

L'édito de la semaine

- Y-a-t-il un pilote dans l'avion ?

Marchés financiers, Épargne, Revenus et Patrimoine

- Accalmie sur le front de la guerre commerciale
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Le livret A en recul sur le premier trimestre 2025

Économie

- Financement des entreprises par le crédits ou par le marché ?
- Quand les Etats-Unis dépendent de l'Europe
- Le protectionnisme et les leçons du passé

Conjoncture

- Croissance : pas de récession mais un net ralentissement
- Les chefs d'entreprises n'ont pas toujours pas le moral
- Le moral des ménages stable en France
- France toujours en indécatesse avec ses finances publiques

Horizons

- Dollar : fin de partie ?
- La revanche de l'euro
- Le miracle espagnol en question

Graphiques

- Près d'un cinquième des salariés à temps partiel
- 50 % des citoyens à proximité d'un espace vert

Agenda économique et financier

Statistiques

LA CITATION DE LA SEMAINE

« Aujourd'hui, l'heure des prédateurs a sonné et partout les choses évoluent d'une telle façon que tout ce qui doit être réglé le sera par le feu et par l'épée. »

Giuliano da Empoli
L'Heure des prédateurs

L'ÉDITO DE LA SEMAINE

Y-a-t-il un pilote dans l'avion ?

Depuis son investiture, Donald Trump semble abonné aux ordres et contre-ordres. Il donne l'impression de laisser libre cours à son tempérament velléitaire, réagissant au gré des marchés, des interventions de ses conseillers ou de celles des lobbyistes. Avec lui, tout est possible et rien n'est définitif : des droits de douane au renvoi du président de la Banque centrale, en passant par l'Ukraine. Le reste du monde est contraint de s'adapter à ses fougades. Avec ce comportement erratique, le président américain est jugé par certains commentateurs imprévisible, voire fou... Mais au-delà du bruit et de l'agitation, ne ferait-il pas preuve d'un machiavélisme décomplexé au service de sa politique ?

Lors de ses cent premiers jours, Donald Trump a appliqué ses promesses de campagne, en empruntant parfois des chemins de traverse. Au sommet de ses engagements figure la volonté de rendre les États-Unis plus grands. S'il est trop tôt pour tirer une conclusion sur ce sujet, force est de constater que, depuis le mois de janvier, le président américain est responsable du soleil et de la pluie de l'économie mondiale. Il a placé son pays au cœur de toutes les discussions économiques. Même les marchés financiers vivent désormais dans l'angoisse de ses décisions quand ils s'étaient affranchis de la politique depuis le début de la mondialisation.

Au-delà du « *Make America Great Again* », Donald Trump souhaite rééquilibrer la balance commerciale des États-Unis, baisser le taux de change, réindustrialiser son pays et contraindre les Européens à financer leurs dépenses militaires. Sur ces différents points, en trois mois, des lignes ont été déplacées. Face au projet de relèvements massifs des droits de douane, les partenaires européens sont condamnés à négocier avec, en corollaire, des concessions obligatoires de leur part. Pour le moment, seule la Chine fait la sourde oreille, mais nul n'imagine que le bras de fer entre les deux plus grandes puissances économiques de la planète soit éternel. Les droits de douane de 10 % déjà en vigueur — constituant le tarif minimal que les États-Unis imposent à toutes les importations — seront sans nul doute pérennisés. En matière de commerce international, il y a sans nul doute un avant et un après 2 avril. Donald Trump a, de manière unilatérale, imposé sa vision. Il a récusé tout rôle à l'Organisation mondiale du commerce, qui ne peut que constater le retour des rapports de force et du bilatéralisme dans les relations commerciales. C'est lui seul qui a décidé un moratoire de 90 jours pour négocier.

Pour le dollar, le président américain peut se targuer d'avoir contribué à sa dépréciation vis-à-vis des autres grandes devises. Par ses déclarations, par ses menaces sur



l'indépendance de la FED, il a amené les investisseurs à réduire leur exposition au dollar, sans pour autant passer à l'acte.

Sur le terrain de la défense, ironie de l'histoire, les Européens se sont, en un temps record, engagé à augmenter leurs dépenses afin de se prémunir contre une éventuelle défection américaine. Ils ont ainsi répondu de manière indirecte mais réelle à la demande du président américain.

Donald Trump n'a pas résolu les conflits en Ukraine ou au Moyen-Orient en 48 heures mais ses propositions et propos iconoclastes ont bousculé les acteurs sur le terrain. La réindustrialisation ou l'amélioration du niveau de vie des Américains ne sont encore que des promesses, loin d'être concrétisées. Donald Trump a néanmoins prouvé, en trois mois, qu'il est le roi de la communication disruptive et qu'il vit la politique comme une émission de télé-réalité. Il manie la politique comme un show où chaque tweet est une scène et chaque annonce, un rebondissement scénarisé. Le président américain se comporte, pour reprendre le titre du dernier essai de Giuliano da Empoli, comme un prédateur exploitant les moindres faiblesses de ses adversaires et imposant un ordre mouvant à géométrie variable. A l'impérialisme implicite, indolore, il a substitué un impérialisme explicite, brutal. Ces dernières semaines ont néanmoins prouvé que le président américain ne pouvait pas rester sourd aux demandes des investisseurs, les entreprises comme l'État fédéral se finançant essentiellement sur les marchés financiers. Ces derniers apparaissent comme le talon d'Achille de Donald Trump...

Philippe Crevel

Accalmie sur le front de la guerre commerciale

Désescalade est le mot juste pour résumer cette semaine. Après avoir menacé le président de la Réserve fédérale, Donald Trump a finalement déclaré qu'il n'avait pas l'intention de le limoger. Après une escalade des droits de douane entre la Chine et les États-Unis, l'heure semble être aux petits pas même si la détente n'est pas encore pleinement d'actualité. Le gouvernement chinois envisagerait de suspendre ses droits de douane de 125 % sur certaines importations américaines, selon Bloomberg. Il pourrait notamment supprimer les prélèvements additionnels sur les équipements médicaux et certains produits chimiques industriels, comme l'éthane. Cependant, la Chine réfute, pour l'instant, mener toute négociation avec les États-Unis.

Par ailleurs, les États-Unis et la Corée du Sud pourraient parvenir à un protocole d'entente dès la semaine prochaine. La Corée du Sud, allié clé de Washington, pourrait être soumise à des droits de douane de 25 % sur certaines importations, temporairement ramenés à 10 % pendant la « pause » de 90 jours décrétée par Donald Trump. S'y ajouteraient des taxes de 25 % sur les livraisons de voitures, d'acier et d'aluminium. Des progrès significatifs auraient également été réalisés avec l'Inde, pays où Apple prévoit de transférer l'assemblage de l'ensemble de ses iPhone d'ici 2026.

La Bourse de Paris a enchaîné quatre séances consécutives de hausse cette semaine, terminant à 7 536,26 points. Le CAC 40 affiche désormais une progression d'environ 2 % depuis le 1er janvier. Surtout, depuis son point bas du 7 avril, atteint quelques jours après l'annonce des nouveaux droits « réciproques » par Donald Trump, l'indice a repris près de 9 %. D'autres indices européens font encore mieux : le DAX allemand a progressé de plus de 4 % cette semaine, portant sa hausse depuis le début de l'année à plus de 11 %.

Aux États-Unis, les indices ont pleinement profité des inflexions du président américain sur les droits de douane et de ses déclarations sur l'indépendance de la banque centrale. Le Nasdaq a gagné plus de 7 % sur la semaine et le S&P 500 plus de 6 %.

Sur le plan de la politique monétaire, des membres de la Réserve fédérale commencent à infléchir leur position, préoccupés par l'impact potentiel des tensions commerciales sur l'emploi. Beth Hammack, présidente de la Fed de Cleveland, a estimé qu'une baisse des taux pourrait être envisagée dès le mois de juin, sous réserve de données économiques allant dans ce sens. L'activité sur les contrats à terme sur les fonds fédéraux indique désormais la probabilité d'environ 60 % d'une détente monétaire dans deux mois. Cette éventuelle baisse des taux réjouirait Donald Trump qui la réclame avec insistance depuis plusieurs semaines.

Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 25 avril 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 31 déc. 2024
CAC 40	7 536,26	+2,93 %	7 543,18	7 380,74
Dow Jones	40 113,50	+2,25 %	37 689,54	42 544,22
S&P 500	5 525,21	+7,12 %	4 769,83	5 881,63
Nasdaq Composite	17 382,94	+6,64 %	15 011,35	19 310,79
Dax Xetra (Allemagne)	22 242,45	+4,43 %	16 751,64	19 909,14
Footsie 100 (Royaume-Uni)	8 415,25	+1,04 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	5 154,12	+3,87 %	4 518,28	4 895,98
Nikkei 225 (Japon)	35 705,74	+5,17 %	33 464,17	39 894,54
Shanghai Composite	3 295,06	+0,71 %	2 974,93	3 351,76
Taux OAT France à 10 ans	+3,187 %	-0,052 pt	+2,558 %	+3,194 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,469 %	+0,002 pt	+2,023 %	+2,362 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,267 %	-0,062 pt	+3,866 %	+4,528 %
Cours de l'euro/dollar	1,1371	-0,18 %	1,1060	1,0380
Cours de l'once d'or en dollars	3 283,10	-1,69 %	2 066,67	2 613,95
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	66,81	-1,08 %	77,13	74,30
Cours du Bitcoin en dollars	95 531,7	+9,25 %	38 252,54	93 776,61

Le livret A en recul sur le premier trimestre 2025

Le Livret A est touché par l'effet taux et conserve néanmoins une collecte positive en mars. Les ménages se détournent de ce placement depuis l'annonce du passage de son taux de rémunération de 3 % à 2,4 %. Compte tenu du niveau de l'inflation (0,8 % en février et en mars), ainsi que de la baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne, une nouvelle diminution de son taux de rémunération est probable au 1er août prochain.

Une collecte modeste mais positive

Avec une collecte de 400 millions d'euros, le livret A enregistre en mars 2025 son plus mauvais mois de mars depuis 2016 (310 millions d'euros). Ce résultat tranche avec ceux des années précédentes : en mars 2024, le livret A avait bénéficié d'une collecte de 1,53 milliard d'euros, et en 2023 de 4,17 milliards d'euros. La collecte de mars 2025 s'inscrit dans le processus de décélération constaté depuis le début de l'année. En février, la collecte s'élevait à 940 millions d'euros, et en janvier à 350 millions d'euros. Sur le premier trimestre 2025, la collecte atteint 1,73 milliard d'euros, contre 8,91 milliards d'euros sur la même période en 2024. La collecte de mars 2025 pour le livret A est nettement inférieure à sa moyenne des dix dernières années (2 milliards d'euros). En mars, le livret A bat néanmoins un nouveau record d'encours avec 444,2 milliards d'euros.

Le Livret de Développement Durable et Solidaire mieux que le Livret A

Le LDDS fait mieux que le livret A en mars, avec une collecte de 610 millions d'euros, soit un montant proche de celui de février (640 millions d'euros). Cependant, ce résultat reste inférieur à celui de mars 2024 (910 millions d'euros). Sur les trois premiers mois de l'année, le LDDS enregistre une collecte de 1,81 milliard d'euros, contre 2,92 milliards d'euros sur la même période en 2023. La collecte de mars 2025 est assez proche de la moyenne de ses dix dernières années (700 millions d'euros). Aucune décollecte n'a été enregistrée au mois de mars pour le LDDS. L'encours du LDDS atteint, avec 162,4 milliards d'euros, un nouveau record.

Le Livret d'Épargne Populaire (LEP) : une érosion de la collecte

Comme le livret A et le LDDS, le Livret d'Épargne Populaire est en repli en mars avec une collecte de 140 millions d'euros, contre 350 millions d'euros en février. Cette collecte est en net retrait par rapport à celle de mars 2024 (950 millions d'euros). Avec un encours de 82,8 milliards d'euros, le LEP atteint néanmoins un plus haut historique.

Une indéniable normalisation de l'épargne réglementée

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la baisse de la collecte du livret A en ce début d'année. La diminution du taux de rémunération conduit les ménages à réorienter leur épargne vers d'autres placements, notamment l'assurance vie qui connaît un excellent début d'année. Par ailleurs, certaines rumeurs ont pu jouer en sa défaveur, en particulier celle évoquant une mobilisation de l'épargne perçue comme une forme de prélèvement pour financer la défense. Enfin, le nombre de livrets A plafonnés a fortement augmenté ces dernières années (environ 13 %), ce qui pousse les épargnants disposant de



liquidités à se tourner vers d'autres produits. La baisse de la collecte du livret A, en revanche, ne semble pas traduire un arbitrage en faveur de la consommation.

Une baisse des taux de rémunération attendue le 1^{er} août 2025

Les deux composantes utilisées pour calculer le taux du livret A — le taux ester et le taux d'inflation — sont orientées à la baisse. Compte tenu des données des trois premiers mois de l'année, le taux du livret A pourrait passer de 2,4 % à 1,7 %. Le taux du Livret d'Épargne Populaire pourrait, quant à lui, baisser de 3,4 % à 2,3 %. Pour ce dernier, le gouvernement n'a pas appliqué strictement la formule ces dernières années, préférant donner un avantage à l'épargne populaire.

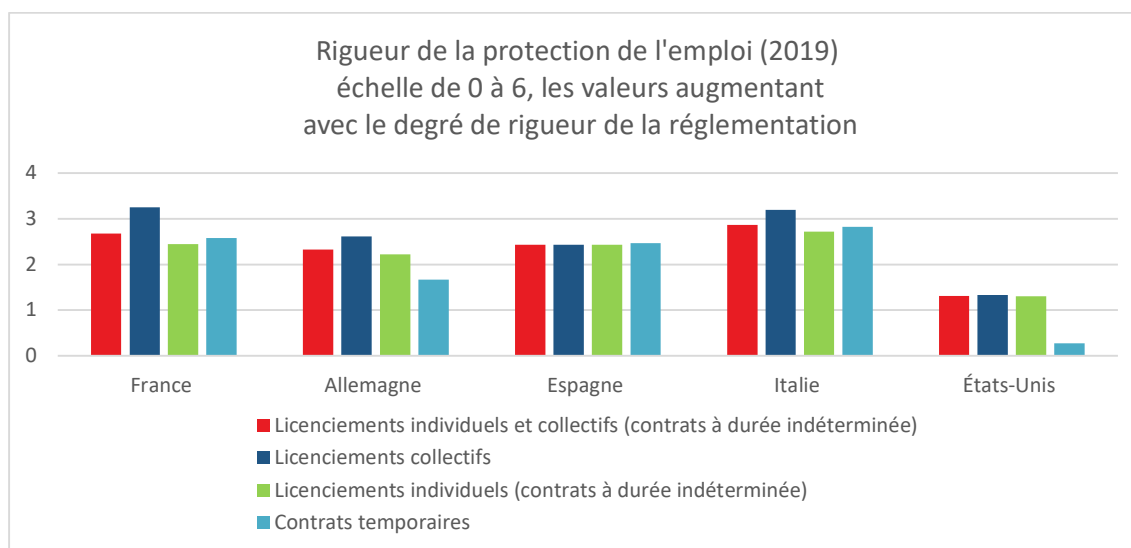
Financement des entreprises par le crédit ou par le marché ?

Les entreprises en Europe se financent essentiellement par le crédit, tandis que leurs homologues américaines privilégient le financement par le marché. Ce dernier est généralement considéré comme plus efficace car mieux adapté au financement de l'innovation. Toutefois, la transition d'un modèle à l'autre demeure complexe.

En Europe, plus de 70 % du financement des entreprises repose sur le crédit bancaire, contre environ 30 % pour le financement de marché. À l'inverse, aux États-Unis, 70 % du financement des entreprises provient du marché. En 2024, l'encours de crédits aux sociétés non financières représente près de 100 % du PIB en zone euro, alors que la capitalisation boursière atteint seulement 70 %. L'encours d'obligations émises par ces entreprises ne dépasse pas 12 % du PIB. Aux États-Unis, la capitalisation boursière représente 175 % du PIB, l'encours des crédits bancaires 10 %, et celui des obligations d'entreprises environ 30 %.

Le financement par le marché est considéré comme mieux adapté aux entreprises innovantes qui ont besoin de ressources de long terme avec une rémunération différée. Les retours sur investissement sont incertains et nécessitent du temps. Le remboursement régulier des intérêts et du capital selon un calendrier prédéfini peut ainsi freiner la prise de risques. À l'inverse, le recours aux marchés peut s'interrompre brutalement en période de crise boursière. La volatilité y est plus forte qu'avec les crédits bancaires. De plus, les investisseurs peuvent exiger des taux de rentabilité élevés, parfois incompatibles avec les capacités financières des entreprises. L'arbitrage peut alors se faire au détriment des salariés ou des consommateurs.

Un financement par le marché impose aux entreprises une capacité d'ajustement rapide de leurs coûts, ce qui est difficilement conciliable avec une forte protection de l'emploi. Le modèle de financement dominant en Europe est cohérent avec les caractéristiques structurelles de son économie, notamment la priorité donnée à l'emploi.



Cercle de l'Épargne – données OCDE



Une autre raison, institutionnelle explique la difficulté de basculer vers un financement par le marché. Elle réside dans le faible poids des fonds de pension en Europe : ils représentent 22 % du PIB, contre 155 % aux États-Unis. Cette différence structurelle contribue à la faiblesse de la capitalisation boursière européenne. Une troisième raison est liée à la fragmentation persistante des marchés financiers européens. Leur manque de profondeur limite les possibilités d'un financement massif par le marché. Le rapport Draghi conditionnait d'ailleurs le développement de l'Union des marchés de capitaux à une réelle unification de ces derniers.

Compte tenu des spécificités de l'économie européenne, le basculement vers un modèle fondé sur les marchés financiers est difficile, en raison de l'inadaptation des institutions du marché du travail (protection élevée de l'emploi), des systèmes de retraite (reposant majoritairement sur la répartition) et de la faible intégration des marchés de capitaux. Pour améliorer le financement des PME et des entreprises innovantes, le développement du private equity pourrait constituer une alternative. Ces fonds ont une logique d'investissement de long terme, contrairement aux investisseurs en actions cotées qui privilégient souvent le court terme. Afin de favoriser le private equity, il serait possible d'alléger les contraintes de fonds propres pesant sur les assureurs — qui réalisent 49 % de ces investissements. En 2023, les levées de fonds en capital-risque ont atteint 22 milliards d'euros en Europe, contre 250 milliards de dollars aux États-Unis. Des marges de progression importantes subsistent au sein de l'Union européenne.

Le financement des entreprises européennes reste ancré dans une tradition bancaire, reflet d'un modèle économique centré sur la stabilité, la protection de l'emploi et la cohésion sociale. À l'inverse, le modèle anglo-saxon, plus tourné vers les marchés financiers, épouse davantage la logique de l'innovation et du risque.

L'enjeu est moins de copier le modèle américain que de bâtir une voie européenne du financement de l'innovation capable de conjuguer profondeur des marchés, stabilité sociale et montée en puissance des investisseurs de long terme. À ce titre, le private equity, encore trop marginal, pourrait bien être le chaînon manquant d'une Europe qui cherche à réconcilier performance économique et modèle social.

Quand les Etats-Unis dépendent de l'Europe

Dans les prochaines années, la politique budgétaire de l'Europe devrait devenir plus expansionniste, notamment en Allemagne, avec un vaste programme d'investissements dans les infrastructures (500 milliards d'euros sur dix ans) et un assouplissement des règles budgétaires, en particulier du Schuldenbremse. Les investissements privés – dans les data centers, la transition énergétique, l'intelligence artificielle ou encore la défense – devraient également croître dans de nombreux États membres de l'Union européenne. Dans ce contexte, l'excédent courant de la zone euro devrait diminuer, tout comme les flux de capitaux à destination des États-Unis.

Le déficit public de la zone euro a été ramené de 6,8 % du PIB en 2020 à 3 % en 2024. Il reste cependant bien supérieur à son niveau de 2010 (0,5 % du PIB). Ce déficit pourrait repartir à la hausse à partir de cette année, sous l'effet des besoins d'investissement public soulignés notamment par le rapport Draghi – qu'il s'agisse de la transition énergétique, de l'intelligence artificielle ou des innovations de rupture – et des nécessités croissantes en matière de défense. L'Allemagne prévoit ainsi de consacrer



800 milliards d'euros, sur dix ans, aux infrastructures et à la défense. À l'échelle européenne, les dépenses militaires devraient croître d'un point de PIB d'ici 2027.

Si les investissements publics et privés européens, ainsi que les dépenses militaires, augmentent sensiblement, les besoins en épargne s'élèveront d'autant. Cette évolution devrait entraîner une réduction de l'excédent de la balance courante, aujourd'hui estimé à 2,5 % du PIB pour la zone euro en 2024.

Une hausse de 1,5 point de PIB des dépenses militaires, combinée à une augmentation de 2,5 points de PIB des investissements publics – conformément aux recommandations du rapport Draghi – pourrait conduire l'Europe à une situation de déficit courant. Or, l'essentiel des flux de capitaux à long terme qui quittent actuellement l'Europe est dirigé vers les États-Unis. Une telle évolution pourrait alors provoquer un recul marqué de ces flux transatlantiques, ce qui poserait un problème de financement du déficit extérieur américain.

La balance courante des États-Unis est déficitaire à hauteur de 4 % du PIB en 2024, un déséquilibre financé par l'entrée de capitaux étrangers. En cas de raréfaction de ces flux, les États-Unis pourraient être confrontés à une triple contrainte : une dépréciation du dollar, une hausse des taux d'intérêt à long terme, et un ralentissement de la croissance. Le financement des entreprises comme des administrations publiques devrait alors reposer davantage sur l'épargne nationale, traditionnellement faible. Une hausse contrainte du taux d'épargne pèserait sur la consommation et, par ricochet, sur la dynamique économique.

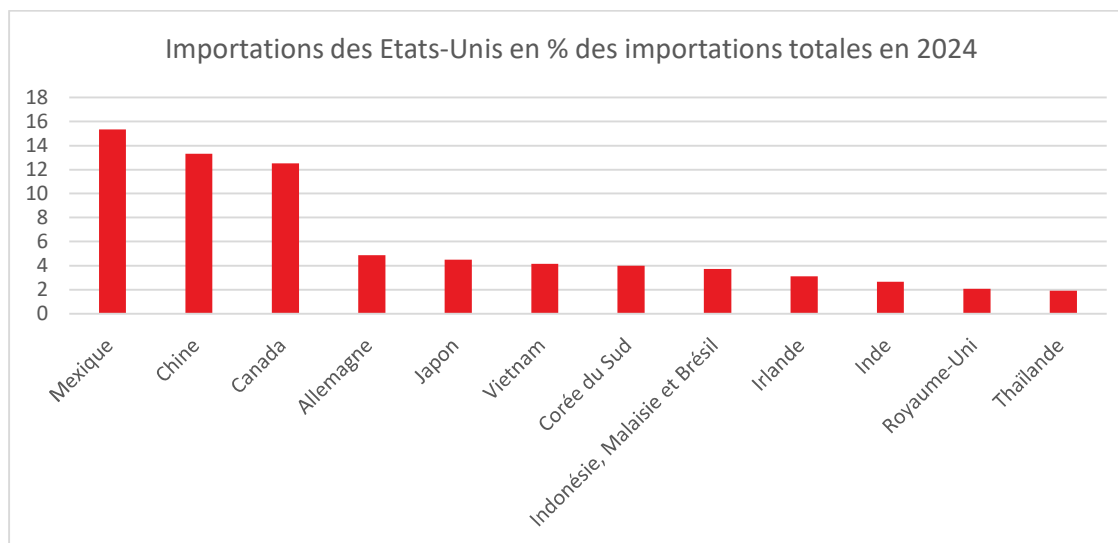
En appelant de ses vœux que l'Europe finance son effort de défense de manière plus importante, Donald Trump pourrait indirectement créer un problème de financement pour les États-Unis. L'Europe s'oriente vers un cycle d'investissements ambitieux, tourné à la fois vers la modernisation de ses infrastructures, la transition écologique et la sécurité collective. Cette stratégie pourrait transformer en profondeur ses équilibres macroéconomiques, en réduisant durablement son excédent courant. Un tel repositionnement pourrait également rebattre les cartes du financement mondial, en fragilisant le modèle d'endettement externe américain.

Le protectionnisme et les leçons du passé

Le Smoot-Hawley Tariff Act de 1930, initiative du sénateur Reed Smoot et du représentant Willis C. Hawley, constitue la dernière grande période protectionniste des États-Unis avant les annonces de relèvement des droits de douane faites par Donald Trump le 2 avril dernier. En cas d'application de ces mesures, la taxation des importations américaines pourrait atteindre entre 22 % et 25 %. Même en cas de prolongation du moratoire de 90 jours, les droits de douane seraient néanmoins relevés en moyenne de 12,5 points. Avant 2019, les droits de douane aux États-Unis étaient inférieurs à 4 %.

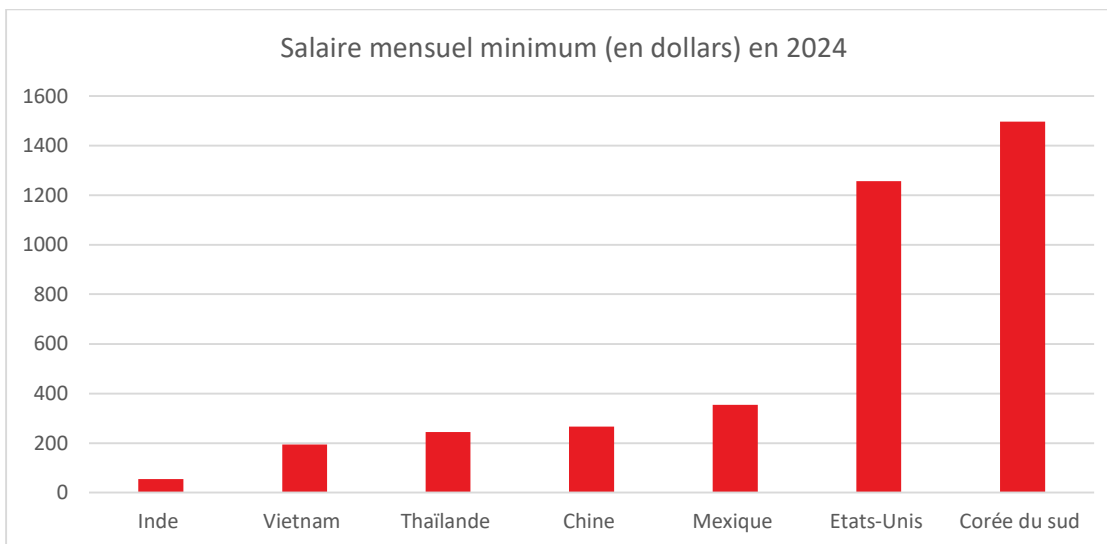
Le Smoot-Hawley Tariff Act avait, pour sa part, porté les droits de douane à 20 % en 1930. Cette mesure entraîna une réduction significative — de 15 % à 32 % — des importations américaines. En réaction à cette hausse, 25 pays adoptèrent à leur tour des mesures de rétorsion, ce qui provoqua une baisse du commerce mondial et accentua une croissance déjà déprimée. En 1934, le président Franklin D. Roosevelt décida de faire marche arrière et opta pour une politique favorable au libre-échange.

Les différences structurelles entre l'économie américaine de 1930 et celle d'aujourd'hui sont importantes, ce qui laisse présager des effets différents de la hausse des droits de douane. Le taux de chômage était bien plus élevé lors de la crise de 1929 : 8 % en 1930, 16 % en 1931 et 23 % en 1932, contre environ 4 % depuis le début de l'année 2025. L'économie américaine de l'époque souffrait d'une insuffisance de la demande et d'une surcapacité de l'offre. Elle était entrée en récession après l'éclatement de la bulle boursière. En 2025, les États-Unis sont en situation de plein emploi, ce qui complique la relocalisation d'emplois industriels. Par conséquent, l'effet positif des nouveaux droits de douane sur l'investissement devrait être limité, tandis que leur effet inflationniste pourrait être important. Celui-ci pourrait être renforcé par la politique anti-immigration du président. Le poids des importations dans le PIB est aujourd'hui bien plus élevé qu'en 1930. En 1931, elles représentaient 6 % du PIB. Actuellement, les importations de biens dépassent 11 % ; si l'on inclut les services, ce taux est supérieur à 14 %.



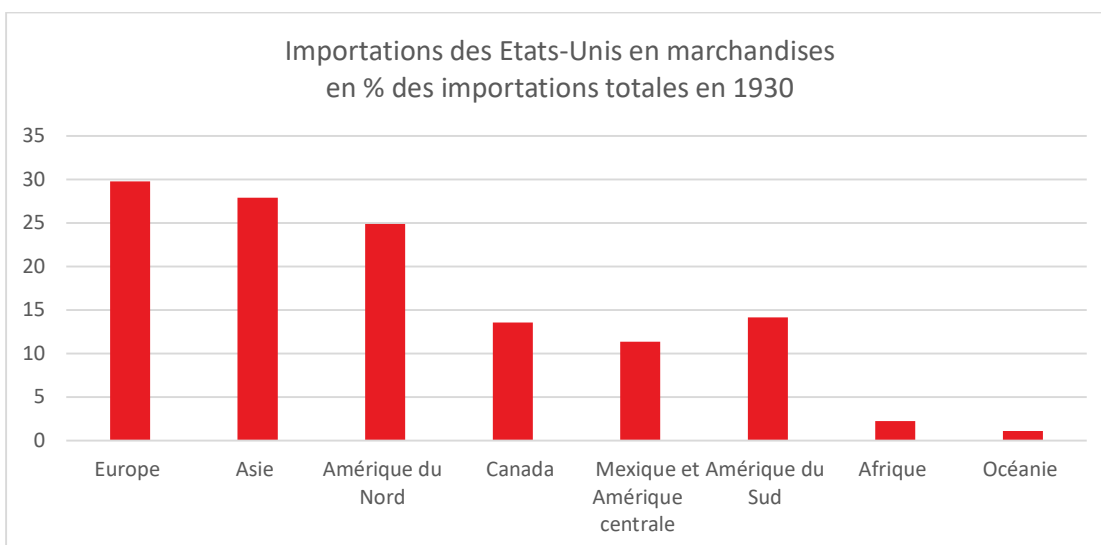
Cercle de l'Epargne – données LSEG Datastream

En 2024, les importations des États-Unis se sont élevées à 3 296 milliards de dollars, dont une grande partie provient de pays à faibles coûts de production. Les possibilités de substitution sont limitées et s'accompagnent généralement de hausses de prix.



Cercle de l'Épargne – données LSEG Datastream

En 1930, les principaux partenaires commerciaux des États-Unis étaient l'Europe, l'Asie, l'Amérique du Nord et l'Amérique du Sud, avec des coûts de production relativement proches.



Cercle de l'Épargne – données U.S. International Trade Commission

Depuis une trentaine d'années, les entreprises des pays avancés ont organisé leur production en chaînes de valeur mondiales. La production d'un bien est désormais segmentée entre plusieurs pays en fonction des coûts, de la main-d'œuvre et des ressources. Modifier ces chaînes suppose de détruire des capacités de production dans certains pays pour en créer dans d'autres — aux États-Unis en cas de relocalisation. Cette transition s'accompagnera presque inévitablement de hausses de prix.



En 1930, l'économie américaine était en pleine déflation ; en 2025, la principale menace est l'inflation. La hausse des droits de douane décidée par Donald Trump aura des effets pervers, comme ce fut le cas en 1930, mais selon des modalités différentes. Le principal risque en 2025 est l'inflation. Ces droits de douane risquent également d'entraîner un ralentissement de la croissance en pesant sur la consommation des ménages. Par effet de rétorsion, ils freineront aussi le commerce international et la croissance mondiale. Dans les années 1930, il fallut quatre ans pour que les États-Unis changent de cap. Combien en faudra-t-il dans les années 2020 ?

Croissance : pas de récession mais un net ralentissement

Sans surprise, dans son rapport de printemps, le Fonds monétaire international interpelle les responsables mondiaux sur les dangers du protectionnisme. En première phrase de son rapport de printemps, les économistes de l'organisation indiquent que « *l'économie mondiale est à un moment critique* ». De ce fait, le FMI a été conduit à réviser à la baisse ses prévisions de croissance mondiale, à 2,8 % en 2025 et à 3 % en 2026. Cette révision est la conséquence des annonces de hausse des droits de douane de Donald Trump et des incertitudes qu'elles génèrent. En trois mois, le FMI a diminué ses prévisions pour 2025 et 2026 de respectivement 0,5 et 0,3 point de pourcentage. Pour les Etats-Unis, la correction est plus importante. Le taux de croissance en 2025 ne devrait pas dépasser 1,8 % contre 2,7 % attendus. La zone euro devrait enregistrer un taux de croissance, cette année de 0,8 %, soit 0,2 point de moins que prévu. Celui de la croissance ne devrait être que de 4 % au lieu de 4,5 %. Pour la France, le FMI prévoit une progression du PIB de 0,6 % en 2025, au lieu de 0,8 %. L'organisation doute de la capacité de la France de maîtriser ses déficits public et prévoit qu'ils puissent dépasser 6 % du PIB dans les prochaines années.

L'économie mondiale ralentit en raison de l'aggravation des droits de douane américains mais aussi des incertitudes qui planent sur leur niveau final, ce qui conduit les entreprises à reporter leurs investissements. Avec des chaînes de valeur éclatées, le choix des localisations est crucial. A défaut de connaître le nouveau régime des droits de douane, l'attentisme prédomine.

La baisse de la croissance aux Etats-Unis est imputable également à un fin de cycle. La croissance y était élevée depuis plusieurs années, un ralentissement était attendu avant même les annonces de Donald Trump. La baisse de la croissance en Chine peut apparaître modérée. Cette situation s'explique par la mise en œuvre par les autorités chinoises d'importants plans de relance.

Selon le FMI, les échanges commerciaux internationaux ne devraient pas se contracter. Des réorientations de trafics sont à attendre. Leur taux de croissance devrait passer néanmoins de 3,8 % en 2024 à 1,7 % en 2025. Dans son rapport, l'organisation internationale souligne que le système du commerce mondial n'était pas sans défaut. Depuis plusieurs années, la multiplication des barrières non tarifaires, comme la mise en place de certaines politiques industrielles et de subventions faussait le jeu de la libre concurrence. Le FMI admet que l'économie mondiale est entrée dans une nouvelle ère et que de nouvelles règles du jeu doivent être institués. Il récuse l'idée que la mondialisation est responsable, seule, de la baisse de l'emploi industriel aux Etats-Unis. Celle-ci est imputable en grande partie au processus d'automatisation. L'emploi industriel a diminué au même rythme en Allemagne qu'aux Etats-Unis, la première dégageant un excédent commercial quand les seconds sont confrontés à un solde négatif.



Aux Etats-Unis, l'inflation devrait s'élever à 3 % en 2024 et 2025 quand elle était censée revenir autour de 2 %. Avant même le relèvement des droits de douane, l'inflation américaine faisait de la résistance en raison de la progression rapide des prix des services. La baisse de la croissance devrait peser sur les prix qui avaient eu tendance à fortement augmenter ces dernières années. Cet effet compensera en partie la hausse provoquée par les droits de douane.

Le FMI considère que la forte volatilité des marchés financiers est imputable tant aux annonces du Président américain qu'à une remise à plat des valorisations de certains actifs considérés comme risqués. Dans le secteur des nouvelles technologies, et notamment de l'intelligence artificielle, l'engouement de ces deux dernières années a provoqué à des hausses exagérées de certains cours. Cet engouement a provoqué un afflux de capitaux contribuant à la hausse du dollar. Le rééquilibrage en cours est jugé plutôt logique par le FMI qui estime qu'il n'y a pas de sortie précipitée, pas de vente massive de la devise américaine. Aux yeux des économistes de l'institution internationale, le risque d'effondrement des marchés financiers a augmenté sans pour autant être inévitable.

Dans un contexte de baisse des aides aux pays en développement et émergents, le FMI attire l'attention sur les menaces de troubles sociaux et politiques dans ces pays. La hausse des taux d'intérêt et le tarissement de l'accès aux marchés constituent un danger pour des économies fragiles.

Projections de croissance des Perspectives de l'économie mondiale

(PIB réel, variation annuelle en pourcentage)	PROJECTIONS		
	2024	2025	2026
Production mondiale	3,3	2,8	3,0
Pays avancés	1,8	1,4	1,5
États-Unis	2,8	1,8	1,7
Zone euro	0,9	0,8	1,2
Allemagne	-0,2	0,0	0,9
France	1,1	0,6	1,0
Italie	0,7	0,4	0,8
Espagne	3,2	2,5	1,8
Japon	0,1	0,6	0,6
Royaume-Uni	1,1	1,1	1,4
Canada	1,5	1,4	1,6
Autres pays avancés	2,2	1,8	2,0
Pays émergents et pays en développement	4,3	3,7	3,9
Pays émergents et pays en développement d'Asie	5,3	4,5	4,6
Chine	5,0	4,0	4,0
Inde	6,5	6,2	6,3
Pays émergents et pays en développement d'Europe	3,4	2,1	2,1
Russie	4,1	1,5	0,9
Amérique latine et Caraïbes	2,4	2,0	2,4
Brésil	3,4	2,0	2,0
Mexique	1,5	-0,3	1,4
Moyen-Orient et Asie centrale	2,4	3,0	3,5
Arabie saoudite	1,3	3,0	3,7
Afrique subsaharienne	4,0	3,8	4,2
Nigéria	3,4	3,0	2,7
Afrique du Sud	0,6	1,0	1,3
Pour mémoire			
Pays émergents et pays à revenu intermédiaire	4,3	3,7	3,8
Pays en développement à faible revenu	4,0	4,2	5,2

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2025.

Note : Pour l'Inde, les données et projections sont présentées par exercice budgétaire ; l'exercice 2024/2025 (qui commence en avril 2024) apparaît dans la colonne 2024. Les projections de croissance pour l'Inde sont de 6,5 % en 2025 et de 6,2 % en 2026 (années civiles).

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

IMF.org/pubs

Le moral des ménages stable en France

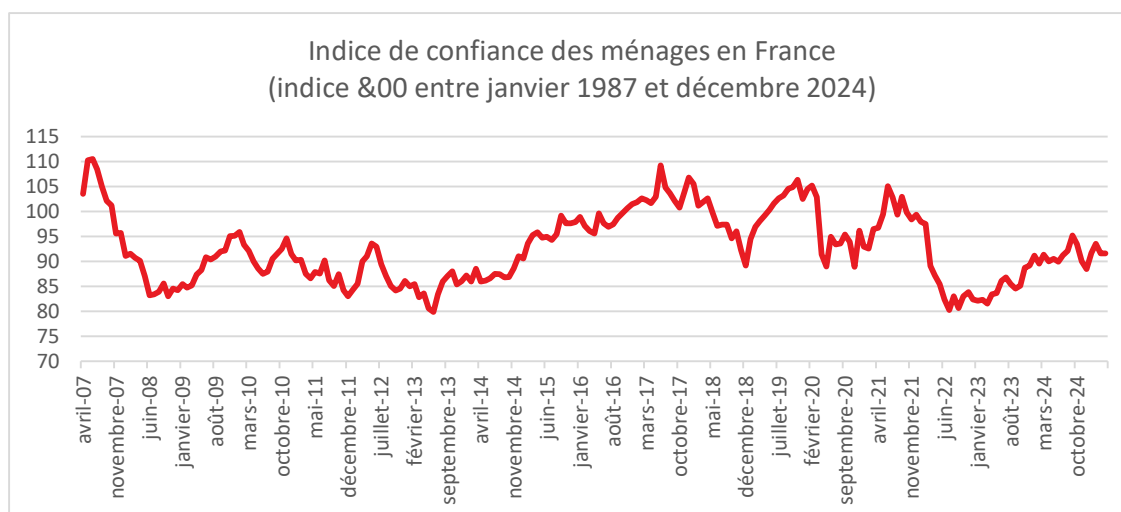
En avril, la confiance des ménages est restée stable, selon l'INSEE. À 92, l'indicateur qui la synthétise demeure au-dessous de sa moyenne de longue période (100 entre janvier 1987 et décembre 2024).

En avril, la proportion de ménages estimant qu'il est opportun, dans la situation économique actuelle, de faire des achats importants augmente de nouveau. Le solde correspondant gagne trois points et s'établit au plus haut depuis février 2022. Il reste malgré tout au-dessous de sa moyenne de longue période.

Le solde d'opinion des ménages relatif à leur situation financière passée progresse d'un point, et passe légèrement au-dessus de sa moyenne de longue période. Celui sur leur situation financière future est stable, et reste au-dessous de sa moyenne de longue période. En avril, la part des ménages estimant qu'il est opportun d'épargner est en baisse. Le solde d'opinion correspondant perd quatre points, mais demeure bien au-dessus de sa moyenne de longue période.

L'opinion des ménages sur leur capacité d'épargne actuelle s'améliore légèrement : le solde d'opinion associé gagne un point. Celui relatif à leur capacité d'épargne future se dégrade et perd trois points. Ces deux soldes restent au-dessus de leur moyenne de longue période. En avril, l'opinion des ménages sur le niveau de vie futur en France diminue de nouveau : le solde associé perd trois points. Celui relatif au niveau de vie passé gagne deux points. Ces deux soldes restent bien au-dessous de leur moyenne de longue période.

En avril, les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage augmentent fortement. Le solde correspondant gagne quatre points. Il demeure bien au-dessus de sa moyenne de longue période.



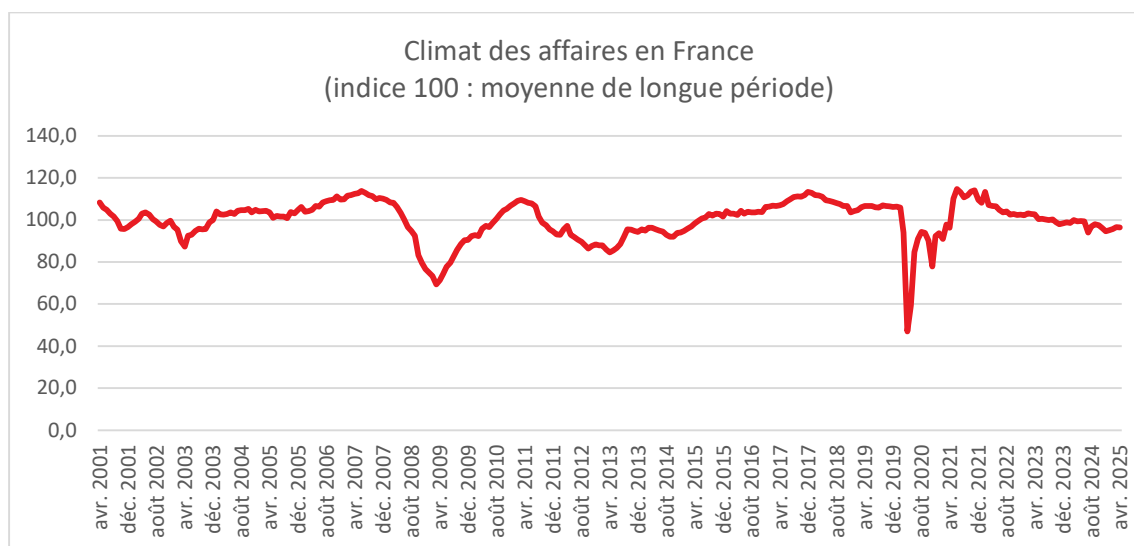
Cercle de l'Épargne – données INSEE

Les chefs d'entreprises n'ont pas toujours pas le moral

En avril 2025, selon l'INSEE, le climat des affaires en France ne s'améliore pas. À 96, l'indicateur qui le synthétise, calculé à partir des réponses des chefs d'entreprise des principaux secteurs d'activité marchands, recule d'un point et se situe en deçà de sa moyenne de longue période (100). Le climat des affaires est en hausse dans l'industrie et les services mais régresse dans le bâtiment et surtout dans le commerce de détail.

Sur cette même période, le climat des affaires rebondit nettement dans l'industrie. À 99, l'indicateur synthétique gagne trois points et se rapproche de sa moyenne de long terme (100). Cette hausse du climat provient de la quasi-totalité des soldes d'opinion qui contribuent à son calcul, en dehors des perspectives générales de production et du niveau des stocks. Dans les services, le climat des affaires augmente légèrement. À 98, l'indicateur qui le synthétise gagne un point mais reste au-dessous de sa moyenne de long terme (100). Le solde sur l'activité passée s'améliore, tandis que ceux relatifs aux perspectives d'activité sont quasi stables. Dans l'industrie du bâtiment, le climat des affaires baisse légèrement. À 97, l'indicateur qui le synthétise perd un point et se maintient au-dessous de sa moyenne de longue période (100). Tous les soldes constituant le climat se dégradent, les entrepreneurs du bâtiment se montrant notamment plus pessimistes qu'en mars au sujet de leurs perspectives d'activité.

Le climat des affaires se replie fortement dans le commerce de détail (y compris commerce et réparation d'automobiles). À 95, l'indicateur qui le synthétise perd cinq points et se situe au-dessous de sa moyenne de longue période (100). Cette chute résulte principalement de la baisse des soldes relatifs aux perspectives générales d'activité et aux intentions de commandes.



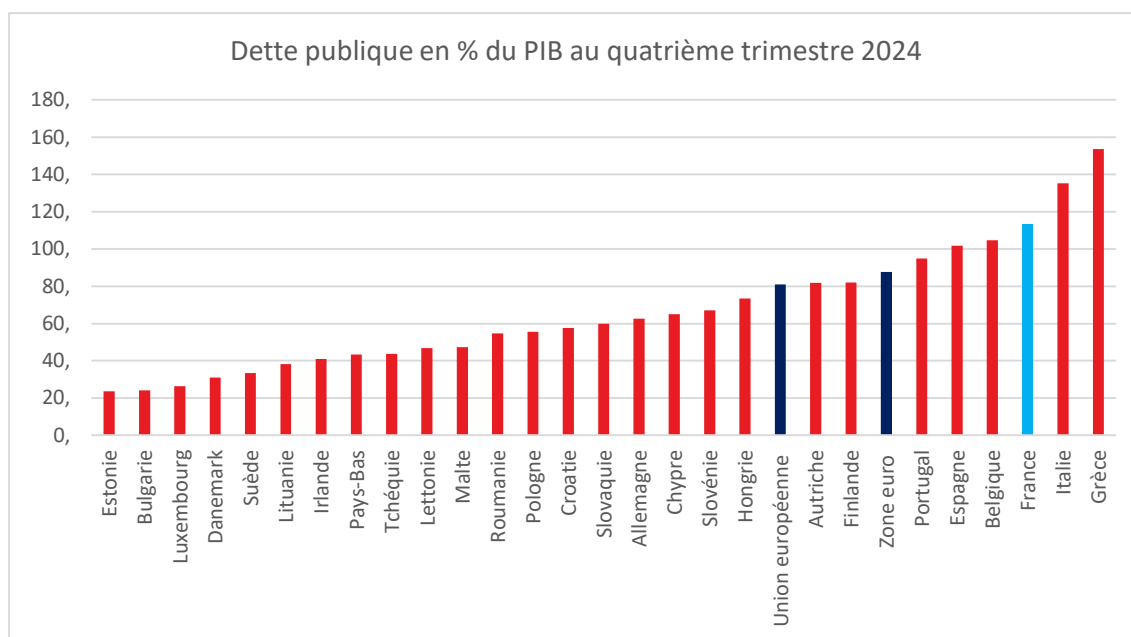
Cercle de l'Epargne – données INSEE

France toujours en indécatesse avec ses finances publiques

En 2024, tous les États membres de l'Union européenne (UE) affichent un déficit public, à l'exception du Danemark (+4,5%), de l'Irlande et de Chypre (+4,3% chacune), de la Grèce (+1,3%), du Luxembourg (+1,0%) et du Portugal (+0,7%). Les déficits les plus élevés ont été enregistrés en Roumanie (-9,3%), en Pologne (-6,6%), en France (-5,8%) et en Slovaquie (-5,3%). Douze États membres affichent un déficit égal ou supérieur à 3% du PIB.

À la fin de l'année 2024, les ratios de la dette publique par rapport au PIB les plus faibles sont enregistrés en Estonie (23,6%), en Bulgarie (24,1%), au Luxembourg (26,3%), au Danemark (31,1%), en Suède (33,5%) et en Lituanie (38,2%). Douze États membres ont un ratio de dette publique supérieur à 60% du PIB, les plus élevés étant enregistrés en Grèce (153,6%), en Italie (135,3%), en France (113,0%), en Belgique (104,7%) et en Espagne (101,8%). À la fin du quatrième trimestre 2024, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB dans la zone euro (ZE20) s'est établi à 87,4 %, contre 88,1% à la fin du troisième trimestre 2024. Dans l'UE, ce ratio a également diminué, passant de 81,6 % à 81,0 %.

Par rapport au quatrième trimestre 2023, le ratio de la dette publique par rapport au PIB a légèrement augmenté tant dans la zone euro (de 87,3 % à 87,4 %) que dans l'UE (de 80,8 % à 81,0 %). Par rapport au quatrième trimestre 2023, seize États membres ont enregistré une hausse de leur ratio de la dette publique par rapport au PIB à la fin du quatrième trimestre 2024, onze États membres ont affiché une baisse. Les plus fortes hausses ont été observées en Roumanie (+5,9 pp), en Pologne (+5,7 pp), en Finlande (+4,5 pp), en Slovaquie (+3,6 pp), en Estonie (+3,4 pp), en Autriche (+3,3 pp) et en France (+3,2 pp). Les baisses les plus fortes ont été enregistrées en Grèce (-10,3 pp), à Chypre (-8,6 pp), en Croatie (-4,3 pp), en Espagne (-3,3 pp), au Portugal (-2,8 pp), au Danemark (-2,5 pp) et en Irlande (-2,4 pp).



Cercle de l'Epargne – données Eurostat



En 2024, les dépenses publiques dans la zone euro représentent 49,6 % du PIB et les recettes publiques 46,5 %. Dans l'UE, elles sont respectivement de 49,2 % et 46,0 % du PIB. Les ratios des dépenses publiques et des recettes publiques ont augmenté dans les deux zones, par rapport à 2023. La France est le pays européen avec le niveau de dépenses publiques le plus élevé (57,1 du PIB). Les dépenses publiques représentent 49,5 % du PIB en Allemagne, 45,4 % du PIB en Espagne, 50,6 % en Italie et 51 % au Danemark.

Dollar : fin de partie ?

Quand les actions baissent, les rendements obligataires se contractent et le dollar monte : telle était la loi des marchés avant le 2 avril 2025. Cette relation fiable entre les sociétés américaines cotées, les obligations d'État et la valeur de la monnaie a été respectée pendant la majeure partie de l'histoire financière moderne. En 2008, en 2020 comme en 2022, le dollar a joué son rôle traditionnel de valeur refuge en s'appréciant.

Depuis quelques semaines, les investisseurs évitent les bons du Trésor. Les rendements des obligations d'État américaines à dix ans sont ainsi passés de 4,2 % à 4,5 % au cours du mois dernier. Parallèlement, le dollar a perdu plus de 9 % face à un panier d'autres devises depuis la mi-janvier. Les investisseurs internationaux, qui depuis des années privilégiaient les États-Unis, deviennent soupçonneux. Or, l'Oncle Sam a besoin d'eux. Au 3 avril 2025, la dette publique totale des États-Unis s'élevait à plus de 36 220 milliards de dollars. La dette détenue par le public représente 28 960 milliards de dollars, soit environ 80 % du total, le solde prenant la forme d'une dette intragouvernementale.

Les investisseurs étrangers détiennent une part significative de la dette publique américaine. Le Japon détient ainsi 1 103,5 milliards de dollars de titres souverains américains, la Chine 834,1 milliards, le Royaume-Uni 670,0 milliards, le Luxembourg 330,1 milliards, et le Canada 329,0 milliards. La Réserve fédérale des États-Unis détient environ 4 800 milliards de dollars en titres du Trésor, représentant environ 14 % de la dette détenue par le public. Les agences fédérales, tel le fonds fiduciaire de la sécurité sociale, détiennent environ 7 100 milliards de dollars en titres du Trésor, représentant la dette intra-gouvernementale.

Le dollar peut-il être détrôné et perdre son statut de monnaie dominante ? Cent fois imaginé, rêvé, ce scénario relevait jusqu'ici du fantasme. Le poids économique des États-Unis, leur puissance militaire, leurs marchés profonds et rentables, leur ouverture aux flux de capitaux et la fiabilité de l'État de droit étaient autant d'atouts pour faire du dollar la monnaie de référence mondiale.

Depuis huit décennies, la monnaie américaine est le pilier du commerce et de la finance. Environ la moitié des prêts transfrontaliers sont libellés en dollars, et cette monnaie intervient dans 88 % des transactions de change. Le billet vert est la clef de voûte du système économique mondial et la manifestation la plus concrète de l'impérialisme américain.

Au sein de l'administration républicaine, le souhait d'un dollar moins internationalisé est partagé par de nombreux responsables. Quand il était sénateur, J.D. Vance, aujourd'hui vice-président, soulignait que l'accumulation de titres américains par des étrangers avait artificiellement augmenté sa valeur, portant préjudice à l'industrie nationale. En novembre, Stephen Miran, aujourd'hui à la tête du Conseil des conseillers économiques de la Maison-Blanche, a publié une note suggérant que le Président pourrait taxer unilatéralement les bons du Trésor détenus en réserves à l'étranger afin de dissuader les investisseurs de les acheter.



Ces positions incitent les investisseurs à réduire leur exposition au dollar. Ils ont commencé à le faire avant même le retour de Donald Trump au pouvoir, jugeant la situation américaine plus instable qu'auparavant en raison de la fragmentation du pays et de la forte progression de la dette publique. La part du dollar dans les réserves mondiales est passée de 73 % en 2001 à 58 % aujourd'hui. Au cours de la même période, la part de diverses devises – dollars australien et canadien, couronne suédoise, franc suisse – a augmenté. Les banques centrales ont également diversifié leurs réserves : elles ont acheté plus de 1 000 tonnes d'or par an au cours des trois dernières années, soit une augmentation de plus de 140 % par rapport aux trois années précédentes. La part du dollar pourrait perdre dix points au cours de la prochaine décennie. Cette prévision ne prend pas en compte l'éventuelle conséquence d'une entrée en vigueur des monnaies digitales de banque centrale qui pourraient rebattre les cartes en façonnant un nouveau système monétaire international.

Ces dix dernières années, la demande internationale d'actifs en dollars émanait surtout des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie, notamment en Asie. Ces derniers détiennent souvent des investissements de plusieurs centaines de milliards de dollars, gérés par des comités qui se réunissent peu fréquemment, ce qui limite les changements brusques de stratégie. Malgré cet effet d'amortissement, leur enthousiasme pour les États-Unis diminue. Beaucoup d'investisseurs internationaux s'inquiètent de la fin de l'exception économique américaine et de la fin d'un cycle économique porté par les technologies.

Longtemps, l'imposant déficit public américain était perçu comme une source de placements attractifs. Ce déficit, qui a atteint 7 % du PIB en 2024, ne devrait pas se réduire dans les prochaines années. Le 10 avril dernier, la Chambre des représentants a approuvé le projet de budget du Sénat, susceptible d'alourdir les déficits de 5 800 milliards de dollars d'ici à 2035, selon le Committee for a Responsible Federal Budget. Ce montant dépasse celui du premier mandat de Donald Trump, ainsi que celui lié à la pandémie de Covid-19 et aux plans de relance et d'infrastructures de Joe Biden.

Les doutes vis-à-vis du dollar se multiplient, mais le billet vert reste incontournable. Les alternatives sont limitées. Le dollar n'a pas de successeur évident. Après la Seconde Guerre mondiale, la paupérisation de la Grande-Bretagne empêchait la livre sterling de conserver son statut mondial ; le dollar s'était alors imposé naturellement. Aujourd'hui, aucune devise ne semble en mesure de s'y substituer. Les marchés européens de la dette d'entreprise sont de petite taille. La dette allemande, considérée comme la plus sûre, s'élève à environ 3 000 milliards de dollars, soit un douzième du total américain.

Le yuan pourrait-il gravir les échelons de la hiérarchie monétaire ? L'économie chinoise est assez puissante, mais les progrès en matière d'internationalisation de sa monnaie restent timides. Le yuan représente un peu plus de 2 % des réserves mondiales – un chiffre en baisse depuis quatre ans. Pékin ne souhaite pas assouplir ses contrôles des capitaux. L'interventionnisme du Parti communiste chinois constitue un risque plus grave, aux yeux des investisseurs, que les politiques menées par Donald Trump. La Chine préfère renforcer son système financier : la Banque populaire de Chine a multiplié les lignes de swap avec des banques centrales étrangères, et a mis en place sa propre plateforme de paiements internationaux pour réduire sa dépendance au système SWIFT.



Ces innovations ne permettent pas encore au yuan de concurrencer sérieusement le dollar, mais elles pourraient limiter l'influence du billet vert, en offrant une alternative aux pays exclus de la finance occidentale. Pékin fonde ses espoirs sur une future monnaie digitale de banque centrale, basée sur la blockchain, permettant de contourner le dollar de façon transparente. Ce système pourrait voir le jour d'ici la fin de la décennie.

Pour l'heure, le dollar demeure l'alpha et l'oméga du système monétaire international, mais son magistère n'est plus incontesté. Plutôt qu'un effondrement, on pressent un lent reflux de l'absolu vers le relatif, comme un passage de l'unipolarité monétaire à une polyarchie hésitante. Par touches successives, le désenchantement progressif des investisseurs, les fractures internes américaines, l'activisme monétaire de puissances émergentes et l'essor des technologies financières souveraines — notamment les monnaies digitales de banque centrale — recomposent, les contours d'un nouvel ordre monétaire encore indécis. Ce changement de paradigme, s'il s'accroît, redéfinira non seulement les équilibres financiers mais aussi les leviers géopolitiques du XXI^e siècle. À l'heure où l'économie mondiale vacille entre fragmentation et recomposition, le dollar continue de régner mais son trône est moins assuré que dans le passé.

La revanche de l'euro

La première monnaie de réserve européenne fut le tétradrachme, orné d'un hibou. Ce symbole de sagesse était destiné à inspirer confiance aux habitants de l'Athènes antique. Cet oiseau figure aujourd'hui sur la version grecque de la pièce de 1 euro. Les monnaies dominantes à travers l'histoire présentent des caractéristiques communes : elles sont l'apanage d'États politiquement stables et puissants, tant sur le plan économique que militaire. La transparence des institutions, notamment monétaires, constitue également un atout, donnant un avantage aux monnaies des pays démocratiques par rapport à celles des régimes autoritaires. Depuis la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis réunissaient toutes les conditions pour imposer le dollar comme monnaie dominante. Toutefois, les tensions politiques internes, le retour du protectionnisme et la tentation de remettre en cause l'indépendance de la banque centrale américaine sont autant de facteurs susceptibles d'éroder ce leadership.

Avec les difficultés du billet vert, l'euro pourrait-il connaître son heure de gloire ? Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne (BCE), et Paschal Donohoe, président de l'Eurogroupe, ont récemment évoqué les moyens de renforcer le rôle international de l'euro. Pour l'heure, la devise européenne occupe la place de brillant second dans le classement des monnaies. Selon les données du FMI, 59 % des réserves mondiales de change sont libellées en dollars, contre 20 % en euros. En 2024, le dollar reste la monnaie dominante dans les transactions commerciales mondiales, bien que sa part ait légèrement reculé au profit d'autres devises, notamment l'euro. D'après les chiffres de SWIFT, le dollar représente environ 42 % des paiements internationaux, contre 35 % pour l'euro. En troisième position, le yen ne représente que 5 % des réserves et 6 % des transactions commerciales, devançant la livre sterling et le yuan.



Depuis sa création en 1999, l'euro s'est positionné comme un prétendant au statut de monnaie mondiale, sans jamais parvenir à l'obtenir pleinement. À la veille de la crise financière de 2007-2009, les responsables européens espéraient qu'il pourrait, à terme, rivaliser avec le dollar. Mais la crise de la zone euro dans les années 2010, marquée par les problèmes d'endettement des pays d'Europe du Sud, a mis un coup d'arrêt à ces ambitions. À l'époque, la BCE n'était pas conçue pour être un prêteur en dernier ressort, ce qui rendait les obligations d'État vulnérables aux turbulences financières. Contrairement au dollar, l'euro ne peut pas s'appuyer sur des titres publics massivement émis par l'Union européenne. Le marché financier européen manque de profondeur : il reste fragmenté et les volumes d'actifs sûrs sont limités, d'autant plus que la première économie de la zone, l'Allemagne, a longtemps été un émetteur parcimonieux d'obligations. Les perspectives de croissance économique peu enthousiasmantes se traduisent par des rendements faibles pour les obligations européennes, qui ont été, entre 2015 et 2022, souvent inférieurs à zéro.

Ces dernières années, des avancées notables ont été réalisées pour consolider le rôle international de l'euro. La BCE est devenue un prêteur en dernier ressort de fait, dans un processus amorcé sous la présidence de Mario Draghi lors de la crise de l'euro. Pendant la pandémie de Covid-19, elle a lancé un programme d'achat d'obligations doté d'un budget de plus de 1 800 milliards d'euros. En 2022, face à la montée des écarts de taux sur les obligations souveraines dans un contexte inflationniste, les autorités ont mis en place un mécanisme d'achats illimités afin d'éviter une fragmentation de la zone. Cette action a été épaulée par l'Union européenne qui, pour la première fois, a lancé un plan de relance de 807 milliards d'euros, financé par une dette commune. Fait inédit, les fonds ont été répartis non selon le poids économique des pays, mais en tenant compte de leurs besoins.

La BCE s'est également affirmée comme le superviseur des 114 plus grandes banques de la zone euro, représentant 82 % des actifs bancaires. Le plan de relance européen a certes généré une dette commune encore insuffisante pour rivaliser avec celle émise par l'État fédéral américain, mais il marque un tournant. L'Allemagne, sous l'impulsion du nouveau chancelier Friedrich Merz, s'apprête à accroître ses dépenses publiques, avec un déficit qui pourrait passer de 2 % à 3,5 % du PIB dans les prochaines années.

L'euro bénéficie désormais d'institutions plus attractives, surtout comparées à celles des États-Unis. Si l'absence d'un État fédéral européen a longtemps été perçue comme un handicap, elle est aujourd'hui vue comme un gage d'indépendance pour la BCE, à l'heure où Donald Trump menace de limoger Jerome Powell, président de la Fed. En Europe, tout changement du statut de la BCE nécessite l'unanimité des États membres, garantissant ainsi sa stabilité. En un quart de siècle, la BCE a su se forger une forte légitimité, au point que les partis extrémistes sont de moins en moins nombreux à remettre en question l'existence de la monnaie commune.

L'euro pourrait tirer avantage du poids économique de l'Union européenne dans le commerce international. Déjà premier espace commercial mondial, l'UE pourrait bénéficier de l'isolationnisme américain. Une utilisation accrue de l'euro permettrait l'émergence de marchés auxiliaires dans cette devise : financement du commerce, assurance, produits dérivés sur les taux d'intérêt et les devises. Bien que les produits dérivés de change de gré à gré restent dominés par le dollar, ceux liés aux taux d'intérêt en euros ont récemment dépassé ceux en dollars. De nouveaux circuits commerciaux



entraîneront la création de comptes libellés en euros dans le monde entier, alimentant la demande d'actifs en euros et, in fine, les réserves détenues par les banques centrales.

De nombreux pays se tournent vers l'euro pour facturer leurs échanges, contribuant à son ascension, qui ne pourra toutefois se poursuivre que sous certaines conditions. Pour éviter une nouvelle crise de la dette souveraine, les pays fortement endettés — notamment la France et l'Italie — devront assainir leurs finances publiques et renouer avec une croissance plus dynamique. À l'inverse, l'Allemagne, les Pays-Bas et les pays scandinaves devront utiliser leurs marges de manœuvre budgétaires pour investir, générant ainsi des actifs sûrs et stimulant la croissance européenne. Celle-ci rendra les actifs financiers de la zone euro plus attractifs. Enfin, l'Europe devra se doter de marchés de capitaux plus vastes et plus intégrés pour offrir aux investisseurs une gamme complète d'instruments financiers. Les dirigeants européens souhaitent réduire la dépendance du continent à l'égard des États-Unis et de la Chine. Un euro plus international permettrait aux États membres d'emprunter à moindre coût — un atout précieux dans un contexte de hausse des dépenses de défense.

L'internationalisation de l'euro ne se décrète pas, elle se construit. Elle dépend d'un enchaînement vertueux mêlant crédibilité monétaire, profondeur des marchés financiers, stabilité politique et cohésion économique. Si l'euro n'est pas encore en mesure de détrôner le dollar, il n'en reste pas moins un acteur majeur du système monétaire international. Dans un monde marqué par la fragmentation géopolitique et l'incertitude économique, sa montée en puissance pourrait offrir à l'Europe non seulement une meilleure autonomie stratégique, mais aussi une influence accrue dans la gouvernance économique mondiale. L'heure de l'euro n'a peut-être pas encore sonné, mais elle pourrait bientôt arriver.

Le miracle espagnol en question

« *L'avenir est prometteur* » aime à répéter José Manuel Entrecanales, PDG d'Acciona, une entreprise de construction espagnole, devenu un des acteurs majeurs des infrastructures d'énergies renouvelables. A Madrid, l'optimisme est de rigueur quand à Berlin ou à Paris, l'inquiétude prédomine.

L'économie espagnole a enregistré en 2024 une croissance de 3,2 %, soit près de quatre fois la moyenne de la zone euro. À titre de comparaison, le PIB de la France n'a augmenté que de 0,8 %, tandis que celui de l'Allemagne a reculé pour la deuxième année consécutive. L'indice boursier IBEX 35, qui suit les 35 plus grandes entreprises cotées à la Bourse de Madrid, a progressé de 14,8 %, soit l'une des plus fortes hausses parmi les grands indices européens. Le secteur du tourisme, durement frappé par la pandémie, a accueilli un nombre record de 94 millions de visiteurs dans un pays de 48 millions d'habitants. Il en attend 100 millions cette année, soit un niveau comparable à celui de la France. Le tourisme contribue directement à hauteur de 13 % du PIB espagnol, et indirectement à hauteur de 20 %, via les dépenses en restauration, transports et commerce de détail. « *C'est notre pétrole* », plaisante José García Cantera, directeur financier de la banque Santander. Les recettes touristiques de l'Espagne sont près de deux fois supérieures à celles de la France.



De nombreuses grandes entreprises espagnoles prospèrent et deviennent des références mondiales. Inditex s'est imposé comme l'un des plus grands groupes mondiaux de distribution de vêtements. Fondé en 1985 par Amancio Ortega, l'un des hommes les plus riches d'Europe, le groupe détient des marques telles que Zara, Pull & Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius ou Oysho. Présent dans plus de 90 pays, avec plus de 5 700 magasins à fin 2023, Inditex affiche un chiffre d'affaires de 35,9 milliards d'euros pour un bénéfice net supérieur à 5 milliards d'euros.

L'Espagne abrite également deux des dix premières banques européennes en termes de capitalisation boursière (BBVA et Santander), ainsi que plusieurs géants de la construction et des infrastructures (Grupo ACS, Acciona, Ferrovial, FCC). Repsol reste une des grandes majors pétrolières européennes, et Iberdrola s'est imposé comme un des plus grands producteurs d'électricité du continent. Sener, société d'ingénierie basée à Bilbao, emploie environ 4 000 personnes et participe à de nombreux projets d'infrastructure à travers l'Europe.

Deux facteurs majeurs expliquent en partie le dynamisme actuel de l'Espagne. Le premier est le coût relativement faible de l'électricité, quasiment aussi bas qu'aux États-Unis. Il y a vingt ans, l'Espagne importait la moitié de son électricité. Aujourd'hui, elle est quasiment autosuffisante, grâce à un recours massif aux énergies solaire, éolienne et hydroélectrique. Selon BBVA, la part des énergies renouvelables dans la production d'électricité est passée de 45 % en 2021 à 65 % en 2024, entraînant une baisse de 20 % des prix de l'électricité. Ce ratio devrait atteindre 80 % d'ici 2030, permettant une baisse supplémentaire des coûts.

La deuxième explication est l'immigration, facteur de dynamisme démographique et économique. En douze ans, la population est passée de 46 à 49 millions. Sur les six dernières années, la main-d'œuvre née à l'étranger a augmenté de 1,2 million de personnes. Grâce à une intégration globalement réussie, l'immigration ne suscite pas les tensions observées ailleurs en Europe. Vox, parti d'extrême droite, concentre ses attaques sur des thèmes sociétaux (avortement, famille), mais aborde peu la question migratoire. Toutefois, cette croissance démographique accentue les tensions sur le marché immobilier. En avril, des dizaines de milliers de personnes ont manifesté à Madrid et dans une quarantaine d'autres villes pour réclamer davantage de logements abordables. Selon la Banque centrale espagnole, près de 40 % des ménages locataires consacrent plus de 40 % de leurs revenus à leur logement. Sur les dix dernières années, les loyers ont doublé, tandis que les salaires n'ont progressé que de 20 %.

D'autres défis menacent l'économie espagnole. L'insuffisance de l'investissement privé, toujours inférieur à son niveau de 2019, pèse sur la productivité. Depuis dix ans, la croissance de la productivité du travail n'a été que de 0,2 % par an en moyenne, contre 0,9 % dans l'OCDE. La complexité administrative, tant au niveau central que régional, freine l'activité économique. La mise en œuvre des réformes est entravée par l'absence de majorité politique stable. Ainsi, de nombreux projets d'infrastructures prennent du retard : l'extension de l'aéroport de Barcelone est bloquée depuis plus de 15 ans.



L'Espagne affiche un dynamisme économique remarquable, porté par un tourisme florissant, une politique énergétique ambitieuse et une intégration migratoire relativement apaisée. Des groupes industriels et bancaires puissants y contribuent, renforçant son image de nouveau moteur de croissance en Europe. Toutefois, des fragilités demeurent : tensions immobilières, productivité stagnante, et difficultés politiques à mener des réformes structurelles. L'avenir espagnol est peut-être prometteur, mais son plein accomplissement dépendra de sa capacité à relever ces défis dans la durée.

GRAPHIQUES

Près d'un cinquième des salariés à temps partiel

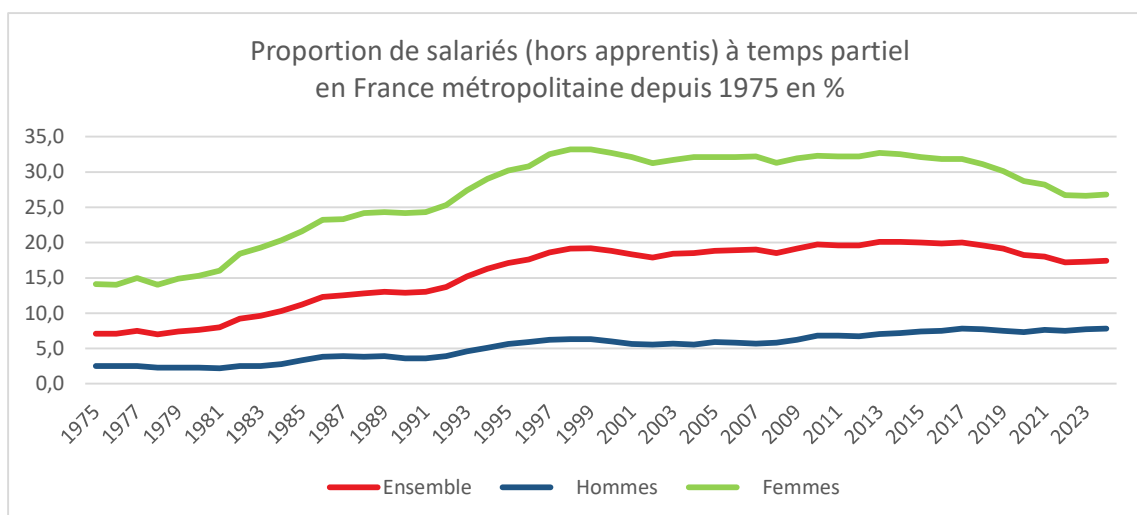
En 2024, 17,4 % des salariés hors apprentis en France (hors Mayotte) travaillent, selon la DARES, à temps partiel dans leur emploi principal. Le temps partiel concerne plus d'une femme sur quatre contre moins d'un homme sur dix.

Le salarié à temps partiel est celui dont la durée du travail, obligatoirement mentionnée dans son contrat de travail, est inférieure à la durée légale (35 heures par semaine) ou aux durées conventionnelles ou pratiquées dans l'entreprise.

Le recours au temps partiel s'est fortement développée depuis la fin des années 1970. Il est concomitant de l'accélération de l'entrée des femmes sur le marché du travail, mais aussi de la montée du chômage. Les politiques publiques ont d'ailleurs alternativement favorisé cette forme d'emploi et cherché à en limiter les effets. Il est aussi le reflet d'une inégalité d'accès au marché du travail, entre femmes et hommes en premier lieu, selon l'âge ou entre générations. L'emploi à temps partiel peut être un vecteur de précarité et de pénibilité, les personnes qui y sont confrontés peuvent être amenés à occuper plusieurs emplois.

24,5 % des 15-24 ans et 24,9 % des 55 ans et plus sont à temps partiel. 31,0 % des employés sont à temps partiel contre 9,2 % des cadres.

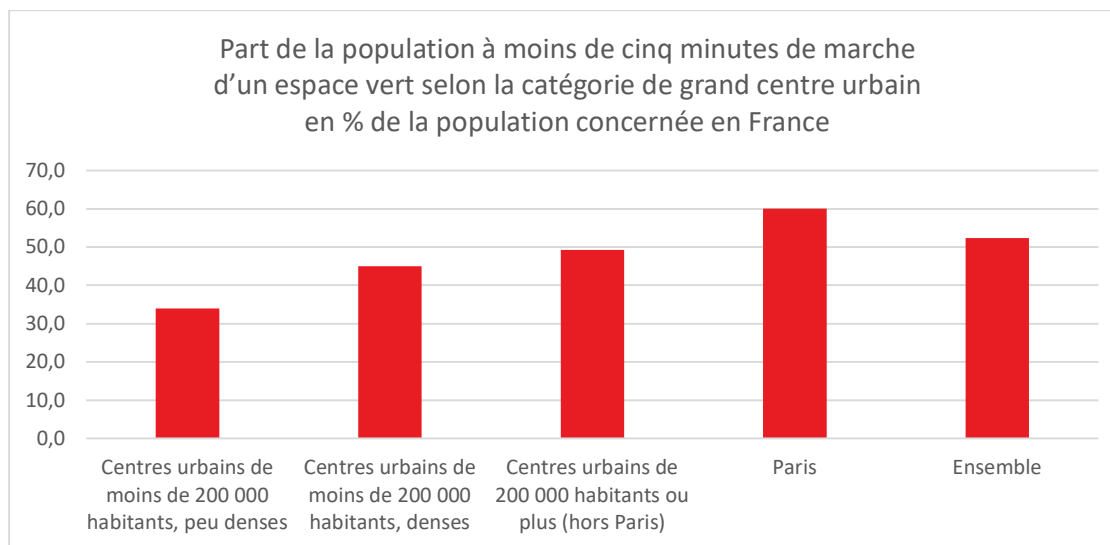
En France métropolitaine, en près de 50 ans, la part de salariés à temps partiel a été multipliée par 2,5. Elle est néanmoins orientée à la baisse depuis 2017. En 1975, un millions de salariés travaillaient à temps partiel, en 2017, 4,6 millions. En 2024, ce nombre est de 4,1 millions. En sept ans, la proportion de salariés à temps partiel a baissé de trois points en France métropolitaine.



Cercle de l'Épargne – données DARES

50 % des citoyens à proximité d'un espace vert

En moyenne, selon l'INSEE, un habitant sur deux des grands centres urbains en France dispose d'un espace vert public à moins de cinq minutes de marche de chez lui, soit à moins de 300 mètres. La part de la population à moins de cinq minutes de marche d'un espace vert est plus élevée pour les grands centres urbains les plus peuplés (200 000 habitants ou plus). Cette proportion est de 60 % à Paris et de 49 % hors Paris, contre 34 % dans les grands centres urbains moins peuplés et moins denses.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Dans un rayon de 900 mètres, trois habitants sur quatre ont accès à un espace vert. Cet accès varie aussi selon les territoires. Par exemple, à Quimper, Nîmes ou Bourges, moins de quatre habitants sur dix atteignent un espace vert en marchant jusqu'à quinze minutes. À l'inverse, c'est le cas de neuf habitants sur dix à Dijon, Grenoble ou Reims.

29 % des citoyens disposent d'espaces d'au moins 1 hectare (ha) à moins de cinq minutes de marche, et seulement 9 % accèdent à des parcs et forêts d'au moins 10 ha. En s'éloignant du domicile, à quinze minutes de marche, la taille des espaces accessibles augmente. 32 % de la population peut profiter de 10 ha ou plus.

AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 28 avril

En **France**, l'INSEE publiera les données mensuelles de la **construction de logements** à fin mars (autorisations et mises en chantier).

En **Espagne**, l'estimation préliminaire **de l'inflation** pour avril sera dévoilée.

En **Allemagne**, l'**indice des prix à la consommation** (première estimation pour avril) sera publié.

Aux **États-Unis**, les **promesses de ventes de logements** de mars seront connues

Mardi 29 avril

Pour la **zone euro**, Eurostat publiera l'**estimation flash de la croissance du PIB** au 1er trimestre 2025 ainsi que les chiffres **de l'inflation** en avril (estimation rapide IPCH). Les données **du chômage** en mars seront également communiquées.

En **France**, seront publiés l'**indice des prix de production de l'industrie (IPP)** en mars ainsi que les **indices de confiance des ménages et des chefs d'entreprise** pour avril.

En **Allemagne**, l'Office fédéral des statistiques diffusera **les chiffres de l'emploi** en avril ainsi que les ventes au détail de mars.

Au **Japon**, jour férié (Showa Day) – marchés fermés.

Aux **États-Unis**, l'**indice de confiance des consommateurs Conference Board** d'avril sera publié.

Mercredi 30 avril

En **France**, les chiffres mensuels **du commerce extérieur et de la balance des paiements** pour mars seront diffusés. Seront également communiqués **les dépenses de consommation des ménages en biens** du mois de mars, l'**indice des prix à la consommation** d'avril, **les indices de prix de production et d'importation de l'industrie, la construction de logements et de locaux** de mars.

Pour l'**Union européenne**, publication par Eurostat de **la production industrielle (construction) et des dépenses de consommation des ménages** au T4 2024. Des données sur les investissements directs étrangers seront également disponibles.

En **Italie**, l'ISTAT communiquera **les chiffres préliminaires de l'inflation d'avril**.

En **Espagne**, l'INE publiera les données avancées **de croissance du PIB et d'inflation** pour avril.



Aux États-Unis, publication de la **première estimation de la croissance du PIB au T1 2025** et du rapport ADP sur **l'emploi privé d'avril**. La Fed tiendra par ailleurs une **réunion de politique monétaire** (décision sur les taux attendue dans la soirée).

Jeudi 1er mai

Jour férié (Fête du travail) : marchés fermés dans la majorité des pays européens.

Au Japon, seront publiées les statistiques mensuelles **des dépenses des ménages, des revenus et du taux de chômage** pour mars. L'enquête Tankan des grandes entreprises manufacturières pour avril sera également disponible.

Aux États-Unis, seront diffusés **l'indice ISM manufacturier** d'avril et **les demandes hebdomadaires d'allocations chômage**.

Vendredi 2 mai

En zone euro, les indices PMI définitifs de l'industrie manufacturière pour avril seront publiés.

En Allemagne, la Bundesbank rendra publics les **chiffres mensuels de la balance commerciale** de mars.

Diffusion des indices PMI du secteur manufacturier pour avril.

Aux États-Unis, seront communiqués **les chiffres mensuels de l'emploi** (rapport sur l'emploi – NFP), **le taux de chômage et l'évolution des salaires** en avril.

Lundi 5 mai

En Chine, les marchés rouvriront après la pause de la Fête du travail.

Les indices PMI Caixin des services pour avril seront publiés.

Aux États-Unis, **les commandes à l'industrie** de mars seront communiquées, ainsi que les données sur les dépenses de construction.

Mardi 6 mai

En zone euro, la Commission européenne publiera ses prévisions économiques de printemps 2025.

En Allemagne, seront communiqués les chiffres des commandes à l'industrie en mars.

En France, diffusion des données de **fréquentation hôtelière et touristique** en mars.

Les indices PMI composites et des services seront disponibles.

Mercredi 7 mai

En **Chine**, seront publiées les données sur **les réserves de change** en avril.

En **Allemagne**, les données de **production industrielle** pour mars seront diffusées.

Aux **États-Unis**, publication de la **balance commerciale** de mars et des stocks de pétrole hebdomadaires de l'EIA.

Jeudi 8 mai

Jour férié dans plusieurs pays européens (Victoire 1945) – Bourses fermées ou activité réduite.

Aux **États-Unis**, publication de l'**indice des prix à la production (PPI)** d'avril.

Vendredi 9 mai

En **France**, l'INSEE publiera les **chiffres de la production industrielle** de mars.

En **Italie**, diffusion de la **balance commerciale** hors UE.

En **zone euro**, publication des **indices de confiance économique (Sentix)** de mai.

Lundi 12 mai

Au **Royaume-Uni**, publication des données sur le produit intérieur brut (PIB) pour le premier trimestre 2025 sera communiqué

Aux **États-Unis**, la diffusion de l'**indice des prix à la consommation (CPI)** d'avril est prévue.

Mardi 13 mai

En **zone euro**, les données sur la **production industrielle** de mars seront communiquées.

En **Allemagne**, la diffusion des chiffres du **commerce extérieur** pour mars est prévue.

Mercredi 14 mai

Au **Japon**, le **PIB préliminaire** pour le premier trimestre 2025 sera publié.

Aux **États-Unis**, le résultat des **ventes au détail** d'avril sera rendu public.

Jeudi 15 mai

En **zone euro**, Eurostat publiera l'**estimation révisée de la croissance** du PIB au premier trimestre 2025.



L'INSEE publiera les **résultats définitifs de l'inflation** en **France** en avril.

Aux **États-Unis**, les **demandes hebdomadaires d'allocations chômage** seront publiées

Vendredi 16 mai

En **France**, l'INSEE publiera les données sur le **taux de chômage** pour le premier trimestre 2025.

Aux **États-Unis**, l'**indice de confiance des consommateurs** de l'Université du Michigan pour mai sera diffusé.

Lundi 19 mai

Au **Japon**, les résultats de **la balance commerciale** d'avril seront donnés.

Aux **États-Unis**, la diffusion de **l'indice NAHB du marché immobilier** pour mai sera assuré.

Mardi 20 mai

En **zone euro**, les données sur la **balance commerciale** de mars seront publiées.

En **Allemagne**, l'**indice ZEW du sentiment économique** pour mai sera communiqué.

Mercredi 21 mai

Au **Royaume-Uni**, la publication de **l'indice des prix à la consommation (CPI)** d'avril est prévue

Aux **États-Unis**, la diffusion **des ventes de logements** existants d'avril sera réalisée.

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 %
Quatrième trimestre 2024	-0,1 %	-0,2 %	+0,0 %	+0,8 %	+0,1 %
Inflation En % - mars 2025	0,9	2,3	2,1	2,2	2,2
Taux de chômage En % - février 2025	7,4	3,5	5,9	10,4	6,1
Durée annuelle du Travail (2024)	1499	1338	1704	1624	-
Âge légal de départ à la retraite (2022)	62	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
Dettes publiques 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 sept. - 24	17,7	20,5	12,0	14,2	15,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (25/04/2025)	3,187	2,467	3,573	3,126	-

*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 Éco de Philippe Crevel
est une publication de Lorello Eco Data**

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 :-----