 se traduit par une percée notable. Le modèle s'impose comme la voiture électrique la plus vendue du marché français (4^{ème} sur le marché européen), confirmant l'existence d'une demande pour des véhicules électriques plus compacts et plus accessibles.

Chez les constructeurs étrangers, la situation reste contrastée. Toyota subit un net repli, tandis que Volkswagen limite les pertes. La progression la plus marquante provient des constructeurs chinois, dont la part de marché dépasse désormais 4 %, avec des volumes en forte croissance. À l'opposé, Tesla connaît une nouvelle année de recul, pénalisée par le vieillissement de sa gamme et un environnement d'image moins favorable.

Après un ralentissement en 2024, la part des véhicules électriques progresse à nouveau pour atteindre environ 20 % des immatriculations neuves. Cette reprise est largement portée par les entreprises, sous l'effet des obligations issues de la loi de finances 2025, mais aussi par les ménages, soutenus partiellement par le dispositif de leasing social. En intégrant les hybrides rechargeables, plus d'un quart des véhicules neufs vendus sont désormais électrifiés.

Cette dynamique contribue à une baisse progressive des émissions moyennes de CO₂ des véhicules neufs, passée sous le seuil des 82 grammes en fin d'année. Elle apporte également un soulagement relatif aux constructeurs, confrontés aux exigences de réduction d'émissions fixées par la Commission européenne, même si l'assouplissement récent des objectifs ne dissipe pas l'ensemble des contraintes.

Les perspectives pour 2026 demeurent incertaines. Selon les analyses de C-Ways, un léger redressement pourrait intervenir, principalement du côté des flottes d'entreprises, à mesure que les nouvelles règles fiscales seront intégrées. Toutefois, le volume total des ventes resterait contenu entre 1,6 et 1,7 million de véhicules. À ce niveau, la question de la surcapacité productive reste entière et alimente le risque de restructurations industrielles à court ou moyen terme.

Nous n'avons jamais eu tant besoin de Tocqueville !

Alexis de Tocqueville occupe une place à part dans l'histoire du libéralisme. Longtemps, son talent fut avant tout reconnu au-delà des frontières françaises. Il n'est pas par ailleurs issu des classes bourgeoises du XIXe siècle qui épousent leur époque en vantant les bienfaits de l'économie de marché. Il est un enfant d'une famille aristocratique qui a été victime des exactions de la Révolution française et notamment de la Terreur. Tocqueville a été l'observateur lucide d'un ordre nouveau en gestation. Cette position marginale lui conféra un regard d'une rare acuité. Il ne croyait ni à l'automaticité du progrès, ni à l'autorégulation spontanée des sociétés démocratiques. Pour lui, la liberté est un équilibre instable, toujours menacé, qui dépend autant des institutions que des comportements collectifs.

Son apport intellectuel repose principalement sur deux ouvrages : « De la démocratie en Amérique », analyse systémique du fonctionnement d'une société égalitaire, et « L'Ancien Régime et la Révolution », qui met en lumière la continuité institutionnelle entre la monarchie centralisée et l'État issu de la Révolution.

Tocqueville n'était pas un libéral doctrinaire. Il participa pleinement à la vie publique, fut un acteur des années 1820 sur l'avenir politique et institutionnel de la France, et exerça brièvement les fonctions de ministre des Affaires étrangères en 1849. Cette expérience politique nourrit une pensée attentive aux contraintes concrètes de l'action publique, aux limites de la décision centralisée et aux effets à long terme des choix institutionnels.

La question centrale de son œuvre est celle du rapport entre démocratie et liberté. Tocqueville considérait la démocratie comme un horizon historique inéluctable, mais il refusait d'en faire un synonyme de liberté. Une démocratie peut concentrer le pouvoir autant qu'elle peut le diffuser. Elle peut produire une société d'individus juridiquement égaux mais économiquement et politiquement dépendants, réduits à ce qu'il appelait des « atomes isolés ». Sa pensée demeure d'une rare actualité au vu de l'évolution des sociétés occidentales depuis quatre-vingts ans et des problèmes qu'elles accumulent ces dernières années. L'Etat providence s'est accompagnée d'une montée de l'individualisme sur fond d'une demande d'égalitarisme jamais exaucée.

Cette intuition résonne fortement avec les débats contemporains sur la montée de l'Etat providence, la centralisation des politiques publiques et la perte d'autonomie des acteurs locaux.

Son analyse des États-Unis repose précisément sur cette distinction. Lors de son voyage en 1831, officiellement consacré à l'étude du système pénitentiaire, Tocqueville observe surtout un modèle institutionnel fondé sur la dispersion du pouvoir. Le fédéralisme, les freins et contrepoids constitutionnels, mais aussi le rôle central des collectivités locales et des associations volontaires, forment un

écosystème propice à la responsabilité individuelle et à l'engagement civique. L'activité économique elle-même s'y déploie dans un cadre décentralisé, favorable à l'initiative et à l'expérimentation. À l'inverse, l'histoire française lui apparaît marquée par une trajectoire de centralisation continue. La monarchie absolue avait déjà aspiré le pouvoir vers le sommet. La Révolutionacheva ce mouvement en supprimant les autonomies locales au nom de l'égalité. La Terreur, sous Maximilien Robespierre, fut pour Tocqueville moins un accident qu'une manifestation extrême d'un déséquilibre structure. Une démocratie sans contre-pouvoirs effectifs tend à la dictature. Cette centralisation institutionnelle eut aussi des effets économiques durables en limitant la capacité d'initiative locale et en renforçant la dépendance à l'État. La France ne s'est jamais extraite de cette empreinte. La disparition des corps intermédiaires et la remontée des problèmes au sommet sont les traits de caractère de la France.

Un autre pilier de la réflexion tocquevillienne concerne les « mœurs », au sens large. Il accordait une importance déterminante à la liberté religieuse aux États-Unis, non pour des raisons théologiques, mais parce qu'elle contribuait à la formation de normes sociales favorables à la responsabilité individuelle. Une société libérale, selon lui, ne peut fonctionner durablement sans un socle moral partagé. Les lois et les incitations économiques ne suffisent pas à elles seules à produire de la cohésion. Tocqueville n'ignorait pas les faiblesses du modèle américain. Il dénonçait l'esclavage, s'inquiétait du conformisme intellectuel et du risque d'un individualisme se transformant en repli égoïste. Il anticipait déjà les effets d'une société de masse où la recherche du confort matériel pouvait conduire à accepter une forme de servitude douce, faite de protection et de dépendance.

Aujourd'hui, la menace pesant sur les libertés ne provient pas uniquement de l'État, mais aussi d'acteurs privés dotés d'un pouvoir économique considérable. Les grandes entreprises technologiques contrôlent désormais des infrastructures essentielles à la circulation de l'information, disposent de positions dominantes. Les responsables des entreprises de pointe entretiennent des relations étroites avec les dirigeants politiques. Les nouvelles technologies de l'information et de la communication affaiblissent les intermédiaires traditionnels — télévision, radios, presse écrite, associations, collectivités. Elles contribuent à la fragmentation du débat public et à la polarisation des sociétés. La Chine a poussé à l'extrême cette logique avec l'alliance d'un État centralisé avec les entreprises technologiques étroitement contrôlées. Ce système permet une surveillance et une gestion des comportements économiques et sociaux à grande échelle. La croissance et la stabilité sont privilégiées au détriment des libertés individuelles, confirmant l'intuition tocquevillienne selon laquelle l'égalité peut s'accorder d'un haut degré de contrainte.

Aux États-Unis, la concentration croissante du pouvoir exécutif, notamment sous Donald Trump, ravive les interrogations sur l'équilibre des pouvoirs. En Europe, la montée des populismes, la centralisation des politiques économiques et sociales, et l'affaiblissement des corps intermédiaires interrogent la capacité des États à concilier efficacité économique et liberté politique, l'égalité et la demande de sécurité supplantant cette dernière.

Avant 1848, Tocqueville écrivait que l'Europe « dormait sur un volcan ». À bien des égards, cette formule conserve aujourd'hui une valeur analytique. Dans un contexte de ralentissement économique, de tensions sociales et de transitions multiples, la tentation est grande de privilégier la centralisation et la protection au détriment de l'autonomie et du pluralisme. Tocqueville rappelle que la démocratie libérale n'est jamais acquise. Elle suppose un effort constant pour préserver les équilibres institutionnels, encourager l'initiative locale et maintenir vivants les contre-pouvoirs sans lesquels l'égalité risque de se transformer en dépendance.

La République démocratique du Congo au cœur de la bataille des métaux rares

La République démocratique du Congo est classée parmi les pays les plus pauvres du monde avec un PIB par habitant inférieur à 700 dollars et plus de 60 % de la population vivant sous le seuil de pauvreté. Ce pays concentre pourtant certaines des ressources minières les plus stratégiques pour les économies avancées. Cobalt, cuivre, coltan et lithium y sont présents en quantités telles qu'ils conditionnent désormais une part de la transition énergétique et numérique mondiale. Les grandes puissances témoignent d'un intérêt croissant pour ce pays et son sous-sol. Longtemps tenues à distance par l'instabilité politique, la corruption et l'insécurité chronique, les entreprises occidentales tentent aujourd'hui de revenir sur un terrain largement occupé par la Chine. Dans cette recomposition, les États-Unis cherchent à rattraper leur retard.

Washington a identifié près de soixante « minéraux critiques », indispensables à l'industrie de défense, aux semi-conducteurs, aux batteries électriques et aux énergies renouvelables. Or, pour une majorité d'entre eux, la chaîne d'approvisionnement mondiale dépend fortement de la Chine. Le Congo constitue une alternative, à condition que les mines ne soient pas aux mains des Chinois. Ce pays assure environ 70 % de la production mondiale de cobalt, plus de 10 % de celle de cuivre et près de 15 % du coltan, métal essentiel à l'électronique grand public.

Le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche en janvier 2025 s'est accompagné d'une diplomatie assumée, mêlant sécurité, commerce et accès aux ressources naturelles. Un accord politique et économique a été conclu avec Kinshasa, sous l'appellation d'« accords de Washington ». En échange d'un soutien diplomatique et sécuritaire, le Congo s'est engagé à faciliter l'accès des entreprises américaines à ses gisements les plus prometteurs.

Les premiers effets sont visibles. À l'été 2025, KoBold Metals, soutenue par des investisseurs de la tech américaine, a obtenu un permis d'exploration — une première pour une entreprise américaine depuis près de dix ans. Le gisement de Manono, au sud-est du pays, figure parmi les plus importants réservoirs de lithium au monde. À terme, sa production potentielle pourrait excéder les importations annuelles de lithium des États-Unis. Parallèlement, le négociant suisse Mercuria a annoncé un partenariat d'environ un milliard de dollars avec Gécamines, l'entreprise minière publique

congolaise, dont l'un des responsables est français. Cette entreprise avait, ces dernières années, contracté essentiellement avec des entreprises chinoises. Le Congo avait souhaité s'affranchir des anciennes puissances coloniales.

La carte congolaise n'est pas sans limites. Le secteur minier demeure marqué par une instabilité juridique et administrative profonde. Entre 2002 et aujourd'hui, plus de la moitié des entreprises étrangères opérant dans les mines ont été impliquées dans des litiges avec l'État. L'absence d'une autorité fiscale unique, la multiplication des taxes — jusqu'à quarante-cinq organismes publics différents sollicitant des paiements — et la volatilité des permis d'exploitation compliquent toute projection de long terme. La corruption reste un obstacle majeur. Entre 2007 et 2018, Glencore, principal investisseur occidental du pays, a reconnu des faits de corruption liés à ses activités congolaises, donnant lieu à des sanctions financières importantes. Plusieurs projets, dont celui de Manono, ont été grevés par des contentieux hérités d'anciens investisseurs, occidentaux ou asiatiques, laissant subsister des droits résiduels difficiles à purger.

À ces fragilités institutionnelles s'ajoute l'insécurité persistante dans l'est du pays. Plusieurs sites miniers stratégiques, dont la mine de Rubaya — qui fournit à elle seule environ 15 % du coltan mondial — se trouvent dans des zones contrôlées de facto par le mouvement rebelle M23, soutenu par le Rwanda. L'exploitation industrielle de ces actifs suppose une stabilisation politique que ni Kinshasa ni Washington ne sont aujourd'hui en mesure de garantir.

L'objectif affiché des États-Unis est de desserrer l'emprise chinoise. Depuis l'accord sino-congolais de 2007, Pékin a sécurisé des avantages fiscaux et contractuels de long terme en échange de promesses d'investissements évaluées à 9 milliards de dollars, dont environ 6 milliards seulement ont été effectivement réalisés. En 2025, la Chine contrôle encore près de 80 % de la production minière congolaise, y compris le site de Tenke Fungurume, deuxième source mondiale de cobalt, autrefois détenue par des intérêts américains.

Les nouveaux accords prévoient la constitution d'une « réserve stratégique d'actifs » destinée en priorité aux investisseurs américains, les entreprises de pays alliés n'y accédant qu'avec l'aval de Washington. L'ambition est de bloquer l'accès de la Chine aux gisements explorés par des capitaux occidentaux et d'assécher progressivement les projets d'extension.

Le Congo demeure ainsi au cœur d'une tension durable : pays pauvre aux ressources abondantes, espace convoité mais difficilement gouvernable, il attire des stratégies de puissance sans que les conditions économiques et institutionnelles de leur succès soient pleinement réunies. La diplomatie transactionnelle à la Trump peut ouvrir des portes. Elle ne suffit pas, à elle seule, à transformer un potentiel minier en développement économique durable. Les autorités congolaises restent imprévisibles, négociant au cas par cas en fonction de leurs intérêts. Elles savent que leur richesse dépend du sous-sol et ne veulent pas s'en faire déposséder.

Une certitude : sur ce dossier, l'Europe reste, largement aux abonnés absents dans cette recomposition stratégique. Cela tient d'abord à une fragmentation de ses politiques minières et industrielles. À la différence des États-Unis ou de la Chine, l'Union européenne ne dispose ni d'une diplomatie unifiée des ressources, ni d'instruments financiers suffisamment puissants pour sécuriser des approvisionnements dans des États à haut risque politique. Les initiatives récentes — stratégie sur les matières premières critiques, partenariats dits « durables » — restent contraintes par des exigences environnementales, sociales et juridiques que ni Washington ni Pékin ne s'imposent avec la même rigueur. À cela s'ajoute une faible appétence au risque des grands groupes européens, peu enclins à s'engager durablement dans un environnement institutionnel aussi instable. En se tenant à distance, l'Europe réduit son exposition mais accepte, de facto, une dépendance accrue aux arbitrages sino-américains. A cela ajoute le poids de la colonisation passée qui constitue un handicap majeur pour nouer des relations avec les entreprises congolaises.

Le RDC a un impératif, l'amélioration de la situation de sa population. La question des retombées économiques internes demeure, en effet, en suspens. Malgré l'ampleur des flux financiers annoncés ou réalisés, le secteur minier congolais reste faiblement intégré à l'économie nationale. Les emplois directs sont limités, la transformation locale des minerais embryonnaire, et les recettes fiscales volatiles. Les infrastructures promises — routes, énergie, équipements collectifs — ont souvent été partielles ou différées. Cette dissociation entre richesse du sous-sol et pauvreté persistante de la population alimente un climat de défiance et renforce l'instabilité politique. Elle explique également la posture prudente, voire opportuniste, des autorités congolaises, qui cherchent à maximiser les concessions accordées sans s'aliéner définitivement aucun partenaire. Les métaux rares sont devenus des instruments géopolitiques avant d'être des leviers économiques. Dans ce jeu asymétrique, le Congo reste un pivot, mais pas réellement un maître de la partie. À condition de renforcer ses institutions et de sécuriser ses règles du jeu, le Congo dispose d'un atout que peu de pays possèdent la possibilité de faire coïncider ses intérêts nationaux avec des besoins mondiaux durables.

GRAPHIQUES

La Chine premier fournisseur de jouets pour l'Europe

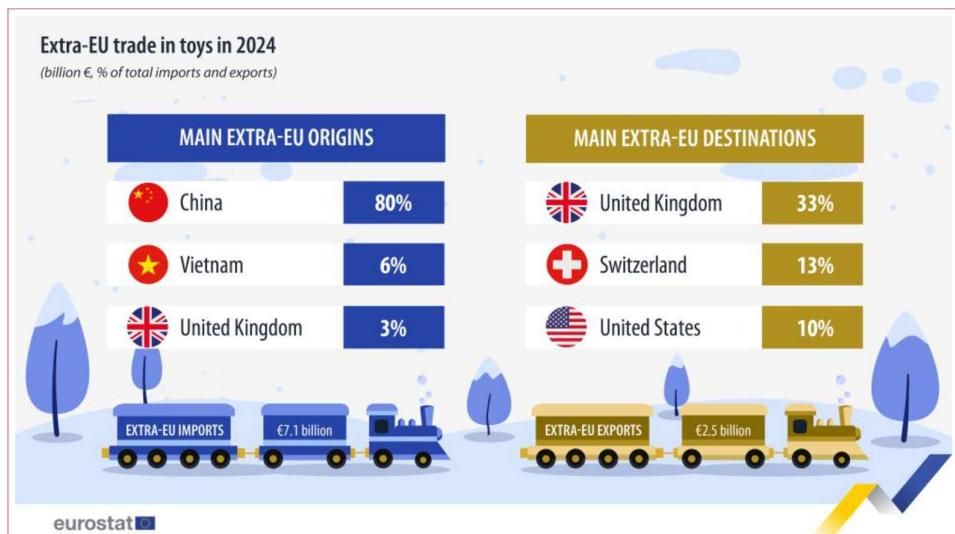
En 2024, l'Union européenne a été importatrice nette de jouets en provenance du reste du monde. Les importations de jouets en provenance de pays tiers ont atteint 7,1 milliards d'euros, soit une hausse de 0,6 milliard par rapport à 2023, tandis que les exportations extra-UE se sont élevées à 2,5 milliards d'euros, en progression de 0,2 milliard.

La Chine a été de loin le premier fournisseur de jouets de l'Union européenne, représentant 80 % des importations, pour une valeur de 5,6 milliards d'euros. Elle devance largement le Vietnam, avec 6 % des importations (418 millions d'euros), et le Royaume-Uni, qui en représente 3 % (188 millions d'euros).

L'Allemagne et les Pays-Bas ont été les principaux importateurs de jouets en provenance de pays situés hors de l'Union européenne, chacun concentrant 17 % des importations totales en valeur, tandis que la France a représenté 14 % du total des importations.

La principale destination des exportations extra-UE a été le Royaume-Uni, qui a concentré 33 % des flux, pour une valeur de 838 millions d'euros. Il est suivi par la Suisse, avec 13 % des exportations (315 millions d'euros), et par les États-Unis qui en représentent 10 % (245 millions d'euros).

Les données montrent que trois pays de l'Union européenne ont concentré près de 60 % des exportations extra-UE en valeur. Avec 28 %, la Tchéquie s'est imposée comme le premier exportateur de jouets de l'Union vers le reste du monde, devant l'Allemagne (17 %) et la Belgique (13 %).



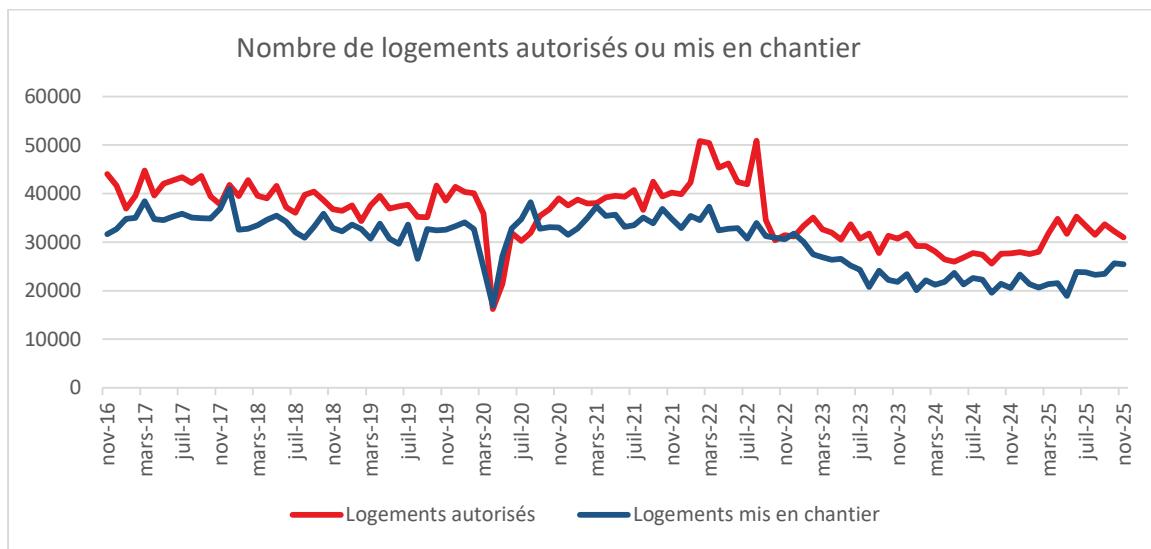
Poursuite de la baisse de la construction de logements

En novembre 2025, les autorisations de logements poursuivent leur baisse par rapport à octobre (- 3,8 % en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables), pour s'établir à 31 028 unités. Ce repli prolonge celui d'octobre (- 4,1 %), après le rebond de septembre (+ 6,8 %). Les autorisations marquent le pas au deuxième semestre après le regain d'activité observé en début d'année, qui succédait à deux années défavorables. La baisse de novembre concerne les logements collectifs tandis que les autorisations de logements individuels continuent de progresser.

De décembre 2024 à novembre 2025, 378 806 logements ont été autorisés à la construction, soit 9,5 % de moins que la moyenne des cinq années précédentes.

En novembre 2025, le nombre de logements mis en chantier s'élèverait à 25 419, en léger repli (- 1,0 %) par rapport au mois d'octobre. Ce recul succède à deux mois de hausse (+ 9,3 % en octobre et + 1,1 % en septembre). Cette baisse en novembre s'expliquerait par un léger recul des logements collectifs tandis que les logements individuels seraient en légère hausse.

De décembre 2024 à novembre 2025, 272 692 logements ont été mis en chantier, soit 22,2 % de moins que la moyenne des cinq années précédentes.



Cercle de l'Epargne - source : SDES, Sit@del2, estimations à fin novembre 2025

AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 5 janvier

En **France**, les données mensuelles des Immatriculations de véhicules neufs sont attendues.

En **Chine** et au **Japon**, es indicateurs PMI services et manufacturier de décembre seront publiés.

Au **Royaume-Uni**, les données relatives aux prêts hypothécaires, aux approbations d'hypothèques et les chiffres du crédit à la consommation en novembre seront communiqués par la BoE.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'évolution en décembre des indicateurs ISM manufacturier.

Mardi 6 janvier

En **France**, l'INSEE publiera les résultats provisoires de l'inflation en décembre.

Les indicateurs PMI de décembre des **Économies occidentales** seront publiés.

En **Allemagne**, les résultats provisoires de l'inflation de décembre seront communiqués.

Au **Canada**, le montant total des avoirs de réserves à fin décembre sera rendu public.

Mercredi 7 janvier

En **France**, l'INSEE publiera les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages de décembre.

Dans la **zone euro**, une estimation rapide de l'inflation en décembre et les données mensuelles des permis de construire en septembre seront diffusés.

En **Allemagne**, les chiffres des ventes en détail en novembre et ceux du chômage en décembre seront diffusés.

Le **PMI de la Construction** de décembre sera communiqué pour les pays occidentaux.

En **Chine**, le montant des réserves de change en USD à fin décembre sera publié.

En **Italie**, les résultats préliminaires de l'inflation de décembre seront diffusés.

Aux **États-Unis**, les chiffres des créations d'emplois non agricoles, le Rapport JOLTS - Nouvelles offres d'emploi, les indicateurs ISM non manufacturier de novembre seront diffusés.

Au **Canada**, l'indice PMI de décembre sera communiqué.

Jeudi 8 janvier

En **France**, la publication des résultats du commerce extérieur et de la balance des paiements en novembre ainsi que le montant des réserves officielles de change à fin décembre est programmée.

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, la BCE publiera les indicateurs de confiance économique et climat des affaires de décembre. Il sera également possible de consulter l'indicateur Prix à la production industrielle, marché intérieur et les statistiques du chômage en novembre 2025.

Au **Japon**, les statistiques mensuelles relatives au revenu salarial et à la rémunération des heures supplémentaires en novembre ainsi que l'indice de confiance des ménages en décembre seront diffusés.

Au **Royaume-Uni**, l'indice des prix immobiliers Halifax de décembre sera communiqué.

En **Allemagne**, les chiffres des commandes à l'industrie de novembre seront diffusés.

En **Italie**, le taux de chômage de novembre sera communiqué.

Aux **États-Unis**, les chiffres des suppressions d'emplois de décembre d'une part, le coût unitaire de la main d'œuvre et la productivité du secteur non agricole pour le troisième trimestre d'autre part seront rendus publics.

Au **Canada**, les résultats de la balance commerciale et du commerce extérieur en octobre seront publiés.

Vendredi 9 janvier

En **France** il sera possible de suivre l'évolution des dépenses de consommation des ménages en biens et de prendre connaissance de la production industrielle de novembre.

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, Eurostat diffusera l'indice des prix des logements et l'indice des prix à la production des services au troisième trimestre. Il sera également possible de consulter les indicateurs Prix des importations industrielles et Commerce de détail de novembre.

Lundi 12 janvier

Pour la **zone euro et l'Union européenne**, Eurostat diffusera l'indicateur production de services d'octobre.

Au **Japon**, Journée des Personnes Âgées (jour férié).

Mardi 13 janvier

En **France**, un communiqué sur la situation mensuelle budgétaire de l'État en novembre.

Une première publication des comptes sectoriels (ménages et entreprises) et de balance des paiements de la **zone euro** et de **l'Union européenne** au troisième trimestre sera disponible.

Mardi 14 janvier

La BCE, communiquera pour la **zone euro**, le taux d'intérêt (3 mois) et le rendement des obligations d'État à long terme en décembre.

Jeudi 15 janvier

En **France**, les résultats définitifs de l'inflation le montant des réserves nettes de change en décembre seront diffusés. Il sera également possible de consulter l'indice de référence des loyers au quatrième trimestre.

En **zone euro et dans l'Union européenne**, les résultats de la production industrielle et du commerce international de marchandises en novembre seront diffusés.

Aux **États-Unis**, l'indice des prix à l'exportation et l'indice des prix à l'importation d'octobre seront publiés.

Lundi 19 janvier

Réunion de l'**Eurogroupe**

Pour la **zone euro**, Eurostat communiquera les résultats définitifs de l'inflation en décembre.

Aux **États-Unis**, journée de Martin Luther King Junior (jour férié)

Au **Canada**, une décision de la BoC sur les taux d'intérêt est attendue.

Mardi 20 janvier

Dans **l'Union européenne** et la **zone euro**, l'office européen de la statistique communiquera une mise à jour des résultats de la croissance et de l'emploi au troisième trimestre ainsi que les chiffres de la production dans le secteur de la construction en novembre.

Jeudi 22 janvier

Nouvel an chinois

En **zone euro** et dans **l'Union européenne**, les chiffres du déficit public et de la dette au troisième trimestre seront diffusés par Eurostat.

Vendredi 23 janvier

Nouvel an chinois

En **France**, l'INSEE publiera les résultats des enquêtes conjoncturelles sectorielles et le climat des affaires en janvier.

Lundi 26 janvier

Nouvel an chinois

Aux **États-Unis**, une décision de la FED sur les taux d'intérêt est attendue.

Mardi 27 janvier

Nouvel an chinois

En **France**, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages de janvier seront communiqués par l'INSEE.

Mercredi 28 janvier

Nouvel an chinois

En **France**, les statistiques mensuelles des créations d'entreprises en décembre seront diffusées.

En **zone euro**, une deuxième publication des comptes sectoriels (ménages) au troisième trimestre 2025 sera publiée.

Jeudi 29 janvier

Pour la **zone euro**, la Commission européenne diffusera l'indicateur de confiance économique et de l'enquête auprès des entreprises et des consommateurs de janvier 2026.

Vendredi 30 janvier

En **France**, seront communiqués, pour le dernier trimestre 2025, une première estimation de la croissance ainsi qu'une estimation flash de l'emploi salarié et les chiffres des inscrits à France Travail. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution, en novembre, du volume des ventes dans le commerce et de l'indice de production dans les services. Enfin, seront publiés, les données mensuelles (décembre) des dépenses de consommation des ménages en bien, de la construction de logements et de locaux ainsi que l'indices de prix de production et d'importation de l'industrie.

Pour **l'Union européenne** et la **zone euro**, Eurostat publiera une estimation préliminaire du PIB au quatrième trimestre 2025, ainsi que les chiffres du chômage en décembre.

Vendredi 3 février

En **France**, il sera possible de consulter les chiffres des immatriculations de véhicules neufs et les résultats provisoires de l'inflation en janvier. La direction du budget publiera pour sa part l'état des lieux de la situation mensuelle budgétaire de l'État.

Lundi 5 février

En **France**, l'indice de la production industrielle de décembre 2025 sera disponible.

Le mardi 6 février

En **France**, les résultats du commerce extérieur et de la balance des paiements en décembre, les résultats provisoires de l'emploi salarié, salaires de base et durée du travail au quatrième trimestre, ainsi que le montant des réserves officielles de change à fin janvier 2026 seront diffusés.

LE COIN DES STATISTIQUES

	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 2024	+1,1 %	-0,3 %	+0,5 %	+3,2 %	+0,7 %
Troisième trimestre 2025	+0,5 %	0,0 %	0,0	+0,6 %	+0,2 %
Inflation En % novembre 2025	0,8	2,6	1,1	3,1	2,2
Taux de chômage en % - octobre 2025	7,7	3,8	6,0	10,5	6,4
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 2024	57,5	48,9	50,7	45,4	49,5
Solde public En % du PIB 2024	-5,8	-2,2	-3,8	-3,0	-3,0
Dette publique En % du PIB 2024	113	63	136,6	102,3	89,3
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 % (2/01/2026)	3,612	2,905	3,571	3,346	-

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

Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE

LA LETTRE ÉCONOMIQUE DU CERCLE DE L'ÉPARGNE

Comité de rédaction : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson

Sauf mention contraire, les textes sont rédigés par Philippe Crevel. Toute utilisation partielle des articles de la lettre doit faire l'objet de la mention de la source, « la Lettre Eco du Cercle de l'Épargne – N°XXX », Tout usage d'un article dans son intégralité doit faire l'objet d'une autorisation préalable.



TEL : 06 03 84 70 36

contact@cercledlepargne.fr • www.cercledelepargne.fr