Forecasts

Par
Jean Estin
Président, Estin & Co

C'est dans les périodes de faible visibilité que le volontarisme tient lieu – si l'on n'y prend garde – de stratégie.

L'Europe prévoit de faire (ou de voir) croître ses dépenses de santé, de soins du grand âge, de transformation énergétique et de défense d'environ 15,4% à environ 20,4%[1] de son PIB entre 2024 et 2030, qui lui-même ne croîtra qu'à 1,5% par an (hors inflation)[2] compte tenu de sa démographie, de sa productivité, et de son mix d'activités.

En conséquence, les autres secteurs économiques vont-ils s'arrêter de croître ? Certains secteurs – et lesquels – vont-ils décroître ?

Au sein de ces grands courants de croissance prévisionnels - et d'autres, semiconducteurs, digitalisation, équipements médicaux… - les différents sous-secteurs, segments d'activité, technologies et concurrents anticipent *chacun* des taux de croissance et des gains de parts de marché (entreprises) ou des gains de part de l'économie dans son ensemble (secteurs). Ces anticipations sont défendables prises individuellement. Elles sont incohérentes globalement. Certaines se réaliseront, *mais au détriment des autres*.

Le privilège de travailler dans différents secteurs et avec de nombreuses entreprises et investisseurs permet de vérifier régulièrement ces incohérences :

- Incohérences des projections de grands secteurs avec la croissance économique d'ensemble d'un pays sur le moyen terme compte tenu de sa démographie, de son mix d'activités et de sa productivité (cf. tableaux 1 et 2) ;
- Incohérence et non soutenabilité des subventions et dépenses publiques annoncées avec les capacités budgétaires et d'endettement des Etats ;
- Incohérence des projections concernant certains produits, services, nouveaux de modes de consommation, avec les structures budgétaires moyennes des ménages dans l'ensemble ou par tranches de revenus, ou avec les capacités d'investissement des entreprises ;
- En particulier, incohérence des incitations à vouloir faire investir lourdement les ménages dans des transformations significatives de leurs modes de consommation (énergie, mobilité…) alors que la hausse des actifs immobiliers contraint déjà massivement leurs budgets résiduels ;
- Incohérence des anticipations de la croissance en volume avec celles en valeur, la forte croissance pour de nombreux produits et services s'accompagnant de baisses de prix

[1] Chiffres pour l'Union Européenne ; dépenses de santé et de soins du grand âge : dérivée « au fil de l'eau » anticipée par l'Union Européenne ; transformation énergétique : rapport « Green investment needs in the EU and their funding » de janvier 2025 ; défense : 5% du PIB en 2035 contre 1,3% en 2023 (annonces du sommet de l'OTAN de juin 2025).

[2] Prévision du FMI d'avril 2025 pour l'Union Européenne (27 pays) plus le Royaume-Uni. 3,5 à 4,5% par an en nominal avec une inflation de 2-3% par an.

(hors inflation) permises par cette croissance avec les effets de productivité induits et l'alimentant (cf. tableau 3) ;

- Incohérence entre ces projections et l'inflation nécessairement induite par les impasses qu'elles créent si on veut les forcer, avec les augmentations du coût du capital, les baisses de prix des actifs qui en résulteraient et donc les effets récessifs induits ;
- Incohérence entre les anticipations et investissements de chaque acteur et la situation de surcapacité qui en résultera avec ses effets sur les prix, les marges et les capacités de réinvestissement qui s'en suivront.

Par exemple, dans l'automobile en France, où les ménages n'achètent plus de voitures neuves (les voitures d'occasion représentent 75% des ventes en 2024), comment concilier les multiples objectifs et prévisions ? Electrification massive des ventes neuves d'ici 2035 (insuffisante pour transformer le parc), réduction de ce parc pour favoriser d'autres moyens de mobilité (réduisant le volume potentiel des ventes), positions contradictoires concernant l'âge limite des vieilles voitures, ré-industrialisation et développement des constructeurs nationaux ou européens (difficilement compétitifs face aux constructeurs automobiles chinois dans l'électrique et à leurs surcapacités).

Les études de marché ciblées permettent de capturer correctement les tendances et segmentations macro et micro à court terme (1 à 3 ans) dans les grands secteurs résilients et/ou de faible taille. En revanche, elles peinent à produire des projections réalistes à moyen terme (5 à 8 ans) dans des grands secteurs en évolution forte car celles-ci nécessiteraient une mise en cohérence entre les anticipations macroéconomiques, les choix d'allocations de subventions et de politiques industrielles des Etats *et leur soutenabilité*, la force des innovations technologiques, les arbitrages des clients, et la stratégie des acteurs.

Le problème ne vient pas du manque de « données « (qui ne sont que des opinions, des extrapolations, ou des probabilités). Celles-ci deviennent au contraire pléthoriques et dissimulent aux observateurs sans recul le fait que dans un *monde sans croissance les projections à moyen terme sont forcément conflictuelles les unes avec les autres.*

Des bulles – industrielles, financières – se forment donc régulièrement (et éclatent) environ tous les dix ans. Les business plans et valorisations effectuées pour chacun des acteurs dans un secteur nouveau ou en forte évolution sont en effet réalistes, chacun pris séparément, si l'entreprise atteint son objectif de concentration de l'industrie et de leadership à 8 ou 10 ans ; mais ils sont incohérents globalement lorsque dix concurrents sur la ligne de départ prévoient la même position d'arrivée à moyen terme. Et la bulle éclate d'autant plus rapidement que la croissance du secteur lui-même n'a finalement pas l'ampleur ou la durée prévues.

On sait ce qui distingue souvent les gagnants dans ces situations : le premier ou un des premiers au départ, la rapidité et l'ampleur des investissements en avance de la demande et des autres concurrents, la focalisation sur *quelques facteurs clé* qui justifient l'acceptation par les clients, le modèle économique qui permet à la fois de les délivrer de façon compétitive et de financer la croissance, l'avantage structurel et durable du nouveau produit ou service vis-à-vis d'une masse critique et solvable de clients et de consommateurs, en dehors de toute subvention.

L'identification froide de ces facteurs, de leur cohérence et du réalisme des facteurs sous-jacents et *durables* de la croissance sont clé. Dans de nombreuses activités, la compétitivité de l'offre (vis-à-vis des clients et des concurrents et vis-à-vis d'offres de natures différentes) est probablement aujourd'hui un indicateur de croissance prévisionnelle de l'entreprise plus objectif que la projection de la demande.

L'Europe a cru de 2,5% par an de 1995 à 2005 (hors inflation)[3]. Pendant cette période, les développements de nouvelles activités, les augmentations des dépenses des Etats, les subventions pour financer des choix de politique industrielle… se sont faits essentiellement par empilement en s'ajoutant aux dynamiques en cours. Il y avait peu de choix drastiques à faire (et il n'y en a pas eu beaucoup). Des grandes industries du début du 19ème siècle ont pu survivre pendant de nombreuses années avant d'être substituées ou délocalisées, certaines étant subventionnées au détriment d'une évolution plus favorable du mix d'activités.

Depuis 2010 et pour les dix prochaines années, la croissance européenne ne pourra dépasser les 1,5%[3] (hors inflation). Les paramètres déterminant cette croissance globale (démographie, mix d'activités, productivité) sont déjà enclenchés et difficilement modifiables sur une aussi courte période. Toute nouvelle dépense, investissement, développement d'une nouvelle activité ou technologie, évolution d'un mode de consommation se fera pour l'essentiel au détriment d'un autre. Les entreprises, consommateurs, citoyens, Etats, devront *faire des choix* concernant leurs investissements, dépenses, subventions.

Toutes les croissances prévues aujourd'hui dans les différents business plans, activités, technologies, grands secteurs, pays européens *ne sont pas possibles ensemble et en même temps*. Il faut challenger les forecasts.

Jean Estin

Juin 2025

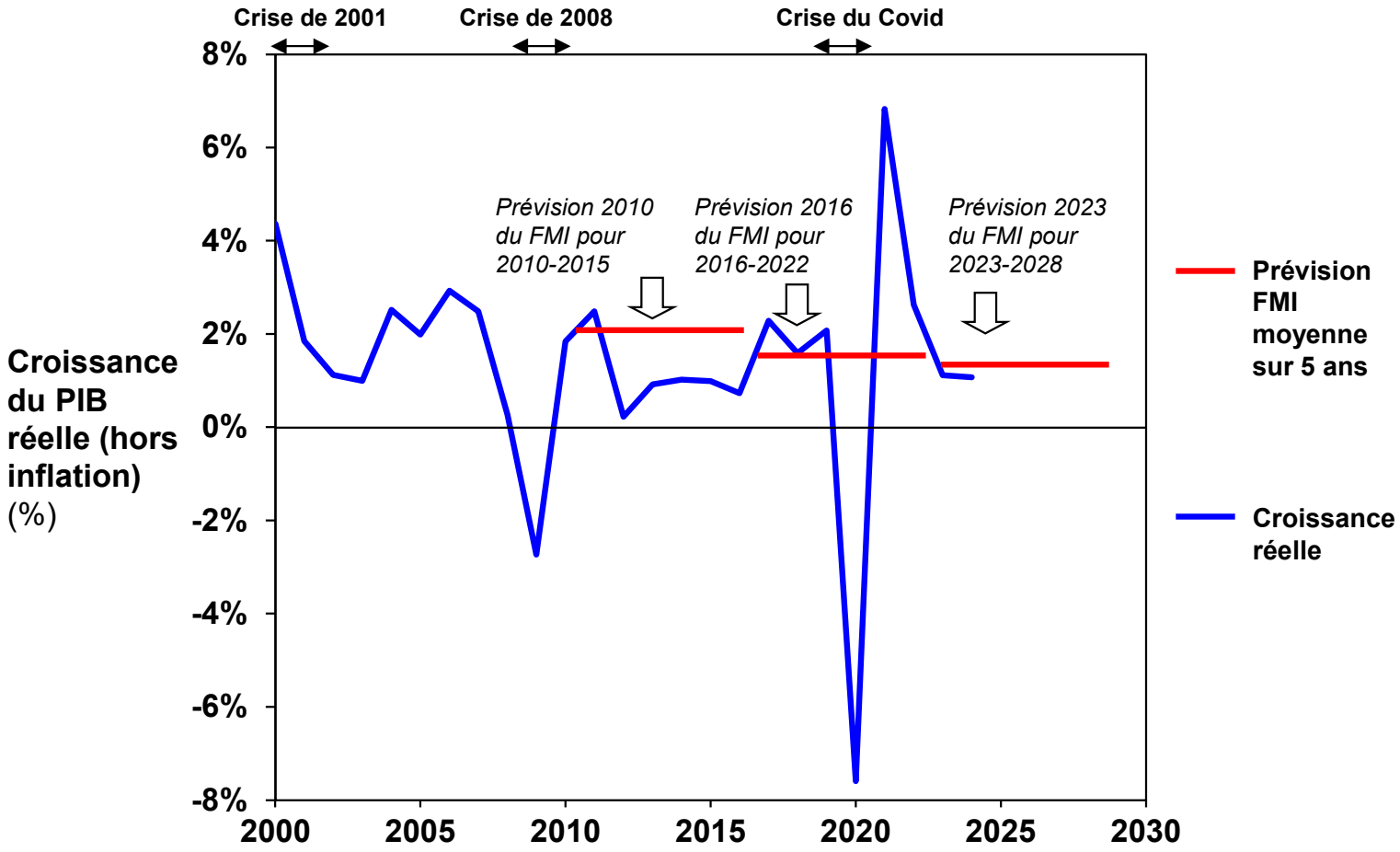
Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich, New York et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens, nord-américains et asiatiques dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.

[3] Europe au sens des 27 pays actuels de l'Union Européenne plus le Royaume-Uni. Croissance réelle du PIB à euros constants (estimations du FMI).

- Tableau 1 -
Evolution du PIB français

- Sur les dix dernières années, la croissance moyenne annuelle du PIB français a toujours été inférieure aux prévisions du FMI -

DONNES PUBLIQUES



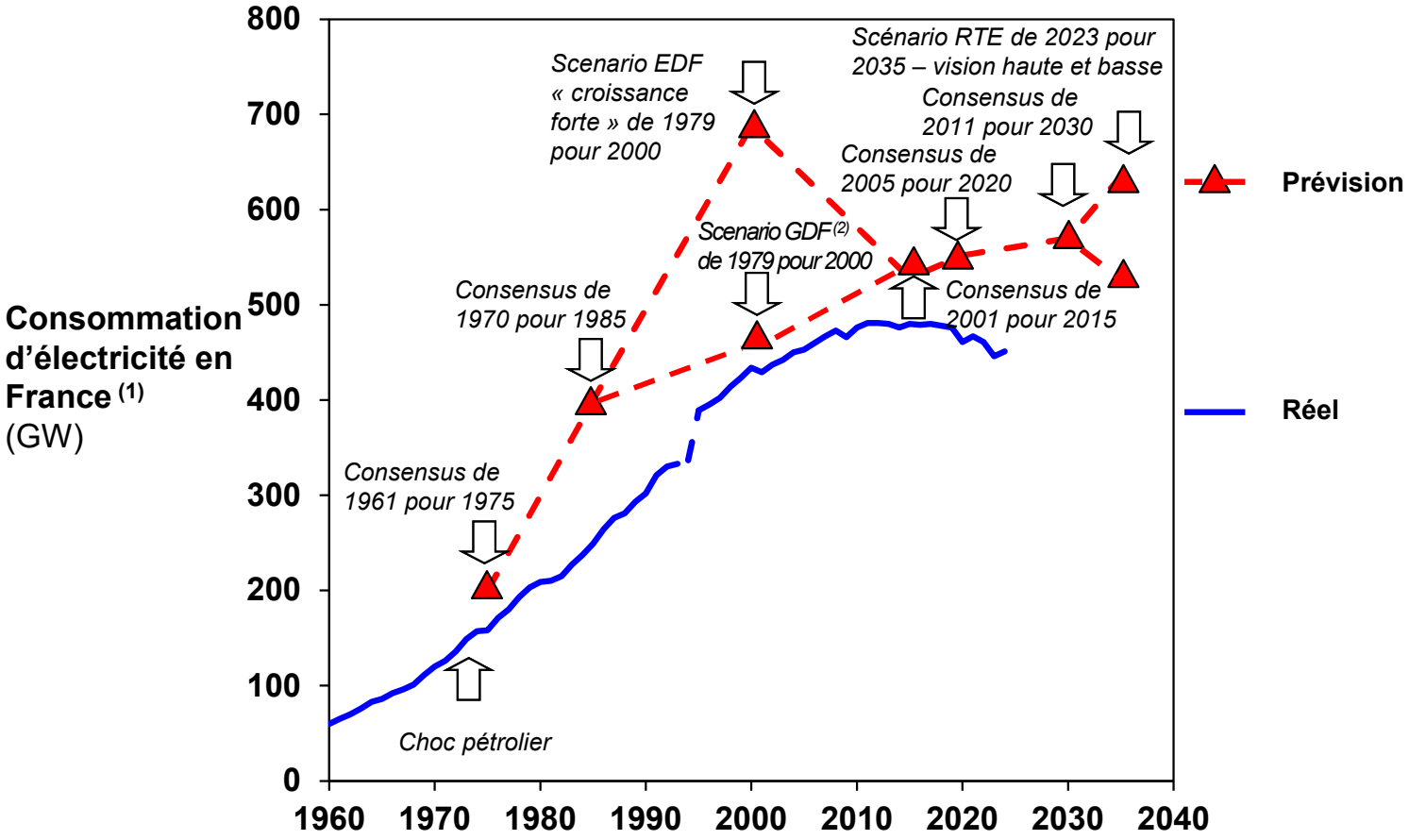
Croissance du PIB (% p.a.)	**2004 -2009**	**2010 -2015**	**2016-2022** (2)	**2023-2028**
Prévision du FMI (%)		**2,0%**	**1,6%**	**1,4%**
Réel	**1,2%**	**1,2%**	**1,2%**	**1,1%** (1)
Delta (%)		**- 35%**	**- 25%**	**- 21%**
Date de l'estimation		*2010*	*2016* (2)	*2023*

Note : FMI = Fonds Monétaire International. Prévisions des World Economic Outlook d'avril pour les années indiquées.
(1) Croissance moyenne 2023-2024 ; (2) Période de 6 ans par exception (crise COVID). Prévision du FMI pour 2022 réalisée en 2017 (et non 2016 comme pour les autres années de la période)
Sources : FMI ; analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 2 -
Evolution de la consommation d'électricité en France

- Depuis 60 ans, la consommation d'électricité en France est inférieure de 20% à 60% aux prévisions -

DONNES PUBLIQUES



Consommation d'électricité en France (GW)	**1975**	**1985**	**2000**	**2015**	**2020**	**2030**	**2035**
Prévision	**200**	**400**	**452/688**	**528**	**552**	**570**	**583** (3)
Réel	**158**	**249**	**434**	**480**	**461**	-	-
Delta (%)	**- 21%**	**- 38%**	**- 4%/59%**	**- 10%**	**- 20%**	-	-
Date de l'estimation	*1961*	*1970*	*1979*	*2001*	*2005*	*2011*	*2023*

(1) Consommation réelle ; (2) Scenario « Consommation faible » ; (3) Médiane
Sources: RTE, UFE, EDF, SDES, analyses and estimations Estin & Co

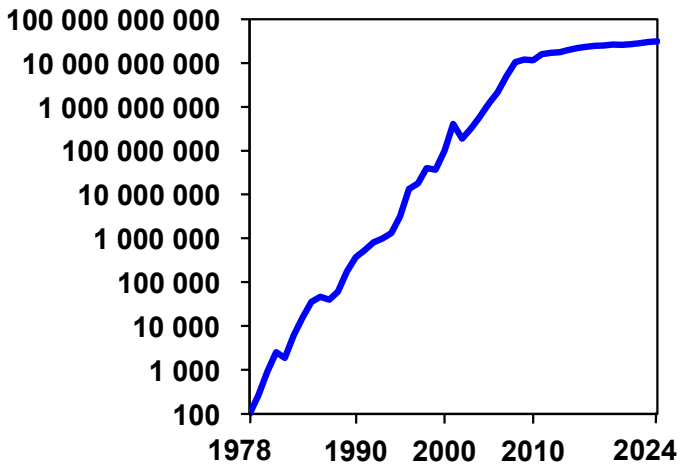
- Tableau 3 -
Evolution du marché des semi-conducteurs DRAM en volume et valeur

- Malgré une poursuite de la pénétration très forte des Memoires DRAM, leur marché en valeur ne croît qu'au même rythme que l'économie mondiale depuis 30 ans -

DONNES PUBLIQUES

- Volume -

Index (1978 = 100)

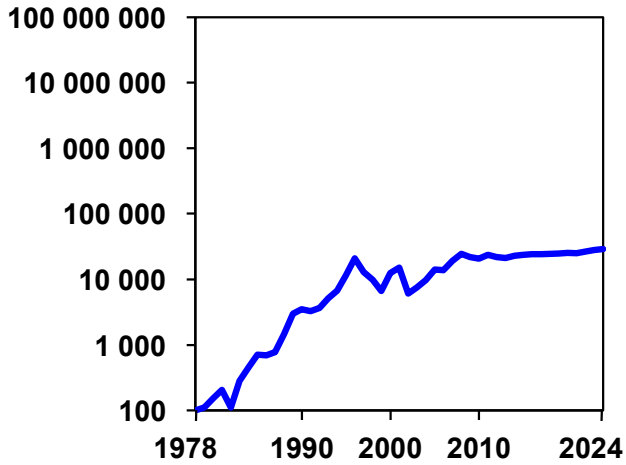


CAGR 1978-2024 **53% p.a.** *+ 40% p.a. en moyenne sur 1994-2024*

Avec prise en compte de la baisse des prix (- 26% p.a.)

- Valeur -

Index (1978 = 100)



CAGR 1978-2024 **13% p.a.** *+ 5% p.a. en moyenne sur 1994-2024*

Sources: Infineon, Micron, DataQuest, Semiconductors Industry Association ; analyses et estimations Estin & Co