

## L'édito de la semaine

- Europe : le grand déni

## Épargne et Patrimoine

- Des marchés toujours à l'heure américaine !
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Principales mesures de la loi de finances pour 2025

## Économie

- États-Unis : un tigre de papier ?
- Le modèle allemand à l'épreuve

## Conjoncture

- Légère augmentation de l'inflation en zone euro
- L'industrie française toujours à la peine
- Diminution du nombre d'emplois dans le secteur privé en France

## Horizons

- États-Unis, crypto-nation ?
- Derrière les droits de douane, la lutte contre l'impôt mondial

## Graphiques

- Augmentation de la production des crédits à l'habitat en 2024
- L'Allemagne en pointe pour les dépenses de prévention

## Agenda économique et financier

## Statistiques

## LA CITATION DE LA SEMAINE

« Le commerce guérit des préjugés destructeurs ; et c'est presque une règle générale que partout où il y a des mœurs douces, il y a du commerce, et que partout où il y a du commerce, il y a des mœurs douces. »

Montesquieu  
De l'esprit des lois, Livre XX, Chapitre 1

## L'ÉDITO DE LA SEMAINE

### Europe : le grand déni

Pour les Européens, les Américains sont tout à la fois les libérateurs de 1944, les garants de la reconstruction avec le Plan Marshall et les protecteurs en dernier ressort, comme ils le furent face à l'URSS durant la guerre froide. La phrase prononcée à Berlin le 26 juin 1963 par John Fitzgerald Kennedy, « *Ich bin ein Berliner* », résonne encore dans les oreilles de nombreux Européens. En résumé, les Américains sont nos amis.

Comme dans toute relation, en 80 ans, des tensions et des soubresauts - la crise de Suez en 1956, le retrait partiel de la France de l'OTAN en 1966, la fin de la convertibilité du dollar en 1971, la guerre en Irak en 2003 - sont survenus mais sans jamais altérer profondément l'amitié et la solidarité entre alliés. De Brest à Varsovie, d'Helsinki à La Valette, les États-Unis symbolisent la démocratie, la liberté et un mode de vie.

En 2016, l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis fut un choc d'autant plus violent qu'elle n'avait pas été anticipée. Mais la vie reprit rapidement son cours, normal ou presque. Faute de majorité totalement acquise à sa cause, les déclarations du président américain restèrent en grande partie lettre morte. Huit ans plus tard, son retour à la Maison-Blanche, s'il ne constitue pas une réelle surprise, semble tétaniser l'Europe entière. En dehors de tous les canons des cénacles diplomatiques, le nouveau président s'est interrogé sur une possible annexion du canal de Panama, du Canada et du Groenland. Dans la foulée de son investiture, il a acté le retrait des États-Unis des Accords de Paris sur le climat et de l'Organisation mondiale de la santé. Il a également lancé une guerre commerciale mondiale d'ampleur sur fond de relèvement des droits de douane, instaurant un rapport de forces avec ses principaux partenaires économiques.

Les États-Unis, première puissance économique et militaire, entendent ainsi tirer profit de leur statut pour imposer leurs règles au reste du monde. Le multilatéralisme est ainsi rejeté au profit d'un bilatéralisme brutal. L'Europe découvre qu'elle figure sur la liste noire du président américain. Les Européens sont accusés de ne pas importer suffisamment de produits américains pour réduire leur excédent commercial, de reporter le coût de leur défense sur les États-Unis et d'imposer leurs normes au nom de la protection de l'environnement. Face au nouveau paradigme imposé par les États-Unis, les Européens éprouvent les pires difficultés à reconsidérer leurs relations avec ces derniers. Une part de déni subsiste : nul ne veut rompre 80 ans d'histoire commune. Dans les faits, la politique internationale de Donald Trump est moins disruptive qu'elle n'y paraît. Elle s'inscrit dans une évolution amorcée depuis une vingtaine d'années. Barack Obama avait déjà effectué « un pivot stratégique » vers le Pacifique, estimant que les intérêts des



États-Unis se jouaient moins en Europe qu'en Asie. Il avait exhorté les Européens à renforcer leur effort de défense. Joe Biden, de son côté, n'est pas revenu sur bon nombre de mesures protectionnistes instaurées par Donald Trump lors de son premier mandat. Les États-Unis ont une vision impériale du monde : ils veulent concentrer leurs relations sur des puissances d'un rang équivalent : la Chine, qui nourrit une ambition hégémonique, et la Russie, qui reste une puissance nucléaire de premier ordre.

L'Union européenne, en revanche, est jugée faible, divisée, et engluée dans une stagnation économique prolongée. L'affaiblissement de l'édifice communautaire est un objectif partagé par Washington et Moscou. Durant les deux prochaines années, Donald Trump disposera d'un pouvoir considérable pour infléchir durablement la politique américaine. Les gouvernements européens continuent néanmoins à croire que les États-Unis restent leurs amis. Par déni, ils n'imaginent pas que la confrontation puisse s'installer dans la durée. Laisser passer l'orage en espérant un temps plus clément. Ne pas accentuer l'ire du maître de la Maison Blanche en s'opposant d'emblée à ses propos.

La prudence et de la patience ne suffisent pas à définir une ligne politique. 80 ans après la fin de la Seconde Guerre mondiale, le temps de l'émancipation a sans nul doute sonné. Les habitudes étant tenaces, cette évolution n'est pas facile à imaginer car bien souvent, pour les Européens, les problèmes priment sur les solutions. Toute remise en cause est vécue comme un renoncement. La France n'entend pas faire évoluer sa stratégie nucléaire ou abandonner, au profit de l'Union Européenne, son siège à l'ONU. Les Allemands récusent toute idée de mutualisation budgétaire de peur de financer des États impécunieux. Le Royaume-Uni a opté pour un splendide isolement tout en considérant aujourd'hui que c'était une erreur funeste. A l'Est de l'Europe, plusieurs pays préfèrent regarder vers Moscou, se considérant méprisés par les capitales de l'Ouest du continent. Depuis la monnaie unique et l'élargissement, l'Union européenne se fossilise face aux menaces extérieures. La redécouverte du caractère tragique de l'Histoire impose aux Européens de se projeter vers un nouvel horizon. En 1957, après l'acier et le charbon, l'Europe s'est consacrée à l'agriculture, aux échanges commerciaux et à l'atome ; en 2025, le temps serait à l'intelligence artificielle, à l'informatique quantique, à l'énergie renouvelable, à la finance avec un grand marché unifié des capitaux, et à la défense.

### Des marchés toujours à l'heure américaine

La semaine a été marquée par les décisions commerciales de Donald Trump, avec l'application des majorations des droits de douane à l'encontre du Mexique et du Canada suivie quelques heures plus tard par leur suspension. Les résultats de l'emploi américain en janvier et les anticipations d'inflation dans ce pays ont animé les marchés en fin de semaine.

Pour la première fois depuis le mois de juin dernier, le CAC 40 a franchi la barre des 8000 points jeudi 6 février mais sans pouvoir se maintenir au-dessus. L'indice parisien a souffert vendredi 7 février du recul de 3,5 % de la cote de l'Oréal après la publication de ventes inférieures aux prévisions au quatrième trimestre, en raison de la faiblesse persistante du marché chinois de la beauté et d'un ralentissement de la demande aux Etats-Unis. Les indices américains ont reculé pour la deuxième semaine consécutive.

Le moral des consommateurs américains s'est affaibli en ce début de mois de février, atteignant un plancher de sept mois, à cause d'une hausse des prévisions d'inflation à court terme en raison des craintes générées par la politique douanière de Donald Trump. Selon l'Université du Michigan, l'indice préliminaire du sentiment a reculé de 3,3 points pour atteindre 67,8. Un résultat inférieur à toutes les prévisions des économistes interrogés par Bloomberg. Les consommateurs s'attendent à ce que les prix progressent à un rythme annuel de 4,3% au cours des douze prochains mois, un point de pourcentage de plus que prévu et qu'en janvier.

En janvier, les Etats-Unis ont créé 143 000 emplois non agricoles, un résultat inférieur aux 175 000 attendus par le consensus Bloomberg. Le Bureau of Labor of Statistics a précisé que les incendies qui ont ravagé une partie de Los Angeles et les conditions météo très froides dans certaines régions n'ont eu « *aucun effet perceptible* » sur la statistique. Les chiffres de novembre et décembre ont été revus à la hausse, de 100 000 emplois au total. En janvier, la croissance du salaire horaire moyen américain s'est accélérée à 4,1 % sur un an, après 3,9 % en décembre quand les marchés misaient sur un tassement à 3,8%. Le taux de chômage a diminué à 4 % de la population active, quand une stagnation à 4,1 % était anticipée.

Les résultats de l'emploi américain confortent la position prudente de la banque centrale qui souhaite attendre de voir les effets de la politique de Donald Trump avant de se fixer un nouveau cap en matière de taux. Les investisseurs ne s'attendent pas à ce que la banque centrale modifie ses taux d'intérêt lors de sa prochaine réunion en mars, ni même en mai, cependant une baisse reste anticipée pour le mois de juin,

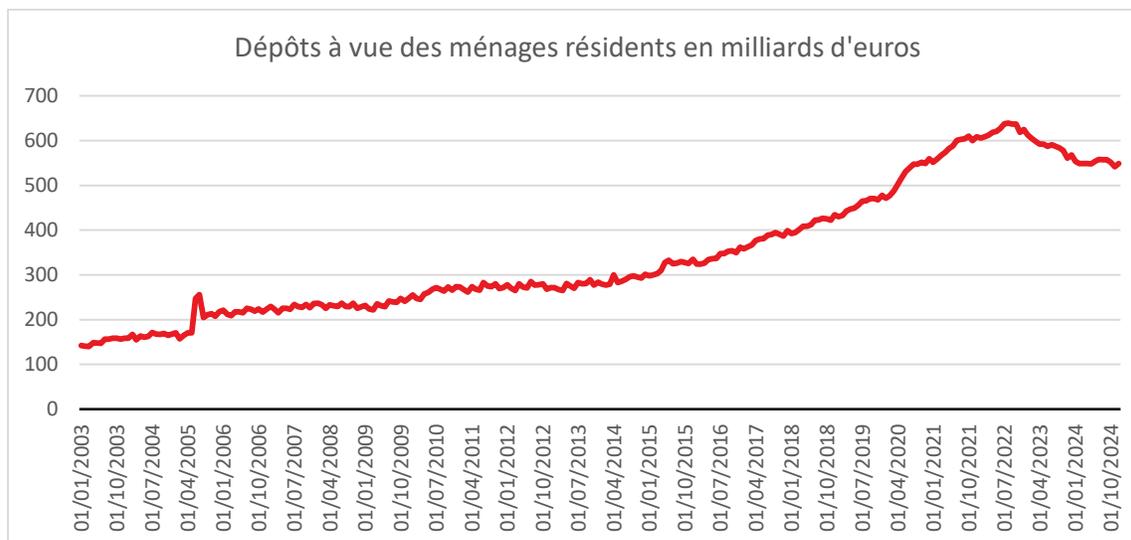
Cette semaine, l'or était orienté à la hausse quand le bitcoin se tassait. Le pétrole a légèrement reculé tout comme l'euro face au dollar.

## Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 7 février 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 31 déc. 2024
<b>CAC 40</b>	7 973,03	+0,29 %	7 543,18	7 380,74
<b>Dow Jones</b>	44 303,40	-0,40 %	37 689,54	42 544,22
<b>S&amp;P 500</b>	6 025,99	-0,24 %	4 769,83	5 881,63
<b>Nasdaq Composite</b>	19 523,40	-0,63 %	15 011,35	19 310,79
<b>Dax Xetra (Allemagne)</b>	21 762,81	+0,24 %	16 751,64	19 909,14
<b>Footsie 100 (Royaume-Uni)</b>	8 700,53	+0,25 %	7 733,24	7 451,74
<b>Eurostoxx 50</b>	5 325,40	+0,73 %	4 518,28	4 895,98
<b>Nikkei 225 (Japon)</b>	38 787,02	-0,59 %	33 464,17	39 894,54
<b>Shanghai Composite</b>	3 303,67	+2,51 %	2 974,93	3 351,76
<b>Taux OAT France à 10 ans</b>	+3,091 %	-0,112 pt	+2,558 %	+3,194 %
<b>Taux Bund allemand à 10 ans</b>	+2,361 %	-0,096 pt	+2,023 %	+2,362 %
<b>Taux Trésor US à 10 ans</b>	+4,492 %	-0,20 pt	+3,866 %	+4,528 %
<b>Cours de l'euro/dollar</b>	1,0332	-0,99 %	1,1060	1,0380
<b>Cours de l'once d'or en dollars</b>	2 863,15	+3,40 %	2 066,67	2 613,95
<b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars</b>	74,75	-2,72 %	77,13	74,30
<b>Cours du Bitcoin en dollars</b>	98 245,89	-4,37 %	38 252,54	93 776,61

## Léger tassement des dépôts à vue des ménages

Le montant total des dépôts à vue s'élevait à 549 milliards d'euros à fin décembre, soit 19 milliards de moins qu'à fin décembre 2023. Depuis 2022, les ménages dégonflent légèrement leurs comptes courants en raison des taux plus rémunérateurs offerts sur leurs produits d'épargne. Le record d'encours pour les dépôts à vue avait été atteint en août 2022 avec 639 milliards d'euros. En 2023, cet encours avait diminué de 57 milliards d'euros. Les ménages ont placé leurs liquidités sur le Livret A, le livret de développement durable et solidaire (LDDS), le livret d'épargne populaire (LEP) puis, à compter de 2024, sur l'assurance vie.



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

## Principales mesures de la loi de finances pour 2025

Le Parlement a adopté, après application de l'article 49-3 de la Constitution, les projets de loi de finances et de financement de la Sécurité sociale pour 2025. Cette adoption clôt la période ouverte le 1<sup>er</sup> janvier durant laquelle l'État fonctionnait par simple reconduction des crédits de l'année 2024.

Le budget 2025 prévoit une dépense totale de 490 milliards d'euros pour l'État en 2025. Environ 30 milliards d'euros d'économies ont été prévues notamment par des coupes dans divers ministères. Cependant, certaines réductions initialement prévues ont été atténuées tels que les 4 000 emplois d'enseignants.

Le déficit budgétaire de l'État est estimé à 135,6 milliards d'euros en 2025, en baisse de 31 milliards d'euros par rapport au déficit actualisé de 2024. L'objectif est de contenir à 5,4 % le déficit public en 2025. Le taux de croissance du PIB pour 2025 retenu par la loi de finances est de 0,9 % sachant que le consensus table plutôt sur 0,7 %. Le taux d'inflation prévu est de 1,8 %.

### *Revalorisation du barème de l'impôt sur le revenu de 1,8 %*

Les seuils des différentes tranches du barème de l'impôt sur le revenu sont relevés de 1,8 %. Les foyers dont les revenus n'augmentent pas plus vite que l'inflation ne subiront pas de hausse de leur impôt.

En l'absence d'indexation du barème de l'impôt sur le revenu en 2025, environ 380 000 foyers fiscaux supplémentaires auraient été imposables. De plus, 17,6 millions de ménages déjà imposables auraient pu potentiellement subir une hausse de leur impôt.

Barème 2025	
Jusqu'à 11 497 €	0,00 %
De 11 498 € à 29 315 €	11,00 %
De 29 316 € à 83 823 €	30,00 %
De 83 824 € à 180 294 €	41,00 %
À partir de 180 295 €	45,00 %

### *Contribution différentielle sur les hauts revenus (CDHR)*

Les personnes gagnant plus de 250 000 euros pour les célibataires ou 500 000 euros pour les couples devront payer un impôt moyen d'au moins 20 %. Si ce n'est pas le cas, elles devront s'acquitter d'une contribution différentielle sur les hauts revenus (CDHR) pour atteindre ce seuil.

Cette imposition complémentaire concernera les revenus de 2025. Afin que les effets sur le budget de l'État soient perceptibles avant 2026, un acompte de 95 % sera versé par les personnes concernées entre le 1<sup>er</sup> et le 15 décembre 2025.

La mesure concerne essentiellement les contribuables ayant des revenus importants soumis au prélèvement forfaitaire unique (dividendes, plus-values...), une « flat tax » de 30 % (12,8 % d'impôt sur le revenu et 17,2 % de prélèvements sociaux). La CDHR augmentera le taux d'imposition à 20 % pour ces contribuables, ce qui pourra porter la « flat tax » à 37,2 %.

La CDHR devrait concerner 24 300 foyers et ne s'appliquer qu'en 2025. Pour 2026, le ministre de l'Économie travaille sur une autre taxe du patrimoine, encore en réflexion. Le rendement de cette contribution pour 2025 a été évalué à 2 milliards d'euros.

### *Donations exonérées pour des achats immobiliers dans le neuf*

Les achats dans le neuf sont encouragés avec la mise en place d'une exonération de 100 000 euros sur les donations faites aux descendants en ligne directe (enfants, petits-enfants...), voire aux neveux et nièces en l'absence de descendance. Les bénéficiaires doivent en retour investir dans un bien neuf ayant le statut de résidence principale (pour eux-mêmes ou pour un locataire).

### *Réforme du dispositif de Location en Meublé Non Professionnel (LMNP)*

Le régime de la LMNP est modifié par la loi de finances pour 2025. Les amortissements ayant permis la réduction des revenus locatifs sont désormais pris en compte dans le calcul de la plus-value. Cette mesure accroît les plus-values taxables en cas de cession. Cette nouvelle règle s'applique aux cessions réalisées dès le lendemain de la promulgation de la loi de finances, mais ne concerne pas les biens en résidences étudiantes ou seniors.

### *Augmentation des frais de notaire*

Les droits de mutation à titre onéreux, appliqués en cas d'achat immobilier, sont susceptibles d'augmenter. Les départements sont en effet autorisés à relever jusqu'à 5 % (contre 4,5 % actuellement) la part de la taxe leur revenant.

Pour un achat de 250 000 euros, le surcoût sera par exemple de 1 250 euros et s'appliquera du 1<sup>er</sup> avril 2025 au 31 mars 2028. Les primo-accédants en seront dispensés.

### *Prêt à Taux Zéro élargi*

Le prêt à taux zéro est élargi à tout le territoire pour les logements neufs. Il ne sera plus réservé aux zones dites tendues. Cette extension entre en vigueur deux mois après la promulgation de la loi et restera applicable jusqu'à fin 2027.

### *Malus auto aggravé pour les véhicules à moteur thermique*

Le malus auto augmentera progressivement jusqu'en 2027, avec une taxation maximale de 70 000 euros en 2025, 80 000 euros en 2026 et 90 000 euros en 2027. La nouvelle grille concernera les immatriculations effectuées à compter du 1<sup>er</sup> mars, le barème de 2024 restant en vigueur jusqu'à fin février.

### *Augmentation de la taxe sur les transactions financières*

Le taux de cette ponction, appliquée aux achats d'actions des groupes capitalisant plus d'un milliard d'euros, passe de 0,3 % à 0,4 %, soit une hausse de 33 %. La mesure entre en vigueur deux mois après la promulgation de la loi. Le rendement attendu de cette mesure est évalué à 500 millions d'euros.

### *Surtaxe d'impôt sur les sociétés des grandes entreprises pour un an*

La contribution exceptionnelle sur les bénéfices des grandes entreprises et son corollaire qui vise le fret maritime, ont été limités à un an. Pour éviter les tentatives d'optimisation, les parlementaires ont lissé l'assiette des deux taxes en retenant, pour le calcul, la moyenne de l'impôt sur les sociétés et du résultat d'exploitation sur 2024 et 2025. Un mécanisme d'acompte à 98 % permet à l'État de récupérer dès cette année les 8,5 milliards d'euros espérés pour ces deux impôts.

Le montant de l'impôt sur les sociétés est accru de 20,6 % pour les entreprises réalisant entre un et trois milliards d'euros de chiffre d'affaires en France et de 41,2 % pour les groupes dont le chiffre d'affaires dépasse trois milliards d'euros.

Cette surtaxe devrait concerner 440 groupes. Selon le quotidien Les Échos, les entreprises les plus touchées par cette mesure sont LVMH (750 millions d'euros), EDF (500 millions d'euros), Vinci (400 millions d'euros), Crédit Mutuel (400 millions d'euros), Safran (environ 330 millions d'euros), Airbus (300 millions d'euros), Hermès (300 millions d'euros), L'Oréal (250 millions d'euros), Crédit Agricole (200 millions d'euros) et Eiffage (158 millions d'euros). Plusieurs grandes entreprises au profil très international, qui réalisent peu de profits dans l'Hexagone, sont, quant à elles, peu concernées par cette contribution exceptionnelle (comme TotalEnergies ou la Société Générale).

Cette surtaxe ne devrait s'appliquer que durant un an.

#### *Augmentation de la taxe sur les billets d'avion*

La « taxe de solidarité » sur les billets d'avion (TSBA) augmentera à compter du 1<sup>er</sup> mars 2025. Le tarif passera à 7,40 euros par billet pour les destinations européennes, contre 2,63 euros auparavant. La taxe sera portée à 15 euros pour une destination intermédiaire et à 40 euros pour les destinations lointaines (supérieures à 5 500 kilomètres), contre 7,51 euros actuellement. Cette mesure devrait rapporter 100 millions d'euros.

<b>Destination</b>	<b>Classe économique</b>	<b>Classe affaires/première</b>
<b>Vols intra-européens</b>	7,40 €	20,27 €
<b>Vols moyen-courriers</b>	15,00 €	80,00 €
<b>Vols long-courriers</b>	40,00 €	120,00 €

#### *Taxe sur les rachats d'actions*

Une taxe de 8 % sur les rachats d'actions suivis d'une annulation, ciblant les entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse 1 milliard d'euros, a été instituée. Cette mesure vise à générer environ 200 millions d'euros de recettes annuelles. La taxe s'applique sur la base de la somme de la réduction de capital et de la fraction des sommes qui revêtent, sur le plan comptable, le caractère de primes liées au capital.

Afin de ne pas entraver les dispositifs d'actionnariat salarié, la loi de finances prévoit de ne pas appliquer la taxe résultant de l'annulation de titres rachetés par la société qui les a émis ou attribué aux salariés dans le cadre de dispositifs d'actionnariat salarié, ou à un FCPE (fonds commun de placement d'entreprise) à travers lequel ces salariés détiennent indirectement ces titres.

## *Assujettissement des micro-entrepreneurs à la TVA une mesure suspendue pour le moment*

Jusqu'ici, un micro-entrepreneur pouvait facturer jusqu'à 37 500 euros sans TVA pour les prestations commerciales et 85 000 euros pour les activités commerciales. En cas d'atteinte de ces seuils, la TVA ne devenait obligatoire que si le chiffre d'affaires dépassait le montant en question durant deux années consécutives. La loi de finances, prévoit l'application par un micro-entrepreneur de la TVA dès qu'il atteint 25 000 euros. En contrepartie, il peut déduire la TVA acquittée sur ses achats. Cette mesure présente également l'avantage de limiter les distorsions de concurrence dans certains secteurs d'activité (bâtiment, services à la personne). Censée s'appliquer à compter du 1<sup>er</sup> mars 2025 cette mesure a été suspendue, sur décision du Ministre de l'Économie et des Finances.

### **Mesures concernant les dépenses**

La loi de finances réduit les crédits dédiés à l'Aide Médicale d'État (AME) de 111 millions d'euros par rapport au projet de budget initial, portant ces crédits à 1,3 milliard d'euros. Ce montant permettra de maintenir les ressources allouées à cette aide, réservée aux soins des étrangers en situation irrégulière, à leur niveau de 2024.

La suppression de plus de 4 000 postes d'enseignants dans l'Éducation nationale, prévue dans le texte initial, a été abandonnée.

Les crédits du fonds d'accélération de la transition écologique dans les territoires, ou « fonds vert », diminuent de 86 millions d'euros par rapport à la loi de finances initiale (LFI) 2024. Les crédits de la mission Écologie, de leur côté, ont été augmentés de 300 millions d'euros par rapport à la copie du Sénat, mais accusent une baisse de 2,1 milliards d'euros par rapport à la LFI 2024 (soit un milliard de moins par rapport au PLF Barnier).

La mission Cohésion des territoires, qui inclut la politique du logement, diminue de 680 millions d'euros par rapport au PLF, en raison notamment d'une baisse de 300 millions d'euros des APL, soit un montant inférieur à celui envisagé par le gouvernement, qui visait une réduction de 500 millions d'euros. Les crédits de MaPrimeRénov' diminuent de 460 millions d'euros.

Le secteur du sport a échappé à une réduction supplémentaire de 34 millions d'euros envisagée par le gouvernement, mais ses crédits diminuent de 182 millions d'euros par rapport à 2024.

Le Service National Universel (SNU) a été maintenu, mais les crédits de son programme baissent de 89 millions d'euros, selon une source parlementaire.

Le budget du Ministère du Travail diminue de 1,6 milliard d'euros par rapport au PLF Barnier, soit 2,6 milliards d'euros de moins par rapport à la LFI 2024.

L'effort budgétaire demandé aux collectivités locales a été maintenu à 2,2 milliards d'euros, comme voté par le Sénat, contre 5 milliards dans le projet de loi initial.

### États-Unis : un tigre de papier ?

En 2024, les États-Unis ont enregistré une croissance de 2,8 % de leur PIB, soit plus de trois fois celle de la zone euro (0,8 %). Depuis une vingtaine d'années, l'écart de productivité de part et d'autre de l'Atlantique est important (respectivement +45 % et +10 %). Depuis 2017, la productivité par tête tend à diminuer en zone euro, tandis qu'elle poursuit sa progression aux États-Unis. Les résultats américains reposent sur un effort important d'investissement et d'innovation, sur une augmentation de la population active et sur un afflux de capitaux.

La première puissance économique mondiale n'est pas sans faiblesses. Le déficit public élevé, la dépendance au secteur de l'information et de la communication, la piètre qualité des infrastructures et le niveau moyen du système de formation pourraient peser sur la croissance, tout comme le protectionnisme. Au moment où Donald Trump entend promouvoir une Amérique plus grande, force est de constater qu'elle pourrait être confrontée à de sérieux problèmes à l'avenir.

### Économie américaine : des atouts indéniables

Depuis 2002, le PIB s'est accru de 65 % aux États-Unis, contre 30 % pour la zone euro, donnant un avantage aux premiers sur les seconds. Les dépenses totales de recherche et développement s'élevaient en 2024 à 3,8 % du PIB aux États-Unis, 2,5 % en Chine et seulement 2,2 % en zone euro. Toujours en 2024, les investissements dans les technologies de l'information et de la communication représentaient 3,6 % du PIB aux États-Unis, contre 2,4 % en zone euro.

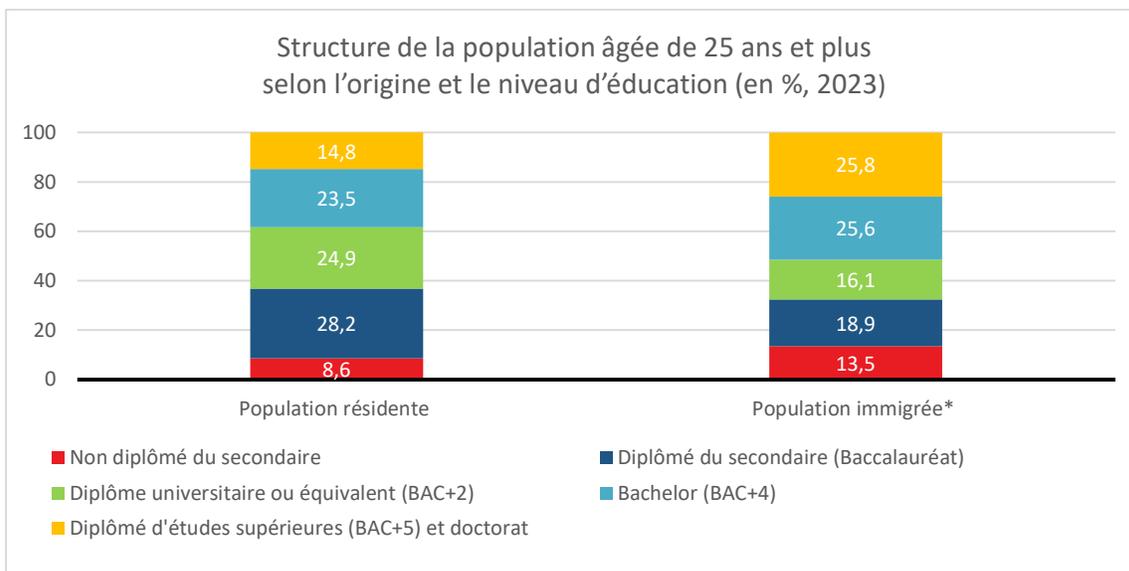
En 2024, les fonds levés en capital-risque (venture capital) ont atteint 250 milliards de dollars aux États-Unis, 110 milliards de dollars en Chine et 22 milliards de dollars en Europe. La profondeur du marché financier américain constitue un réel atout. Le marché américain attire les capitaux du monde entier et en premier lieu d'Europe.

Les États-Unis peuvent compter sur la force du dollar pour attirer les capitaux et financer leurs déficits. La monnaie américaine est de loin la première au niveau mondial. La moitié des échanges internationaux sont réalisés en dollars, et ce dernier constitue 60 % des réserves de change, contre 22 % pour l'euro.

### Un système de formation médiocre

Si les États-Unis attirent les talents de la planète entière, le niveau de formation des actifs y est médiocre. L'enquête PIAAC sur les compétences des adultes, réalisée en 2023 et dont les résultats ont été publiés à la fin de 2024, place les États-Unis en fin de peloton, derrière la France. L'économie américaine est dépendante de l'immigration, tant pour les emplois à faible qualification que pour ceux exigeant un niveau de compétences élevé.

La proportion d'habitants nés à l'étranger est passée de 10 % à 14,5 % de la population totale entre 2007 et 2024.



\* / population ayant immigré en 2023  
Cercle de l'Épargne – données US Census Bureau

### Un fort mouvement de désindustrialisation

Les États-Unis sont sur une trajectoire de désindustrialisation comparable à celle de la France. La valeur ajoutée manufacturière est passée de 12 % du PIB en 2007 à 10,3 % du PIB en 2024. La balance commerciale des biens et services est en déficit de plus de 700 milliards de dollars. Les entreprises américaines, notamment celles de la haute technologie, ont fait le choix de délocaliser leur production. La conception des produits, le marketing et la communication restent américains, mais la production est étrangère. Les entreprises ont opté pour un éclatement de leurs chaînes de production et ont optimisé leur situation fiscale, avec à la clé un fort déficit commercial.

La dette extérieure nette des États-Unis est passée de 10 % à 80 % du PIB entre 2006 et 2024. Le cumul d'un déficit public élevé, supérieur à 6 % du PIB en 2024, et d'un déficit commercial impose aux États-Unis d'attirer des capitaux étrangers, d'autant plus que l'effort d'épargne des ménages y est faible (inférieur à 10 % du revenu disponible brut, contre 18 % en France).

Cette dépendance à l'extérieur constitue une faiblesse en cas de moindre attractivité des États-Unis. L'engagement d'une guerre commerciale pourrait inciter les acteurs économiques internationaux à se détourner du pays. Donald Trump pense l'inverse, estimant que les entreprises étrangères, pour conserver leurs parts de marché, investiront aux États-Unis.

### Un risque financier

Les indices boursiers américains ont progressé très rapidement ces dernières années, en lien avec la hausse de la valorisation des actions et le niveau élevé de la profitabilité des entreprises. Depuis 2002, l'indice Nasdaq Composite a été multiplié par dix et le S&P 500 par cinq. Le Price Earning Ratio (PER) était de 25 fin 2024 pour le S&P 500,



contre 15 pour l'Eurostoxx (indice européen). Les profits des sociétés non financières après impôts et intérêts représentaient, fin 2024, 16 % du PIB aux États-Unis, contre 12 % en zone euro.

La survalorisation des entreprises liées à l'intelligence artificielle pourrait entraîner un krach. Un ajustement des cours en fonction des bénéfices à venir pourrait entraîner des répercussions sur l'ensemble de la place financière américaine. Or, celle-ci impose son rythme à l'économie du pays. Une chute rapide du cours des actions pourrait amener les ménages à réduire leur consommation et les entreprises à freiner leurs investissements.

### **Un problème d'emplois**

Les États-Unis risquent d'être confrontés à des pénuries de main-d'œuvre en raison de la réduction de l'immigration illégale. Ils pourraient améliorer leur taux d'emploi, qui est, avec celui de la France (68 %), l'un des plus faibles de l'OCDE (72 % contre 78 % en Allemagne, 80 % au Japon et 82 % aux Pays-Bas). Ce mauvais résultat américain s'explique par la faible qualification d'une partie des actifs – un nombre non négligeable n'étant pas insérable sur le marché du travail – et par des problèmes de santé. En effet, 14 % des Américains sont médicalement inaptes à travailler, 29 % des adultes ont une forme d'invalidité, et la drogue ainsi que l'obésité sont responsables de nombreux retraits du monde du travail.

### **Une société inégalitaire**

Le système de santé est de plus en plus inégalitaire : 25 % des Américains n'ont pas de médecin attitré, et plus d'un quart n'ont pas consulté un médecin depuis plus d'un an en raison du coût des soins.

La société américaine est de plus en plus fragmentée, tant idéologiquement que socialement. La concentration des richesses est en forte croissance. En 2024, les 1 % des ménages les plus aisés possédaient 36 % du patrimoine national, contre 31 % en 2002.

En 2023, le taux de pauvreté atteignait 25,8 %, contre 14 % en France. L'espérance de vie est en baisse : depuis 2019, elle a chuté de près de trois ans. Cette diminution est imputable à des difficultés d'accès aux soins et à l'augmentation des morts violentes (armes à feu et drogues).

### **Mauvais état des infrastructures**

Les infrastructures de transport, les réseaux électriques, l'adduction d'eau et les bâtiments scolaires sont en mauvais état aux États-Unis, ce qui a justifié la mise en place de l'Infrastructure Investment and Jobs Act en 2021. Par exemple, 45 000 ponts et 20 % des routes sont fortement dégradés, et 17 % des Américains n'ont pas accès à Internet.

## Le retour du protectionnisme

Les États-Unis ont une tradition protectionniste. Au cours du XIXe siècle, les gouvernements ont eu recours à des mesures de protection de leur industrie. Donald Trump entend réduire le déficit commercial en obligeant les partenaires des États-Unis à acheter des produits américains ou à produire sur place. Les mesures protectionnistes, si elles sont appliquées, devraient accroître l'inflation, diminuer le pouvoir d'achat des ménages et ralentir la diffusion du progrès technique.

Sous Jimmy Carter et Ronald Reagan, l'instauration de droits de douane sur les produits sidérurgiques japonais et européens n'avait pas permis de sauvegarder les emplois. Elle avait au contraire rendu l'industrie automobile américaine moins compétitive.

En dépit de performances économiques remarquables, telles qu'une croissance du PIB de 2,8 % en 2024, les États-Unis se trouvent à la croisée des chemins. Les investissements soutenus en recherche et développement, ainsi que l'afflux de capitaux internationaux, ont consolidé leur position de leader mondial. Cependant, des vulnérabilités structurelles subsistent : un déficit public préoccupant, une dépendance accrue au secteur technologique, des infrastructures vieillissantes et un système éducatif perfectible. Si elles ne sont pas corrigées, ces faiblesses pourraient entraver la trajectoire de croissance future.

À l'heure où le protectionnisme refait surface, il est impératif pour les États-Unis de concilier dynamisme économique et résilience structurelle afin de préserver leur compétitivité sur la scène internationale.

## Le modèle allemand à l'épreuve

Le « deutsche Michel », une personnification nationale comme l'Oncle Sam américain, John Bull britannique ou Monsieur Dupont en France, est un homme prudent, buvant une chope de bière, peu enclin aux bouleversements, mais qui, jusqu'à présent, était fier de la réussite industrielle de son pays. Michel est aujourd'hui désappointé : l'économie allemande a enregistré un recul de son PIB pour la deuxième année consécutive, ce dernier n'ayant progressé que de 0,1 % au cours des cinq dernières années. Cette situation économique peu reluisante risque de peser lourd dans les résultats des élections législatives prévues le 23 février prochain.

L'Allemagne a déjà connu une situation similaire au début des années 2000, après la réunification. À l'époque, tout comme aujourd'hui, la Chine avait gagné d'importantes parts de marché à l'exportation, déstabilisant l'industrie européenne. En 2025, l'Allemagne semble plus fragile qu'en 2000. Les États-Unis, autrefois gardiens et protecteurs de l'économie mondiale fondée sur des règles multilatérales, se sont engagés dans une série de rapports de force. La Chine, autrefois adepte des équipements allemands, s'en passe désormais au profit de ceux qu'elle fabrique elle-même.

La remise en cause est sévère pour l'industrie automobile, symbole de la puissance industrielle allemande qui traverse des difficultés sans précédent depuis 1945. Le secteur a perdu quelque 10 000 emplois en 2024. L'idée d'une fusion avec des groupes étrangers n'est plus exclue, ce qui était impensable il y a encore quelques années. Le



rapprochement de Mercedes avec Renault pourrait redevenir d'actualité. Tesla, le constructeur de véhicules électriques d'Elon Musk, a ouvert une usine à 50 km de Berlin, avec des projets d'expansion, et des concurrents chinois envisageraient d'acheter certaines usines de Volkswagen.

Dans les années 1970, lorsque les fabricants allemands d'appareils photo, leaders mondiaux, ont été concurrencés par des entreprises rivales japonaises, ils se sont recentrés sur d'autres types d'équipements optiques. Cette réorientation a été gagnante, car ce secteur a créé 2 000 emplois de juin 2023 à juin 2024. Ces entreprises fournissent aujourd'hui l'industrie des semi-conducteurs et celle de l'aérospatiale. Certaines entreprises de l'industrie automobile pourraient se réorienter vers l'aérospatiale, la défense ou le secteur médical, des domaines en forte croissance nécessitant un haut niveau de recherche.

La transition écologique pourrait être une autre source de croissance. Infrastructures de recharge, électrolyseurs d'hydrogène, électrification industrielle, réseaux électriques intelligents : l'Allemagne dispose d'avantages comparatifs certains dans tous ces domaines. Même dans le secteur de l'intelligence artificielle, elle pourrait jouer un rôle plus important, compte tenu de son intégration progressive dans les processus industriels. Le Mittelstand allemand, composé d'entreprises de taille moyenne spécialisées dans des niches industrielles, est réputé pour ses relations avec les clients et sa connaissance fine de leurs besoins et de leurs données, ce qui a été un atout pendant la révolution Internet. Les entreprises de fabrication et de construction de machines sont susceptibles d'ajouter davantage de services à leurs portefeuilles pour aider leurs clients à adopter les nouvelles technologies. Ces services liés à l'industrie ont créé 35 000 emplois entre 2023 et 2024.

De nouvelles entreprises émergent pour répondre aux besoins changeants de l'économie mondiale. En 2024, plus de 2 700 start-ups ont été créées en Allemagne, soit environ 11 % de plus qu'en 2023. Entre 2015 et 2019, les investisseurs en capital-risque ont investi moins de 5 milliards de dollars (soit environ 0,14 % du PIB) par an en Allemagne. Depuis, ce chiffre est passé à 11 milliards de dollars (soit 0,2 % du PIB) en moyenne par an.

La transformation de l'économie allemande pourrait cependant pénaliser certaines régions. Les zones industrielles risquent d'être perdantes, en particulier celles qui abritent des entreprises ayant du mal à réduire leurs émissions. Tirschenreuth, en Bavière, où se trouvent des producteurs de papier, et le Haut-Sauerland, près de Dortmund, où est implantée l'industrie du bois, seront confrontés à des difficultés. À l'inverse, les zones urbaines, où talents et idées ont tendance à se concentrer, devraient en profiter. Tesla a ainsi décidé d'implanter son usine en périphérie de Berlin. À l'est de l'Allemagne, la Saxe est également susceptible de prospérer. En partie grâce à la politique industrielle du gouvernement est-allemand dans les années 1980, qui cherchait à développer une expertise dans les semi-conducteurs afin de réduire la dépendance à l'égard de l'Ouest capitaliste, la région est aujourd'hui devenue le premier pôle de fabrication de microprocesseurs en Europe, avec plus de 80 000 emplois. En août 2024, la construction d'une nouvelle usine de semi-conducteurs a commencé à Dresde, dans le cadre d'un projet mené par TSMC, un fabricant taïwanais, constituant l'investissement le plus important en Saxe depuis 1990. Dans le même temps, le nord-est de l'Allemagne, région venteuse, bénéficie d'une demande croissante en énergie



renouvelable. Une étude de l'institut de recherche IWH révèle que l'est de l'Allemagne perd actuellement moins d'emplois que le sud plus riche.

La destruction créatrice est rarement agréable, surtout pour une population peu encline aux changements brutaux. Elle est néanmoins nécessaire pour garantir, à terme, la pérennité du modèle allemand. La densité du tissu industriel, le haut niveau de compétences des salariés et la renommée de qualité sont des atouts pour réussir la réorientation de l'économie germanique.

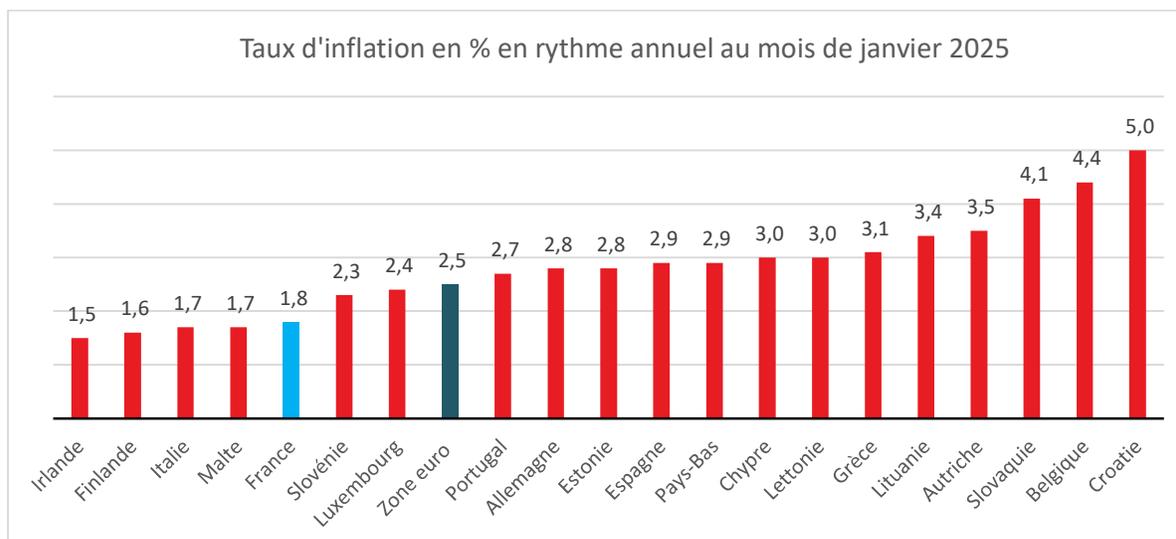
## CONJONCTURE

### Légère augmentation de l'inflation en zone euro

Selon Eurostat, le taux d'inflation annuel de la zone euro a été estimé à 2,5 % pour le mois de janvier, contre 2,4 % en décembre 2024.

S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, les services devraient connaître le taux annuel le plus élevé en janvier (3,9 %, comparé à 4,0 % en décembre), suivis de l'alimentation, alcool & tabac (2,3 %, comparé à 2,6 % en décembre), de l'énergie (1,8 %, comparé à 0,1 % en décembre) et des biens industriels hors énergie (0,5 %, stable comparé à décembre).

L'inflation en zone euro est la plus faible en Irlande et la plus élevée en Croatie. La France demeure en-dessous de la moyenne en janvier.



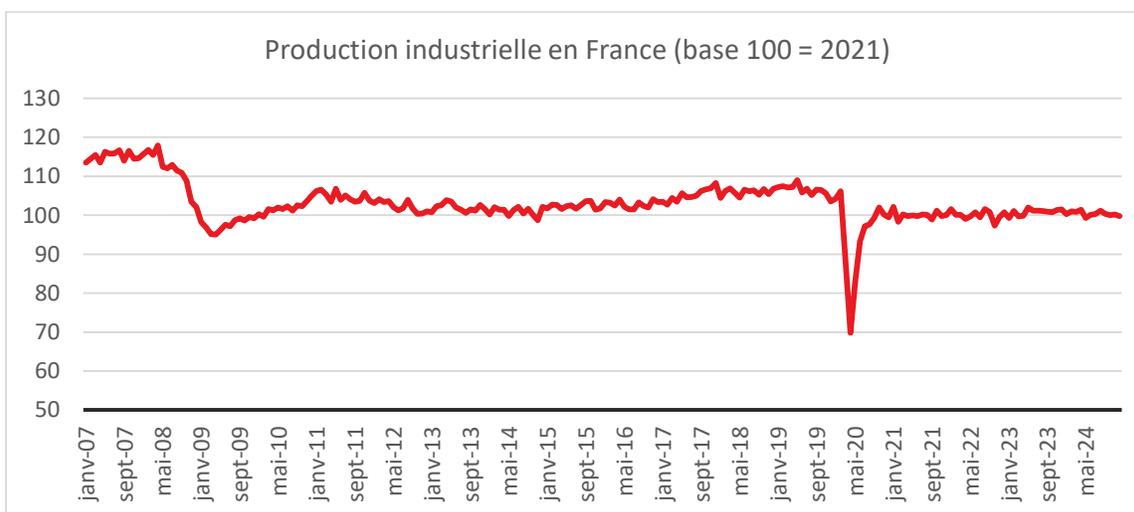
Cercle de l'Épargne – données Eurostat

### L'industrie française toujours à la peine

En décembre dernier, selon l'INSEE, la production en France est en recul sur un mois dans l'industrie manufacturière (-0,7 %, après +0,2 % en novembre 2024) et dans l'ensemble de l'industrie (-0,4 % après +0,1 %).

En décembre, la production a fortement baissé dans la fabrication de matériels de transport (-5,4 % après +4,0 %) et tout particulièrement dans l'industrie automobile (-11,0 % après +6,4 %). Le recul est moins marqué dans la fabrication d'autres matériels de transport (-2,0 % après +2,6 %). Elle a diminué dans la pharmacie (-7,9 % après +0,9 %). À l'opposé, elle est en hausse dans les industries agro-alimentaires (+2,8 % après -0,6 %) et dans la fabrication de biens d'équipement (+0,4 % après -1,1 %). La production accélère dans les industries extractives, énergie, eau (+1,2 % après +0,1 %) et la cokéfaction et le raffinage (+0,8 % après +0,3 %).

La production du quatrième trimestre 2024 est inférieure de 1,9 % à celle du quatrième trimestre 2023 dans l'industrie manufacturière, et de 1,2 % dans l'ensemble de l'industrie. Sur cette période, la production a reculé dans la fabrication d'« autres produits industriels » (-1,8 %). Elle est en nette baisse dans la fabrication de matériels de transport (-7,9 %). La chute est impressionnante pour l'industrie automobile (-16,5 %). La production a diminué également dans la fabrication de biens d'équipement (-1,8 %). À l'opposé, elle a progressé dans les industries extractives, énergie, eau (+2,5 %), les industries agro-alimentaires (+1,6 %) et la cokéfaction et le raffinage (+4,4 %).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

### Diminution du nombre d'emplois dans le secteur privé en France

Selon l'INSEE, l'emploi salarié privé en France a diminué de 0,2 % au quatrième trimestre 2024, et retrouve son niveau du quatrième trimestre 2023. 50 100 emplois ont été ainsi perdus en un trimestre et 1000 sur un an. Le nombre d'emplois est malgré tout supérieur à celui d'avant la crise sanitaire (fin 2019), de 5,6 % (soit +1,1 million d'emplois).

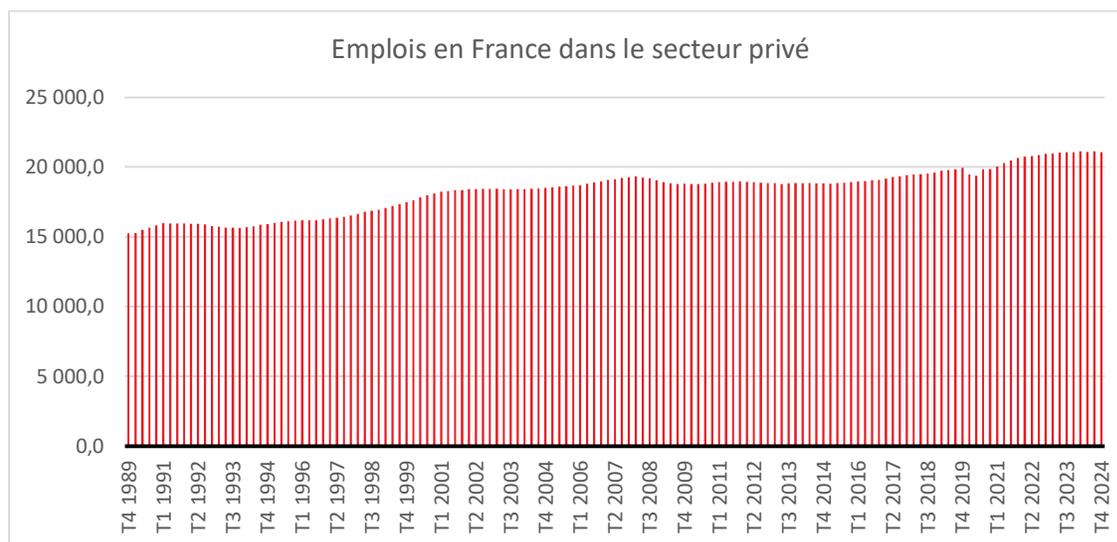
Au quatrième trimestre 2024, l'emploi intérimaire baisse de nouveau de -1,9 % après -0,9 % (soit -14 000 emplois après -6 300 emplois). Il se situe ainsi 5,6 % au-dessous de son niveau du quatrième trimestre 2023 (soit -42 800 emplois) et 7,8 % sous son niveau d'avant la crise sanitaire (soit -60 400 emplois).

Entre fin septembre 2024 et fin décembre 2024, l'emploi salarié agricole régresse de 0,8 % (soit -2 400 emplois) après +2,3 % au trimestre précédent (+7 200 emplois). Il est inférieur de 1,8 % à son niveau de décembre 2023. L'emploi salarié privé industriel (hors intérim) est quasi stable au quatrième trimestre 2024 (-0,1 % soit -3 200 emplois), après une stabilité au trimestre précédent (0,0 % soit +100 emplois). Il reste supérieur à son niveau d'un an auparavant, de 0,2 % (soit +7 500 emplois) et à son niveau d'avant-crise sanitaire (+2,4 % soit +76 500 emplois).

Dans la construction, l'emploi salarié privé (hors intérim) baisse pour le huitième trimestre consécutif : -0,5 % (soit -7 800 emplois) après -0,2 % au trimestre précédent (soit -3 500 emplois). Il se situe au-dessous de son niveau du quatrième trimestre 2023 (-1,7 % soit -27 500 emplois) et de son pic de fin 2022 (-40 200 emplois), mais reste encore largement supérieur à son niveau de fin 2019 (+4,8 %, soit +70 300 emplois).

Au quatrième trimestre 2024, l'emploi salarié privé dans le tertiaire marchand hors intérim recule, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2013 (année 2020 mise à part) de -0,2 % après +0,1 % au trimestre précédent (soit -22 600 emplois après +16 300 emplois). L'emploi salarié de ce secteur dépasse légèrement son niveau d'un an auparavant (+0,3 %, soit +35 600 emplois) et largement celui d'avant-crise sanitaire (+7,5 % par rapport à fin 2019 soit +870 100 emplois).

L'emploi salarié privé (hors intérim) du tertiaire non marchand marque le pas (0,0 %) après une hausse de 0,5 % au troisième trimestre (soit -100 emplois après +13 200 emplois). Il dépasse son niveau du quatrième trimestre 2023 de 1,2 % (soit +32 100 emplois) et celui de fin 2019 de 5,8 % (soit +153 000 emplois).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

### États-Unis, crypto-nation ?

« Obtenez votre \$TRUMP maintenant » : tel était le message du président élu des États-Unis trois jours avant son investiture, avec à la clé une belle valorisation et des gains pour son gendre qui a développé une plateforme de commercialisation. La folie des cryptomonnaies s'est emparée de la nouvelle administration américaine. Le nouveau département gouvernemental (DOGE), géré par Elon Musk, a été baptisé d'après le nom d'une autre cryptomonnaie. De nombreux conseillers du président proviennent de l'univers des monnaies virtuelles. Par un décret exécutif du 23 janvier, Donald Trump a tenu à souligner que les actifs numériques joueront « *un rôle crucial dans l'innovation et le développement économique aux États-Unis, ainsi que dans le leadership international de notre nation* ».

La politique de Donald Trump sur les cryptoactifs est non seulement en opposition avec celle de Joe Biden, mais aussi avec les propos que lui-même tenait ces dernières années. L'administration démocrate avait pris des dispositions pour empêcher l'industrie des cryptomonnaies de s'infiltrer à Wall Street. Des règles strictes rendaient prohibitive, pour les banques, la détention d'actifs numériques pour le compte de leurs clients. Cette régulation les empêchait également de lancer leurs propres produits cryptographiques, tels que les stablecoins (jetons indexés sur le dollar ou d'autres actifs). La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a bloqué des dizaines de projets de ce type au motif qu'elle ne savait pas comment les actifs numériques devaient être traités dans les dépôts réglementaires. La volonté de l'exécutif de déréguler ce secteur aboutira à l'émergence de nouveaux risques, synonymes de gains, mais aussi de pertes importantes.

### La « cryptofication » de la finance américaine est-elle en cours ?

Le lancement de fonds indiciels (ETF) en 2024 avait déjà marqué les esprits. Le 21 janvier, Travis Hill, président par intérim de la FDIC, a déclaré qu'il souhaitait une réglementation plus transparente des cryptomonnaies et que tous les clients respectueux des lois devraient avoir accès à des comptes bancaires. Les défenseurs des cryptomonnaies espèrent que la nouvelle administration mettra fin à la « débanclarisation » des utilisateurs de cryptoactifs. Sous l'administration précédente, les banques américaines refusaient d'ouvrir des comptes bancaires aux détenteurs de cryptomonnaies dont les activités pouvaient être suspectes (activités illégales ou financement du terrorisme).

Le 23 janvier, la Securities and Exchange Commission (SEC), le principal régulateur des marchés américains, a modifié ses directives afin que les institutions financières n'aient plus à comptabiliser, dans leurs propres bilans, les actifs cryptographiques détenus pour le compte de leurs clients. Ces changements affectent toutes les institutions de Wall Street. Brian Moynihan, directeur général de Bank of America, a déclaré que les banques adopteraient les cryptomonnaies, notamment les stablecoins, qui peuvent faciliter les transactions. Nombre d'entre elles expérimentent des jetons cryptographiques permettant de transmettre la propriété d'actions dans des fonds du marché monétaire. Elles sont également prêtes à développer leurs activités de



négociation et de garde d'actifs cryptographiques, dès qu'elles auront des précisions sur les nouvelles règles réglementaires. Afin de se développer sur le marché des actifs numériques, certaines institutions financières achèteront probablement des sociétés de cryptographie.

### **Une intégration encore difficile avec la finance traditionnelle**

L'osmose entre finance traditionnelle et industrie des cryptomonnaies est loin d'être réalisée. Le principal point de discordance entre les deux univers concerne les systèmes de paiement de la Réserve fédérale (Fed). Environ 9 000 entreprises financières détiennent des comptes principaux auprès de la banque centrale. Ces comptes permettent à leurs propriétaires d'effectuer des paiements sans recourir à un intermédiaire, ce qui réduit les frais et la complexité des transactions.

Pour le moment, la Fed refuse toujours d'accorder l'accès à ses comptes aux sociétés spécialisées dans les cryptomonnaies, malgré leurs nombreuses demandes. Les banques traditionnelles s'opposent également à ces ouvertures de comptes. Le Bank Policy Institute et l'American Bankers Association, deux groupes de pression influents, soutiennent la position de la Fed, arguant qu'un accès trop large exposerait le système financier à des risques accrus, notamment en matière de crédit, de cybersécurité et de réputation. La lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme est également un argument central de leur opposition.

Les banques se plaignent en outre d'être soumises à des normes réglementaires plus strictes que les entreprises spécialisées dans les cryptomonnaies et les fintechs. Caitlin Long, directrice générale de Custodia, critique quant à elle les prêteurs traditionnels accusés de bloquer l'accès des sociétés cryptographiques aux infrastructures financières du pays. Ce débat risque de perdurer.

Donald Trump pourrait faire pression sur la Fed pour qu'elle autorise les sociétés de cryptoactifs à ouvrir des comptes, mais celle-ci demeure une institution indépendante. Il pourrait néanmoins influencer sa position en nommant des gouverneurs plus favorables aux cryptomonnaies. Cependant, seuls deux postes seront à pourvoir au cours des quatre prochaines années, puisque les sept gouverneurs de la Fed disposent de mandats échelonnés de 14 ans.

### **Une menace pour la stabilité financière ?**

La diffusion des cryptoactifs n'est pas sans danger. Steven Kelly, chercheur à l'Université de Yale, s'inquiète de la transmission de leur volatilité aux autres actifs détenus par les banques. Si les dépôts bancaires deviennent vulnérables aux fluctuations du marché des cryptomonnaies, les institutions financières risquent d'être plus exposées aux crises de liquidité et aux paniques bancaires. L'histoire récente offre déjà des exemples de faillites liées aux cryptomonnaies. Silvergate et Signature, deux banques spécialisées dans ce secteur, se sont effondrées en 2023. Toutes deux ont été fragilisées par l'effondrement des prix des cryptomonnaies, amorcé fin 2022, et par les répercussions de la chute de FTX, l'une des plus grandes plateformes d'échange de cryptoactifs.



Les cryptomonnaies gagnent en popularité en raison des gains potentiels qu'elles offrent. L'engouement du président des États-Unis semble lever certains interdits. Cependant, le pays s'expose à nouveau à un risque financier majeur susceptible de déboucher sur un krach de grande ampleur.

### **Derrière les droits de douane, la lutte contre l'impôt mondial**

Le déficit commercial américain est abyssal, plus de 700 milliards de dollars en 2024. Face à ce déficit, Donald Trump accuse les partenaires des États-Unis de pratiques commerciales déloyales. Pour les punir, il a décidé de recourir à l'arme des droits de douane, qui, dans les faits, touchent avant tout les consommateurs américains. Force est de constater, en outre, que vis-à-vis du Mexique et du Canada, la menace des droits de douane visait avant tout à lutter contre l'immigration illégale. Punir ces deux États, membres d'une union douanière avec les États-Unis, n'a que peu de sens. Les trois pays ont développé des relations économiques étroites ces vingt dernières années.

Le problème américain est avant tout celui de l'éclatement des chaînes de production et de la localisation des bénéfices. Les États-Unis possèdent les plus puissantes entreprises mondiales dans les secteurs de la haute technologie, de la santé et de la pétrochimie. Pour autant, le pays accumule déficit sur déficit.

La question n'est donc pas uniquement celle du déficit commercial, mais aussi celle des stratégies mises en place par les États pour attirer les investissements et capter les bénéfices des multinationales. Sur le premier point, les gouvernements se livrent à une surenchère, les États-Unis en tête, avec l'Inflation Reduction Act, conçu pour inciter les entreprises à produire sur le sol américain. Sur le second point, et pour éviter une course vers le moins-disant fiscal, 136 pays ont signé en 2021, sous l'égide de l'OCDE, un accord prévoyant un taux d'imposition minimum de 15 % sur les bénéfices des entreprises multinationales. Or, Donald Trump souhaite soustraire son pays à cet accord.

Contrairement au retrait des États-Unis de l'Organisation mondiale de la santé ou de l'Accord de Paris sur le climat, le cadre fiscal de l'OCDE n'est pas un traité formel dont les États-Unis pourraient simplement se retirer. Cet accord repose sur une approche commune, chaque gouvernement devant adopter des lois instaurant une taxe supplémentaire pour les entreprises payant un impôt inférieur à 15 %. Si certains pays appliquent une fiscalité plus basse, d'autres peuvent réclamer la différence.

Les républicains s'opposent à cet accord, estimant qu'il empiète sur les prérogatives du Congrès. À l'inverse, Joe Biden encourageait les États à adapter leur législation afin d'inciter le Congrès à faire de même. Si les États-Unis refusaient de ratifier l'accord, les pays signataires pourraient appliquer une surtaxe sur les revenus des entreprises américaines. Donald Trump entend torpiller cet accord en promettant des représailles brutales. Pour son administration, tout pays imposant une taxe supplémentaire à une entreprise américaine serait coupable d'une atteinte extraterritoriale.

Par des décrets exécutifs publiés le 20 janvier, jour de son investiture, Donald Trump a prévu que les impôts des citoyens et des entreprises de tout pays contrevenant pourraient être doublés sur le territoire américain. Cette loi, qui permet de doubler les impôts des étrangers, existe depuis neuf décennies, mais n'a jamais été appliquée.

## **Une menace sur l'accord fiscal mondial**

La décision de Donald Trump risque de faire échouer l'accord de l'OCDE. Aux États-Unis, l'impôt sur les sociétés représente 7 % des recettes fiscales du gouvernement, bien en-dessous de la moyenne de 12 % dans les autres pays de l'OCDE. Ce chiffre peut encore baisser si Donald Trump obtient gain de cause et réduisait à nouveau le taux d'imposition des sociétés, comme lors de son premier mandat. Le Président américain souhaite que les entreprises de son pays rapatrient plus fortement leurs bénéfices mondiaux. Afin d'atteindre son objectif, il pourrait instituer une incitation fiscale forte. En 2025, une quarantaine de pays, dont la Grande-Bretagne, l'Allemagne et le Japon, ont déjà adopté des lois sur l'imposition complémentaire. Si ces pays appliquent ces taxes et si Donald Trump met ses menaces à exécution, leurs ressortissants et entreprises seraient soumis à un doublement de leurs impôts aux États-Unis.

Conscients de la violence d'une telle mesure, les républicains de la Chambre des représentants ont présenté un projet de loi proposant une option de représailles plus modérée : les taux d'imposition sur les revenus américains des investisseurs et entreprises des pays ciblés augmenteraient de cinq points de pourcentage par an pendant quatre ans maximum. Contrairement aux droits de douane, qui touchent principalement les exportateurs de biens, ces taxes frapperaient des dirigeants d'entreprise, des banquiers, des avocats et même des artistes.

## **Un retour des taxes sur les services numériques ?**

Si l'accord sur le taux d'imposition minimal des bénéficiaires venait à être remis en cause, certains États pourraient réactiver la taxe sur les services numériques. Donald Trump critique également cette taxe qu'il juge injuste et pourrait prendre des mesures de rétorsion contre les pays qui l'appliqueraient.

Ironiquement, le régime fiscal américain n'est pas si éloigné des normes fixées par l'OCDE. La réforme fiscale de Donald Trump en 2017 a inspiré l'accord international, en introduisant une version américaine d'un impôt minimum mondial, fixé à 10,5 % des bénéfices mondiaux. Toutefois, l'approche américaine ne s'applique qu'aux bénéfices consolidés, alors que celle de l'OCDE impose une taxation pays par pays.

## **Vers un compromis ?**

Des négociations entre les États membres de l'OCDE sont possibles mais Donald Trump privilégiera un rapport de force. L'accord de l'OCDE inclut une clause de "sphère de sécurité", qui repousse l'application de l'impôt complémentaire jusqu'en 2027 pour les pays où l'impôt sur les sociétés atteint 20 %. À ce jour, cela inclut encore les États-Unis. Cette disposition pourrait être prolongée pour éviter un affrontement frontal. Dans le même temps, le taux minimal américain devrait passer de 10,5 % à un peu plus de 13 % en 2026, réduisant ainsi l'écart avec les autres pays.



Le problème des compromis fiscaux internationaux est qu'ils nécessitent une volonté de dialogue et de coopération. Or, Donald Trump adopte une posture de confrontation, rendant un consensus difficile. Le reste du monde n'aura aucun intérêt politique à montrer que l'intimidation a fonctionné.

Le déficit commercial des États-Unis, qui a atteint un niveau record en 2024, est au cœur des tensions économiques et fiscales de l'administration Trump. Si l'ex-président accuse les partenaires commerciaux de pratiques déloyales et entend utiliser les droits de douane comme arme de dissuasion, les causes réelles du déséquilibre sont plus profondes : éclatement des chaînes de production, localisation optimisée des bénéfices des multinationales et différenciation des politiques fiscales entre États. Dans ce contexte, la tentative de Donald Trump de remettre en cause l'accord de l'OCDE sur l'imposition minimale des multinationales illustre une volonté de reterritorialiser les bénéfices au détriment d'un cadre multilatéral. Toutefois, la réponse du reste du monde, qui pourrait imposer des taxes supplémentaires aux entreprises américaines, risque d'ouvrir un nouveau front économique.

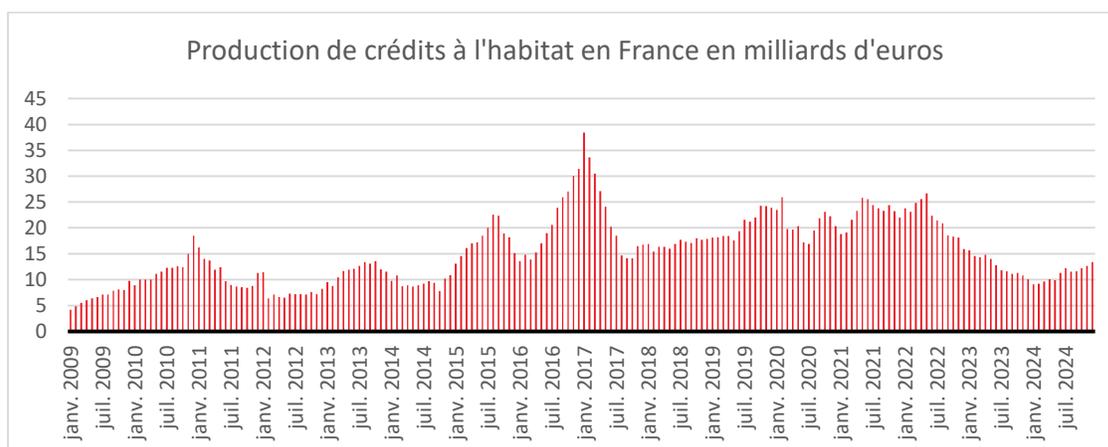
Si les États-Unis s'engagent dans une confrontation fiscale avec leurs principaux partenaires commerciaux, les conséquences pourraient être lourdes, tant pour leurs entreprises que pour les relations économiques internationales. La posture de Donald Trump, basée sur la menace et le rapport de force, soulève ainsi des incertitudes majeures quant à l'avenir des échanges commerciaux et de la coopération fiscale mondiale.

## GRAPHIQUES

### Augmentation de la production des crédits à l'habitat en 2024

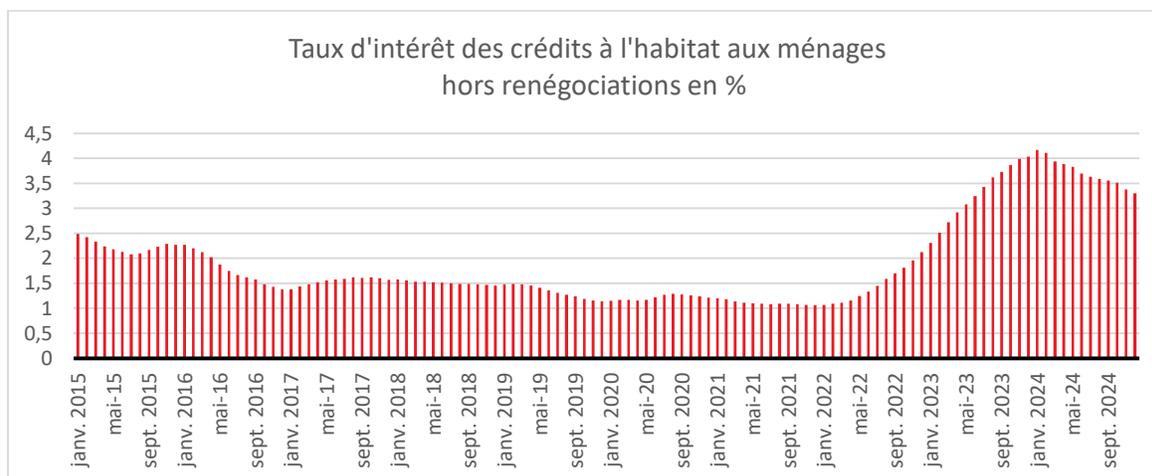
L'encours des crédits des ménages en France s'élevait, selon la Banque de France, à 1 528 milliards d'euros fin décembre 2024 en croissance de 0,2 % en rythme annuel. L'encours des crédits à l'habitat atteignait 1 283 milliards d'euros et celui des crédits à la consommation 213 milliards d'euros. Sur un an, l'encours des crédits à l'habitat est en baisse de 0,8 % et celui des crédits à la consommation en hausse de 3,6 %.

La production mensuelle corrigée des variations saisonnières (CVS) de crédits à l'habitat (hors renégociations) a atteint un plus haut sur l'année à 11,6 milliards d'euros en décembre (après 10,7 en novembre et un point bas de 6,8 en février). La production totale de crédits en 2024 a été de 132,8 milliards d'euros. Il faut remonter à 2014 pour enregistrer une production plus faible (112,9 milliards d'euros).



Cercle de l'Épargne – données Banque de France

Cette reprise s'inscrit dans un contexte de baisse du coût des nouveaux crédits à l'habitat, dont le taux d'intérêt moyen tombe à 3,30 % en décembre, en recul de 87 points de base par rapport au pic à 4,17 % de janvier 2024



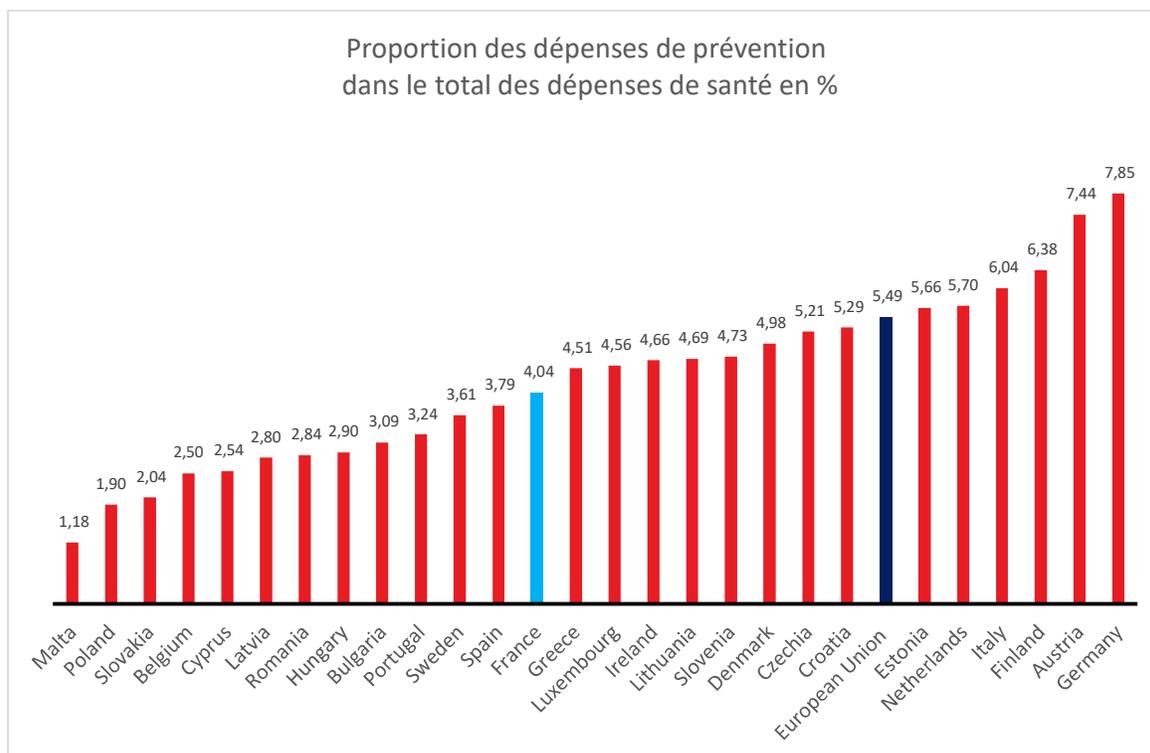
Cercle de l'Épargne – données Banque de France

## L'Allemagne en pointe pour les dépenses de prévention

En 2022, les dépenses de santé préventives dans l'Union Européenne (UE) représentaient, selon Eurostat, 5,5 % des dépenses totales de santé. Cette part a augmenté fortement avec l'épidémie covid en raison des campagnes de vaccination. Les dépenses en soins de santé préventifs qui étaient passées de 2,9 % en 2019 à 3,5 % en 2020 et à 6,1 % en 2021 reculent ainsi en 2022.

Au sein de l'Union européenne, les pays où la part des dépenses de santé préventives était la plus élevée en 2022 sont l'Allemagne (7,9 % des dépenses totales de santé), l'Autriche (7,4 %) et la Finlande (6,4 %). La part la plus faible a été enregistrée à Malte (1,2 %), suivie par la Pologne (1,9 %). Dans ce domaine, la France se situe au-dessous de la moyenne européenne.

Les dépenses de soins préventifs dans l'UE se sont élevées à 202 euros par habitant, soit une diminution de 6 % par rapport à 2021 (216 € par habitant). Parmi les pays de l'UE, l'Allemagne (458 euros) a enregistré les dépenses de soins préventifs par habitant les plus élevées, suivie par l'Autriche (411 euros) et les Pays-Bas (312 euros). En revanche, la Pologne (22 euros), la Roumanie (24 euros) et la Bulgarie (31 euros) ont enregistré les dépenses les plus faibles.



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

## AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

### Dimanche 9 février

En **Chine**, les résultats définitifs de **l'inflation** et **l'indice des prix à la production** pour le mois de janvier seront publiés.

### Lundi 10 février

Au **Japon**, le montant de la **balance des paiements courants** en décembre d'une part, les statistiques des **prêts bancaires** et l'indicateur **Observateurs de l'économie - conditions actuelles** de janvier seront diffusés.

En **Chine**, il sera possible de consulter les chiffres des **nouveaux prêts bancaires** accordés en janvier et **l'évolution des prêts en cours**.

Aux **États-Unis**, **l'indice des tendances de l'emploi - Conference Board** de janvier et **l'indicateur prévisions d'inflation du Michigan** seront publiés.

### Mardi 11 février

En **France** seront communiqués les résultats de **l'enquête Emploi** avec les chiffres du **Chômage au sens du BIT** et les **indicateurs sur le marché du travail** au quatrième trimestre 2024.

Au **Royaume-Uni**, les données de janvier des **ventes au détail BRC** seront diffusées.

Aux **États-Unis**, **l'indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises** de janvier sera rendu public. Le **rapport WASDE** sera publié.

### Mercredi 12 février

Au **Japon**, les données relatives aux **commandes de machines-outils** en janvier seront diffusées.

En **Italie**, Istat communiquera les chiffres de la **production industrielle** en décembre.

En **Espagne**, les statistiques des **ventes au détail** en janvier feront l'objet d'une publication.

En **Allemagne**, il sera possible de prendre connaissance du **solde du compte courant** en décembre.

Aux **États-Unis**, les résultats définitifs de **l'inflation**, **l'IPC Fed de Cleveland** et **l'indice PSCI Thomson Reuters IPSOS** de janvier seront disponibles. Il sera possible de suivre l'évolution en janvier des **revenus réels** ainsi que ceux de la **balance du budget fédéral**.

## Jeudi 13 février

En **zone euro** et dans **l'Union européenne**, les résultats de la **production industrielle** en décembre seront diffusés par Eurostat. La **BCE** communiquera le **taux d'intérêt (3 mois)** et le **rendement des obligations à long terme du gouvernement** en janvier.

Au **Japon**, l'indice des **prix de gros CGPI** de janvier sera communiqué.

Au **Royaume-Uni**, les résultats détaillés de la **production**, de la **balance commerciale** et de la **croissance** en décembre seront publiés. La diffusion de **l'indice des prix immobiliers RICS** de janvier est également attendue.

En **Allemagne**, les chiffres définitifs de **l'inflation** en janvier seront diffusés.

Pour les États membres de **l'Union européenne** et le **Royaume-Uni**, l'indicateur **PSCI Thomson Reuters IPSOS** de février sera disponible.

Aux **États-Unis**, la publication des indicateurs **Prix à la production (IPP et IPP core)** de janvier est attendue.

## Vendredi 14 février

En **France**, les statistiques des **créations d'entreprises** et le montant des **réserves nettes de change** en janvier seront disponibles. Il sera également possible de prendre connaissance d'une estimation flash de **l'indice du coût du travail (ICT)** du quatrième trimestre 2024.

Pour la **zone euro** et **l'Union européenne**, Eurostat diffusera une estimation rapide du **PIB** et de **l'emploi** au quatrième trimestre 2024.

Pour la **Chine** et le **Japon**, L'indicateur **PSCI Thomson Reuters IPSOS** pour le mois de février sera diffusé.

En **Allemagne**, il sera possible de suivre l'évolution, en janvier de **l'indice WPI des prix de gros**.

En **Espagne**, les résultats définitifs de **l'inflation** en janvier sera disponible.

Aux **États-Unis**, les chiffres des **ventes au détail**, de la **production industrielle et manufacturière**, le **taux d'utilisation des capacités** ainsi que **l'indice des prix à l'exportation et l'indice des prix à l'importation** en janvier seront diffusés. Il sera également possible de suivre l'évolution, en décembre, des **stocks des entreprises**.

## Lundi 17 février

Pour la **zone euro** et **l'Union européenne**, une **réunion de l'Eurogroupe** est programmée. Eurostat publiera les statistiques du **commerce international de biens** en décembre.



Au **Japon**, les résultats détaillés de la **croissance** au quatrième trimestre 2024 seront attendus. Il sera également possible de consulter les statistiques de décembre de **l'utilisation des capacités et à la production industrielle** ainsi que **l'indice d'activité de l'industrie tertiaire**.

En **Italie**, le montant de la **balance commerciale** en décembre sera rendu public.

### **Mardi 18 février**

En **France**, les résultats définitifs de **l'inflation** en janvier seront diffusés par l'INSEE.

Au **Royaume-Uni**, le **taux de chômage**, et les statistiques relatives au **salaire moyen** en décembre seront publiés. Il sera également possible de consulter l'indicateur **Productivité du Travail** pour le troisième trimestre 2024.

En **Allemagne**, les **Indices conjoncturels ZEW** pour le mois de février seront diffusés.

Aux **États-Unis**, il sera possible de prendre connaissance des montants des **achats étrangers de T-bonds, des flux nets de capitaux et des transactions nettes à long terme** en décembre. L'**indice manufacturier Empire State FED de New York** et l'**indice NAHB du marché immobilier** de février seront également communiqués.

### **Mercredi 19 février**

Pour la **zone euro**, la **BCE** diffusera des statistiques sur les **véhicules financiers** au quatrième trimestre 2024 et sur **les fonds d'investissement de la zone euro** fin 2024 (données du mois de décembre et du dernier trimestre de l'année). Il sera également possible de prendre connaissance du montant de la **balance des paiements mensuelle de la zone euro** en décembre.

Au **Japon**, la diffusion des résultats du **commerce extérieur** et de la **balance commerciale** en janvier est attendue. Il sera également possible de consulter l'**indice Reuters Tankan** de février.

En **Chine**, il sera possible de suivre l'évolution des **prix de l'immobilier** en janvier avec la diffusion de son indicateur.

Au **Royaume-Uni**, les résultats définitifs de **l'inflation**, mais également ceux de l'indice des **prix à la production** et de l'indice des **prix au détail** en janvier seront disponibles.

Aux **États-Unis**, les chiffres de janvier des **permis de construire** et des **mises en chantier** seront diffusés.

### **Jeudi 20 février**

En **Chine**, la Banque centrale communiquera le **taux Préférentiel de Prêt** pratiqué en février.



Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, Eurostat rendra publics les indicateurs relatifs à la **production dans la construction** en décembre 2024 et au dernier trimestre 2024.

En **Allemagne**, l'indicateur **Prix à la production (IPP)** de janvier sera communiqué.

Aux **États-Unis**, la **Fed de Philadelphie** diffusera plusieurs **indicateurs conjoncturels** pour le mois de février. Il sera par ailleurs possible de consulter l'**indicateur Avancé US** de janvier.

### **Vendredi 21 février**

En **France**, l'INSEE diffusera ses **indicateurs conjoncturels sectoriels et le climat des affaires** en février.

Au **Japon** et en **Italie**, les résultats définitifs de l'**inflation** en janvier seront disponibles.

Au **Royaume-Uni**, l'indicateur **confiance des consommateurs GfK** de février sera publié. Pour le mois de janvier les statistiques des **ventes au détail**, le montant de l'emprunt net et celui de l'**exigence de trésorerie nette du secteur public** seront diffusés.

Aux **États-Unis**, les statistiques des **ventes de logements existants** en janvier et les **indicateurs conjoncturels Michigan** de février seront diffusés.

## LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
<b>PIB Mds d'euros 2023</b>	2 817	4 108	2056	1451	14 292
<b>PIB par tête en 2023 En euros</b>	41 001	48 633	34 864	30 2363	41 265
<b>Croissance du PIB 2024</b>	+1,1 %	-0,3 %	+0,5 %	+3,2 %	+07 %
<b>Quatrième trimestre 2024</b>	-0,1 %	-0,2 %	+0,0 %	+0,8 %	0,0 %
<b>Inflation En % - janvier 2025</b>	1,8	2,8	1,7	2,9	2,5
<b>Taux de chômage En % - décembre 2024</b>	7,8	3,4	6,2	10,6	6,3
<b>Durée annuelle du Travail (2023)</b>	1513,3	1344,5	1741,2	1632,3	-
<b>Âge légal de départ à la retraite (2022)</b>	62	65	67	65	-
<b>Ratio de dépendance (2023)* en %</b>	34,5	34,7	37,8	30,4	33,9
<b>Dépenses publiques En % du PIB 2023</b>	56,5	48,2	53,1	46,8	49,4
<b>Solde public En % du PIB 2023</b>	-5,5	-2,5	-7,4	-3,6	-3,6
<b>Dettes publiques En % du PIB 2023</b>	110,6	63,6	137,3	107,7	88,6
<b>Balance des paiements courants En % du PIB – août-24</b>	-0,5	+6,4	+1,0	+3,1	+2,8
<b>Échanges de biens En % du PIB – août-24</b>	-2,8	+6,0	+2,5	-2,5	+1,2
<b>Parts de marché à l'exportation En % 2023</b>	2,7	7,1	2,8	1,8	24,7
<b>Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut juin - 24</b>	17,6	20,0	12,9	13,1	15,6
<b>Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (07/02/2025)</b>	3,091	2,363	3,460	3,042	-

\*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

**Comité de rédaction de La Lettre Eco** : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson

Toute utilisation totale des articles de la Lettre Eco doit fait l'objet d'une autorisation de la rédaction. Toute reprise doit donner lieu à mention suivante : « Lettre Eco de Philippe Crevel »

**CONTACT**

**Lorello Eco Data**

28 bis, rue du Cardinal Lemoine • 75005 Paris  
Tél. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36

**ABONNEMENT**

**JE M'ABONNE À LA LETTRE ECO DE PHILIPPE CREVEL POUR UN AN**

**Conditions tarifaires**

- abonnement simple 2 000** euros hors taxes 2400 TTC les 52 numéros
- abonnement multiple : contacter le service des abonnements au 01 76 60 86 05**

**Mode de paiement**

**Par chèque bancaire à l'ordre de : LORELLO ECO DATA**  
**Par Virement bancaire : contacter LORELLO ECO DATA**

**Adresse de facturation**

Nom -----  
Prénom -----  
Fonction : -----  
Organisme : -----  
Adresse : -----  
-----  
Code Postal : -----Ville : -----  
Tél. : -----  
E-mail :-----