

L'édito de la semaine

- Économies de guerre, marchés en paix !

Marchés financiers, Épargne, Revenus et Patrimoine

- Pas de surprise estivale avec les banques centrales
- Le tableau de la semaine des marchés financiers
- Un petit mois de juin pour le Livret A
- Dépôts à terme en baisse

Économie

- Donald Trump : une course contre la montre
- Pertes de productivité en France : l'État en première ligne
- L'Italie est-elle un exemple pour la France ?

Conjoncture

- Confiance des ménages : un léger mieux en juillet
- Climat des affaires en France : toujours en mode tristounet
- Les hôpitaux sous pression

Horizons

- Quand l'économie se nourrit du chaos !
- L'intelligence artificielle ou la fin de l'intelligence
- La France et la précarité alimentaire

Graphiques

- Le déficit public en-deçà des 3 points de PIB en zone euro
- La dette publique de la zone euro en hausse
- Création d'entreprises en France : en hausse au mois de juin

Agenda économique et financier

Statistiques

LA CITATION DE LA SEMAINE

« Les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable. »

John Maynard Keynes

L'ÉDITO

Économies de guerre, marchés en paix !

L'accumulation des menaces dévie à peine la trajectoire des marchés financiers. Depuis le début de l'année, de nombreux indices boursiers ont battu des records, témoignant de la confiance des investisseurs dans la capacité des entreprises à générer des bénéfices. L'engouement pour l'intelligence artificielle et les bruits de bottes ont joué leur rôle en dopant les valeurs technologiques et celles de la défense. Dans le même temps, l'or, vieille relique, et le bitcoin, son succédané numérique, ont atteint des sommets, traduisant les craintes qu'inspire la situation économique et géopolitique.

Ce paradoxe est à la hauteur de l'époque. Le monde évolue sur des lignes de crête particulièrement instables, la chute pouvant survenir à tout moment. La hausse des droits de douane américains, la progression de l'endettement public sur fond de vieillissement démographique, le retour de la guerre comme mode de règlement des conflits, l'essor des fausses informations rendant toute donnée suspecte : autant de facteurs de déstabilisation. Les investisseurs pratiquent-ils alors une fuite en avant ? Les marchés seraient-ils devenus myopes ? Ou bien lisent-ils autrement le monde, pariant sur la résilience structurelle du capitalisme, quitte à ignorer les nuages qui s'accumulent ? Ce qui pourrait ressembler à de l'aveuglement est peut-être une forme de lucidité froide : si le désordre est désormais l'état normal du monde, alors seules les entreprises agiles, mondialisées, technologiquement avancées s'en sortiront. Et ce sont elles qui pèsent sur les indices.

Le contraste est saisissant. Tandis que les ménages réduisent leur consommation, que les dirigeants d'entreprise doutent, que les gouvernements peinent à assainir leurs finances, les marchés votent pour la continuité. Ils s'installent dans un monde instable, comme s'il était devenu leur norme. La guerre en Ukraine ? Un risque local. Le changement climatique ? Un chantier d'investissement. Le vieillissement ? Un vecteur d'innovation en santé. L'effritement de l'ordre multilatéral ? Un espace d'arbitrage et de protectionnisme à exploiter. Comme si chaque menace devenait une opportunité.

Cette posture tient de l'adaptation darwinienne. Les marchés n'ignorent pas les guerres du XXI^e siècle — ils les intègrent à leur manière. La guerre démographique, avec ses conséquences fiscales et sociales, alimente la financiarisation des retraites. La guerre climatique dope les valeurs vertes, même si les émissions mondiales continuent de croître. La guerre informationnelle soutient les valeurs de cybersécurité. Quant à la guerre commerciale, elle offre aux entreprises locales une promesse de relocalisation rentable. Ainsi, le capital réagit aux conflits systémiques non pas par le repli, mais par l'absorption. Il les transforme en variables de marché, le danger devenant un actif.



Dans ce bouillonnement, la légitimité des autorités publiques apparaît affaiblie. Mais dans le même temps, certaines parviennent à imposer leur tempo à l'économie avec plus de force que lors des décennies précédentes. L'épidémie de Covid a créé une rupture, conférant aux gouvernements des pouvoirs sans précédent, dont ils ont aujourd'hui du mal à se défaire. Certes, ils butent sur la question des moyens financiers, aux États-Unis comme en Europe, et tout particulièrement en France. Qui aurait pu imaginer qu'en période de paix, le déficit public américain dépasserait 7 points de PIB, et que celui de la France soit proche de 6 points ? Sur ce sujet, Emmanuel Macron aime à répéter que « *nous sommes en économie de guerre* ». Le président français n'a peut-être pas tort de parler de situation de guerre. Celle-ci est protéiforme. Elle ne se limite pas aux conflits armés, qu'ils soient en Ukraine ou au Moyen-Orient. Elle concerne également la démographie et l'environnement. Il s'agit de guerres mondiales.

Un très grand nombre de pays doivent gérer le vieillissement de leur population, synonyme d'augmentation des dépenses de santé et de retraite. Ce vieillissement signifie moins d'actifs, plus de dépenses publiques et moins de recettes fiscales. L'autre guerre mondiale est celle contre le réchauffement climatique, qui ne connaît pas de frontière. Longtemps, l'objectif de l'être humain était de maîtriser son environnement ; désormais, il s'agit de le sauver afin d'assurer sa propre survie. Ces guerres exigent des moyens financiers considérables, des arbitrages douloureux. La victoire n'est pas assurée, surtout en ce qui concerne la seconde. Face à ces dangers, à ces défis, la tentation de l'isolationnisme et du nationalisme est forte. Elle est récurrente durant les périodes sombres de l'Histoire. L'idée que l'autre est responsable de tous les problèmes est une facilité, confondante mais ô combien exploitée par des gouvernements fragilisés par la dureté de l'époque.

Aujourd'hui, tournant le dos à quatre-vingts ans d'échanges internationaux organisés de manière multilatérale, de plus en plus de gouvernements, souvent avec l'appui de leur population, entendent s'engager dans une guerre commerciale, ouvrant ainsi un nouveau front.

Pour le moment, les investisseurs, les marchés, croient encore à la force de la raison, à la capacité des entreprises à trouver des solutions aux défis majeurs auxquels est confrontée l'économie mondiale. Espérons que le crédit qu'ils leur accordent est justifié. Et n'oublions pas la phrase de Raymond Aron « *L'histoire est tragique. Elle n'est ni logique ni morale* ».

Philippe Crevel

Pas de surprise estivale pour les banques centrales

Comme prévu, la Banque centrale européenne a décidé de conserver ses taux directeurs inchangés. Après avoir procédé à huit allégements d'un quart de point en un an, elle a ainsi maintenu son taux de dépôt à 2 %, celui de la facilité de refinancement à 2,25 % et celui de la facilité de prêt marginal à 2,4 %.

Cette pause intervient dans un contexte incertain. La question des droits de douane demeure en suspens. La hausse de ces derniers pourrait peser sur la croissance de la fin de l'année. En l'état actuel de la négociation, une solution à 15 % se dégage mais tout est possible avec Donald Trump. Malgré cette menace, les indices PMI, publiés jeudi 24 juillet, sont plutôt positifs. L'économie européenne serait en légère expansion en juillet, après un deuxième trimestre médiocre. « *Des gains modestes mais réels* », a souligné Christine Lagarde, la Présidente de la BCE. La monnaie européenne continue de s'apprécier par rapport au dollar en se rapprochant du seuil de 1,2 dollar présenté comme problématique par le vice-président de la banque centrale, Luis de Guindos.

Les investisseurs parient sur une nouvelle baisse des taux directeurs d'ici la fin de l'année avec un taux de dépôt à 1,75 %. Cette décision pourrait ne pas intervenir en septembre.

Indicateurs toujours rassurant aux Etats-Unis

Les demandes d'allocations chômage aux Etats-Unis ont diminué pour la sixième semaine consécutive, signe que le marché de l'emploi reste résilient. Si le marché du travail ne tourne pas à plein régime, il ne montre pas non plus de signes de difficultés. Compte tenu des indicateurs économiques récemment publiés et du niveau élevé des incertitudes, la Fed devrait maintenir la semaine prochaine sa politique inchangée pour une cinquième réunion consécutive, au risque de s'attirer une nouvelle fois les foudres de Donald Trump qui ne cache pas son envie de remplacer Jerome Powell.

Les indices « actions » américains ont continué leur marche en avant avec des gains de plus de 1 % sur la semaine. De leur côté, les indices européens ont perdu légèrement du terrain.

Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 25 juillet 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 31 déc. 2024
CAC 40	7 834,58	-0,16 %	7 543,18	7 380,74
Dow Jones	44 901,92	+1,29 %	37 689,54	42 544,22
S&P 500	6 388,64	+1,55 %	4 769,83	5 881,63
Nasdaq Composite	21 108,32	+1,20 %	15 011,35	19 310,79
Dax Xetra (Allemagne)	24 233,08	-0,28 %	16 751,64	19 909,14
Footsie 100 (Royaume-Uni)	9 120,31	+1,38 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	5 352,16	+0,16 %	4 518,28	4 895,98
Nikkei 225 (Japon)	41 456,23	+4,50 %	33 464,17	39 894,54
Shanghai Composite	3 593,66	+2,53 %	2 974,93	3 351,76
Taux OAT France à 10 ans	+3,386 %	-0,011 pt	+2,558 %	+3,194 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,717 %	+0,026 pt	+2,023 %	+2,362 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,406 %	-0,014 pt	+3,866 %	+4,528 %
Cours de l'euro/dollar	1,1731	+1,16 %	1,1060	1,0380
Cours de l'once d'or en dollars	3 329,09	-0,10 %	2 066,67	2 613,95
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	68,60	-0,51 %	77,13	74,30
Cours du Bitcoin en dollars	115 767,11	-1,79 %	38 252,54	93 776,61

Un petit mois de juin pour le Livret A

Le Livret A a conclu le premier semestre avec une petite collecte lui permettant néanmoins de battre un nouveau record d'encours. Depuis le début de l'année, les Français maintiennent un effort important d'épargne tout en réduisant leurs versements sur leur Livret A. La baisse de la rémunération et l'augmentation du nombre de Livret A au plafond (15 % des titulaires concernés) expliquent le moindre engouement pour ce dernier.

Le Livret A : un encours record en juin

Après une décollecte de 200 millions d'euros au mois d'avril et une collecte de +1,22 milliard d'euros en mai, le Livret A enregistre un résultat positif de 220 millions d'euros en juin. Cette collecte est néanmoins inférieure à celle de 2024 (1,23 milliard d'euros) et à la moyenne de ces dix dernières années (873 millions d'euros).

En juin, depuis 2009, le produit d'épargne des ménages le plus répandu a connu quatre décollectes (2015 : -0,12 milliard d'euros ; 2014 : -0,13 milliard d'euros ; 2010 : -0,15 milliard d'euros et 2009 : -1,39 milliard d'euros).

Le Livret A poursuit sa normalisation sur fond de baisse de son taux de rémunération. Sur le premier semestre 2025, la collecte atteint seulement 2,97 milliards d'euros contre 10,14 milliards d'euros sur la même période de 2024. Elle a été divisée par plus de trois en un an traduisant la fin d'une période de fortes collectes atypiques, le bon mois de mai étant en partie dû à des transferts en provenance de titulaires n'étant plus éligibles au Livret d'Épargne Populaire.

Le Livret A continue d'être ainsi affecté par la baisse de son taux de rémunération intervenue le 1^{er} février dernier. Les ménages redéployent une partie de leur épargne de précaution vers des produits de long terme comme l'assurance vie, qui connaît un net rebond depuis le début de l'année. Cette normalisation n'est pas synonyme de crise de l'épargne réglementée, l'encours du Livret A battant un nouveau record à 445,5 milliards d'euros.

Le Livret de Développement Durable et Solidaire (LDDS) : un mois de juin moyen

Au mois de juin 2025, la collecte du LDDS s'est élevée à 280 millions d'euros, contre 590 millions d'euros en juin 2024. En moyenne au cours des dix dernières années, la collecte était de 305 millions d'euros. Depuis 2009, le LDDS a été en décollecte en juin à quatre reprises. Au cours du premier semestre 2025, la collecte a atteint 3,06 milliards d'euros, contre 4,88 milliards d'euros sur la même période en 2024. L'encours du LDDS atteint en juin 2025, 163,6 milliards d'euros, un nouveau record.

Le LDDS est moins touché que le Livret A par la baisse de son taux de rémunération. Pour de nombreux ménages, il est associé aux comptes courants quand le Livret A est considéré comme un produit d'épargne.

Le Livret d'Épargne Populaire (LEP) : un mauvais premier semestre

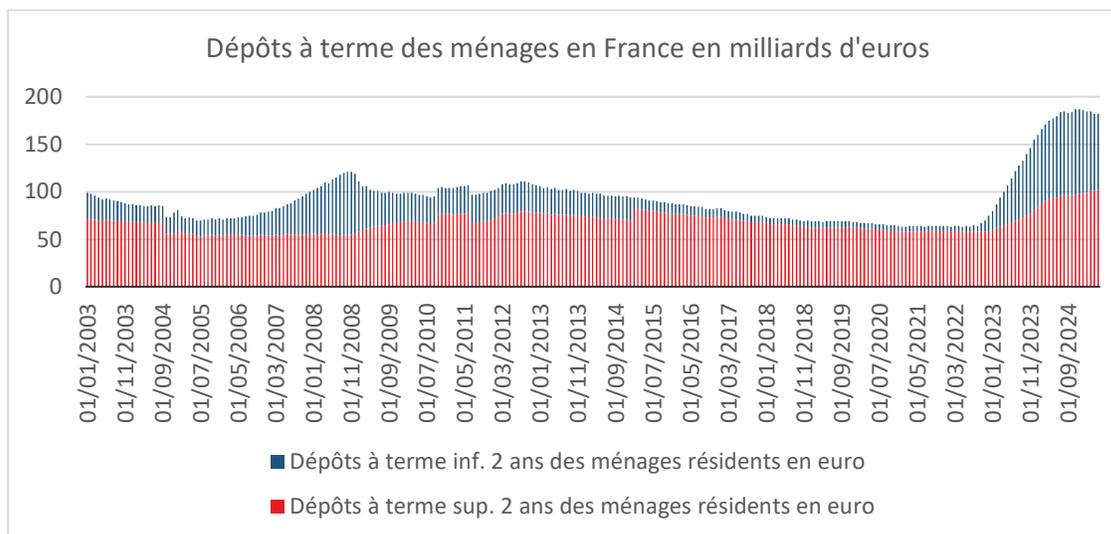
Après deux décollectes, en avril et en mai, le LEP a renoué avec une collecte positive en juin, +130 millions d'euros. En juin 2024, le LEP avait enregistré une collecte positive de 570 millions d'euros. Les décollectes d'avril et de mai étaient en grande partie liées aux opérations de contrôle d'éligibilité. La collecte du mois de juin est conforme à celle du début d'année. Sur le premier semestre, le LEP est en décollecte de 2,42 milliards d'euros quand il avait enregistré une collecte positive de 4,52 milliards d'euros sur la même période en 2024. Avec les revalorisations de salaires intervenues en 2024, en lien avec l'inflation, de nombreux titulaires ont été contraints en avril et en mai de se défaire de leur LEP. L'encours du LEP s'élevait, fin juin, à 79,8 milliards d'euros à trois milliards de son record établi en mars dernier.

Pour le second semestre : effet taux et effet dépenses

Le taux du Livret A et du LDDS passera de 2,4 à 1,7 % le 1^{er} août prochain et celui du LEP de 3,5 à 2,7 %. En un an, le taux du Livret A aura perdu 1,3 point. Même si son rendement réel reste positif, la baisse du taux nominal devrait accroître le recul de la collecte d'autant plus que traditionnellement le second semestre est plus dépensier que tourné vers l'épargne. Celui-ci est, en effet, marqué par une série de dépenses, vacances, rentrée scolaire et fêtes de fin d'année. Les décollectes y sont plus fréquentes que lors du premier semestre. Avec l'effet taux, la probabilité de leur survenue augmente...

Dépôts à terme en baisse

Depuis le début de l'année, les épargnants français réorientent une partie de l'épargne, délaissant les placements de court terme au profit de l'assurance vie. Avec la baisse des rémunérations des dépôts à terme et du livret A, les ménages arbitrent de plus en plus en faveur des fonds euros de l'assurance vie. L'encours des dépôts à terme détenus par les particuliers est ainsi passé de 187 à 182 milliards d'euros de fin décembre 2024 à fin mai 2025.



Cercle de l'Épargne – Banque de France

Donald Trump : une course contre la montre

Donald Trump souhaite la mise en œuvre d'une politique économique de rupture par rapport à celle de Joe Biden, du moins au niveau des mots. Ce changement de cap n'est pas sans risque à court et à long terme. Le président américain joue aux apprentis sorciers.

Depuis son retour à la Maison-Blanche, le 20 janvier dernier, Donald Trump a décidé de lancer une guerre commerciale dont la portée reste encore à déterminer en fonction des négociations en cours. Les droits de douane sont déjà supérieurs de 15 points à leur niveau de la fin 2024. Le président souhaite également obtenir un assouplissement de la politique monétaire avec une baisse des taux directeurs de la banque centrale. À cet effet, il ne devrait pas renouveler, au terme de son premier mandat, Jerome Powell à la tête de la Réserve fédérale. Il devrait très probablement le remplacer par une personne beaucoup plus favorable à la baisse des taux d'intérêt. Le président a annoncé son intention de réduire les exigences de fonds propres des banques. Il a pris des dispositions visant à faciliter le développement des cryptomonnaies et des stablecoins. Il a fait adopter un budget 2025/2026 avec un déficit qui devrait dépasser 7 % du PIB en raison des baisses importantes d'impôts. Il a mis en œuvre des mesures qui réduisent les budgets de certains centres de recherche. Par ailleurs, il a entrepris de réduire l'immigration alors que le taux de chômage est très bas. Ajoutées les unes aux autres, toutes ces mesures peuvent entraîner des conséquences non négligeables sur l'économie américaine et, plus globalement, sur l'ensemble de l'économie mondiale.

Cette politique vise à réduire le déficit extérieur américain et à favoriser une réindustrialisation du pays avec, à la clé, des emplois offrant de meilleures rémunérations. Le président américain désire une dépréciation du dollar afin de favoriser les exportations. Il considère qu'avec un dollar fort, les États-Unis enrichissent les investisseurs étrangers.

La hausse des droits de douane et la politique monétaire expansionniste menée en situation de plein emploi vont conduire à une accélération de l'inflation sous-jacente. Les salaires étant faiblement indexés sur l'inflation aux États-Unis, le pouvoir d'achat, la consommation des ménages et la croissance devraient diminuer.

Avec la dépréciation du dollar et les incertitudes sur l'évolution de la politique économique, la demande d'actifs américains (obligations, actions, parts d'entreprises) par les non-résidents devrait se replier. La baisse du rendement des actifs — dividendes et taux monétaires en recul — les rend moins attractifs. L'État fédéral éprouvera plus de difficultés à financer le déficit de la balance courante et le déficit public. Le solde de la balance courante était négatif de 6 points de PIB en 2024 et celui du budget fédéral de 7 points. Il en résultera une hausse des taux longs.

Une diminution des dividendes et une moindre valorisation du cours des actions auront des effets directs sur le pouvoir d'achat des ménages américains, ce qui accentuera la baisse de la consommation. À la différence des Européens, les Américains consomment une part non négligeable des gains qu'ils réalisent sur les marchés financiers.



Le recul des indices boursiers et de la croissance générera des pertes pour les banques américaines, d'autant plus inquiétantes que la déréglementation leur aura permis de réduire leurs fonds propres. La baisse de la valeur des Treasuries - que les émetteurs de stablecoins conservent en garantie des sommes qu'ils collectent - pourrait les mettre en difficulté.

Les décisions de politique économique de l'administration républicaine comportent d'évidents effets récessifs. Donald Trump compte sur la loi de finances pour en atténuer la portée avec un risque, en revanche, d'emballement de la dette publique. Si les investisseurs internationaux se détournent des actifs américains, un risque de crise économique et financière ne serait pas à négliger. Pour le moment, malgré ses déclarations, les États-Unis demeurent la valeur refuge du système économique mondial.

Donald Trump a déjà en ligne de mire les élections de mi-mandat qui conditionneront la suite de son mandat. Ayant été élu sur les thèmes du pouvoir d'achat et de la lutte contre l'immigration, il se doit d'obtenir des résultats tangibles, les effets négatifs de sa politique devant être compensés par les effets positifs...

Pertes de productivité en France : l'État en première ligne

Depuis plusieurs années, la productivité du travail par tête décline en France. Cette érosion, discrète mais persistante, constitue une menace majeure tant pour la croissance potentielle que pour la soutenabilité des finances publiques. Longtemps, la France a pu se prévaloir de gains de productivité élevés qui compensaient à la fois un faible taux d'emploi et un volume de travail parmi les plus bas des pays développés (en nombre d'heures travaillées par habitant). Cette dynamique vertueuse semble aujourd'hui rompue.

Entre le premier trimestre 2019 et le premier trimestre 2025, la productivité du travail par tête a reculé de 2,2 % dans l'ensemble de l'économie française. Ce recul est encore plus marqué dans le secteur privé où la baisse atteint 3,1 % sur la période allant du premier trimestre 2019 au quatrième trimestre 2024. En parallèle, la productivité horaire, indicateur plus fin et moins influencé par les variations du volume d'emploi, suit une trajectoire similaire : elle est inférieure en 2025 à son niveau de 2018, confirmant un ralentissement structurel.

Face à cette baisse de la productivité, les réactions ont été contrastées. Le taux de marge des sociétés non financières, indicateur du partage de la valeur ajoutée entre travail et capital, est resté relativement stable autour de 38 % en 2024/2025, soit deux points de plus qu'en 2018, traduisant une certaine capacité des entreprises à préserver leur rentabilité, notamment grâce aux aides publiques et à la modération salariale relative.

Le pouvoir d'achat des ménages, quant à lui, a poursuivi sa progression entre 2018 et 2024, enregistrant une hausse de plus de 10 % sur la période, en grande partie grâce aux mesures de soutien budgétaire post-Covid et à l'indexation partielle de certaines prestations et salaires.



En revanche, cette double résilience des entreprises et des ménages s'est traduite par un alourdissement du déficit public passé de 2,2 % du PIB en 2018 à 5,6 % en 2025. Autrement dit, ce sont les finances publiques qui ont absorbé l'essentiel du choc de productivité. Cette situation n'est pas tenable à moyen terme, d'autant que la dette publique dépasse désormais les 110 % du PIB, limitant la capacité de réaction de l'État en cas de nouveau choc.

Le plan d'assainissement budgétaire, actuellement en discussion, vise à rétablir les équilibres macroéconomiques en augmentant la production potentielle (via les réformes structurelles) et en renforçant la pression fiscale. Il s'agit de reconfigurer le partage des revenus en corrigeant les déséquilibres accumulés depuis 2018 : autrement dit, faire évoluer la répartition des gains (ou des pertes) au détriment des ménages et des entreprises et au profit des administrations publiques. C'est un renversement complet du cycle précédent, marqué par le soutien massif de l'État.

L'Italie est-elle un exemple pour la France ?

Au mois de juillet, pour certaines maturités d'obligations, l'État italien est parvenu à emprunter à un taux inférieur à celui de la France. L'Italie, autrefois mauvais élève de l'Union européenne en matière budgétaire, a désormais la capacité de donner des leçons à la France. Son déficit public est passé de 7,2 % du PIB en 2023 à 3,8 % en 2024. Le solde primaire est désormais positif (+0,4 %), alors qu'il reste négatif en France (-3,7 %). L'Italie a ainsi commencé à se désendetter pour la première fois depuis plusieurs années.

Malgré ces résultats flatteurs, le pays reste confronté à plusieurs problèmes structurels susceptibles de remettre en cause l'assainissement de ses finances publiques : recul de la productivité des entreprises, robotisation limitée de l'économie, faible niveau de compétences de la population, difficultés à mobiliser les fonds du plan Next Generation EU en lien avec les retards accumulés en matière de transition énergétique ou numérique.

Depuis quelques semaines, les investisseurs affichent un réel optimisme à l'égard de l'Italie. Le spread de taux d'intérêt à 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne s'est fortement réduit. L'écart de taux avec la France, qui atteignait 2 points en 2022, n'est plus que de 0,3 point en 2025. L'assainissement budgétaire a été rendu possible grâce à une réduction drastique des subventions, en particulier celles liées à la rénovation immobilière. Au 4^e trimestre 2024, l'Italie a même enregistré un excédent budgétaire de 0,4 % du PIB. Le pays affiche également un excédent courant de sa balance des paiements, porté par ses excédents industriels – à la différence de la France.

Un déclin démographique préoccupant

La réduction du déficit public italien ne saurait effacer d'un coup de baguette magique les difficultés structurelles auxquelles le pays est confronté.

L'Italie subit l'un des déclin démographiques les plus marqués d'Europe. Ce phénomène, amorcé depuis plusieurs décennies, atteint aujourd'hui un seuil critique. Il menace, à moyen terme, la croissance, l'emploi, les finances publiques et la soutenabilité de son système social.

En 2024, l'Italie n'a enregistré que 379 000 naissances. Le taux de fécondité s'élève à 1,20 enfant par femme, l'un des plus faibles de l'Union européenne, très loin du seuil de renouvellement des générations (2,1). Simultanément, l'espérance de vie reste élevée et la population vieillit rapidement : 24 % des Italiens ont aujourd'hui plus de 65 ans, un taux qui devrait dépasser 30 % d'ici 2040 si les tendances actuelles se poursuivent.

La population italienne diminue d'environ 250 000 habitants par an. Les projections d'Eurostat anticipent un passage de 59 à 50 millions d'habitants d'ici 2070. Le solde naturel est négatif depuis plus de dix ans, et l'immigration ne suffit plus à compenser les pertes. Avec moins d'actifs et une productivité stagnante, le potentiel de croissance s'érode. Selon la Banque d'Italie, la croissance à long terme pourrait tomber à 0,5 % par an en l'absence de choc de productivité ou de réforme structurelle.

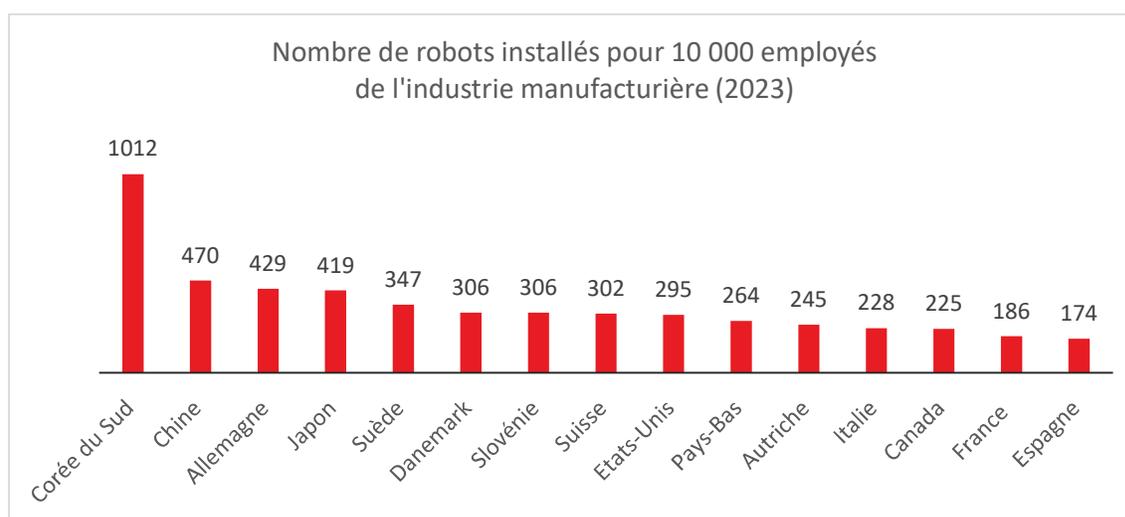
Les départs à la retraite dépassent les entrées sur le marché du travail, notamment dans l'industrie et les services qualifiés. Les entreprises peinent à recruter, en particulier dans le Nord du pays. Le nombre croissant de retraités pèse sur les régimes de pensions, déjà parmi les plus coûteux d'Europe (environ 15 % du PIB). Le vieillissement démographique réduit mécaniquement la consommation, notamment de biens durables, et pèse sur le secteur immobilier.

Le recul dangereux de la productivité

Comme la France, l'Italie connaît depuis 2018 un recul de la productivité des entreprises. La productivité du travail y est structurellement faible. Parmi les grands pays de l'Union européenne, la productivité horaire deux fois inférieure à celle des Pays-Bas y figure parmi les plus basses. L'Italie est en outre pénalisée par de forts écarts internes : la productivité est deux fois plus faible dans le Sud que dans le Nord.

Une robotisation encore limitée

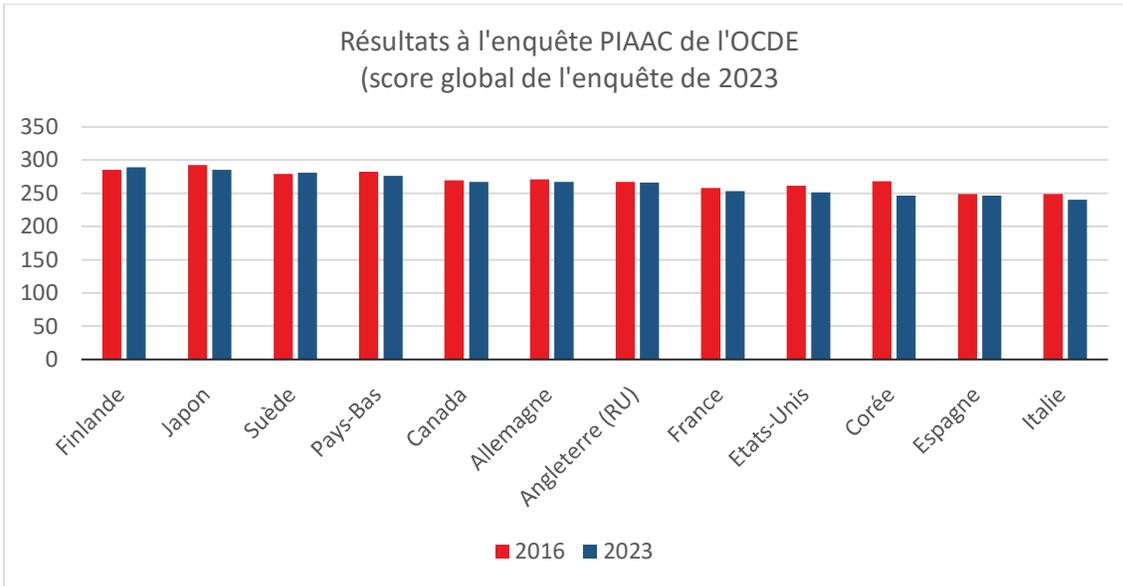
L'industrie italienne demeure faiblement robotisée, même si elle devance légèrement la France ou l'Espagne sur ce point.



Cercle de l'Épargne – données World Robotics

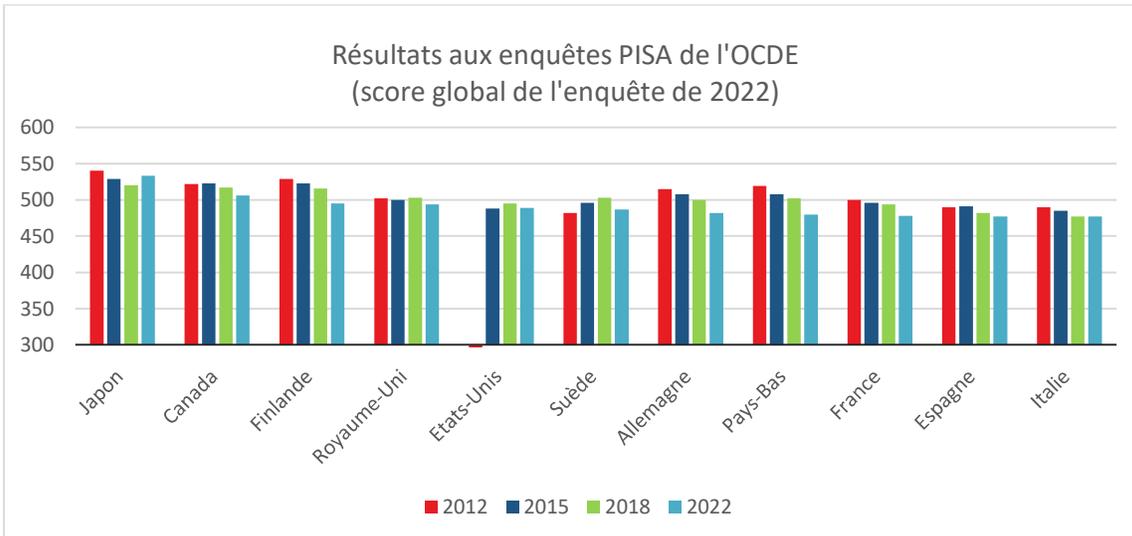
Des compétences adultes insuffisantes

L'Italie figure parmi les derniers rangs des grands pays européens dans l'enquête PIAAC de l'OCDE, qui mesure les compétences des adultes en mathématiques, compréhension de textes et résolution de problèmes.



Cercle de l'Épargne – données OCDE

Ce déficit de compétences s'explique notamment par un niveau de formation initiale et continue jugé médiocre.



Cercle de l'Épargne – données OCDE



Une faible consommation des crédits européens

Dans le cadre du plan Next Generation EU, l'Italie peut prétendre à 194 milliards d'euros, répartis entre un tiers de subventions et deux tiers de prêts. En juin 2025, elle avait reçu 122 milliards d'euros, mais n'en avait effectivement dépensé que 52 milliards. Le pays rencontre des difficultés à concevoir et à mettre en œuvre des projets de modernisation dans les domaines de la transition énergétique, du numérique ou des transports ferroviaires.

L'Italie affiche aujourd'hui des chiffres rassurants en matière de commerce extérieur et de finances publiques. Mais la restauration des comptes publics et de la balance commerciale reste fragile. Le recul de la productivité, la faible robotisation, le déficit de compétences chez les jeunes et les adultes, ainsi que l'insuffisance de projets de transformation économique, constituent de réels risques pour la croissance des prochaines années.

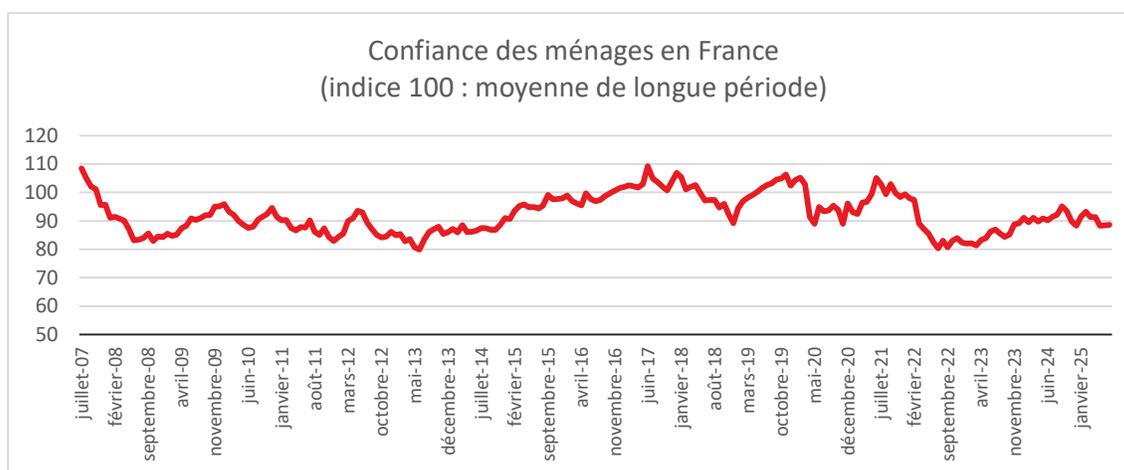
CONJONCTURE

Confiance des ménages : un léger mieux en juillet

En juillet, la confiance des ménages est en légère hausse, selon l'INSEE. À 89, l'indicateur qui la synthétise a augmenté d'un point mais demeure au-dessous de sa moyenne de longue période (100 entre janvier 1987 et décembre 2024).

En juillet, l'opinion des ménages concernant leur situation financière personnelle passée et future s'améliore légèrement. Les soldes d'opinion associés gagnent chacun un point et se rapprochent de leur moyenne de longue période. La proportion de ménages estimant qu'il est opportun, dans la situation économique actuelle, de faire des achats importants est stable. Le solde correspondant reste bien au-dessous de sa moyenne de longue période. La proportion des ménages estimant qu'il est opportun d'épargner augmente de nouveau et atteint le niveau de février qui était un record historique. Le solde d'opinion correspondant gagne deux points. Il demeure bien au-dessus de sa moyenne de longue période. L'opinion des ménages concernant leur capacité d'épargne actuelle et future augmente. Le solde d'opinion relatif à leur capacité d'épargne future gagne deux points et celui relatif à leur capacité d'épargne actuelle en gagne un. Les deux soldes restent bien au-dessus de leur moyenne de longue période. En juillet, l'opinion des ménages sur le niveau de vie futur en France diminue légèrement : le solde d'opinion associé perd un point, atteignant son plus bas niveau depuis mars 2023. Celui relatif au niveau de vie passé est stable. Ces deux soldes restent bien au-dessous de leur moyenne de longue période.

En juillet, les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage baissent de nouveau : le solde correspondant perd quatre points. Il demeure cependant bien au-dessus de sa moyenne de longue période. La part des ménages qui considèrent que les prix vont accélérer au cours des douze prochains mois augmente de nouveau. Le solde d'opinion associé gagne cinq points et atteint son plus haut niveau depuis avril 2023. Il dépasse légèrement sa moyenne de longue période. La part des ménages estimant que les prix ont fortement augmenté au cours des douze derniers mois rebondit : le solde associé gagne deux points et s'éloigne de sa moyenne de longue période.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

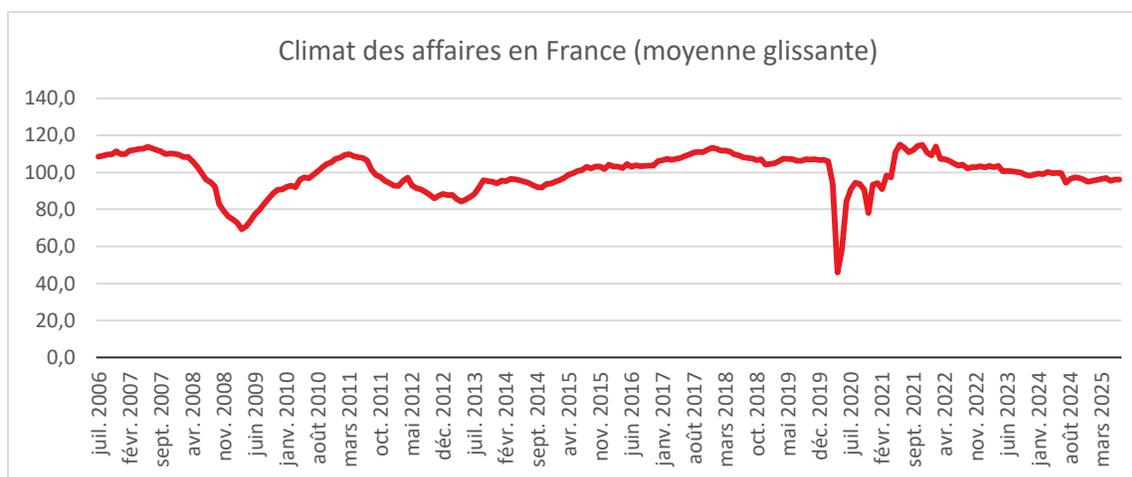
Climat des affaires en France : toujours en mode tristounet

En juillet, l'indicateur de l'INSEE qui synthétise le climat des affaires en France s'établit à 96 et se demeure en-deçà de sa moyenne de longue période (100) depuis le mois d'avril 2024. Le climat des affaires se dégrade légèrement dans le commerce de détail, est stable ou quasi stable dans l'industrie, les services et le bâtiment, et s'améliore dans le commerce de gros.

En juillet, le climat des affaires recule légèrement dans le commerce de détail (y compris commerce et réparation d'automobiles). À 98, l'indicateur synthétique perd un point et s'éloigne de sa moyenne de longue période (100). Ce tassement résulte principalement de la légère détérioration du solde relatif aux intentions de commandes.

Dans l'industrie, le climat des affaires est quasi stable. À 96 après arrondi, l'indicateur synthétique perd un point et reste au-dessous de sa moyenne de longue période (100). Les soldes d'opinion relatifs à la production et aux carnets de commandes étrangers diminuent, tandis que celui sur les carnets de commandes globaux augmente. Dans les services, le climat des affaires est stable (après arrondi). À 96, l'indicateur synthétique se situe en-deçà de sa moyenne de longue période (100) depuis treize mois. Les soldes d'opinion sur l'activité augmentent, tandis que ceux sur les perspectives générales et la demande prévue se dégradent. Dans le bâtiment, le climat des affaires est stable. À 96, l'indicateur synthétique demeure au-dessous de sa moyenne de longue période. Les entrepreneurs se montrent plus pessimistes qu'en juin sur leur activité future mais maintiennent leur opinion sur l'activité passée. Par ailleurs, ils rapportent une nette dégradation de leur taux d'utilisation des capacités de production et une légère baisse du niveau de leurs carnets de commande. Dans le commerce de gros, le climat des affaires bimestriel s'améliore. À 97, l'indicateur qui le synthétise gagne trois points (après arrondi) mais reste au-dessous de sa moyenne de longue période (100). Les soldes d'opinion sur les ventes passées et sur les livraisons reçues de l'étranger augmentent.

En juillet, l'indicateur synthétique de climat de l'emploi perd un point. À 97, il reste au-dessous de sa moyenne de longue période (100) depuis treize mois. Cela résulte principalement du repli du solde sur les effectifs passés dans les services (hors intérim).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

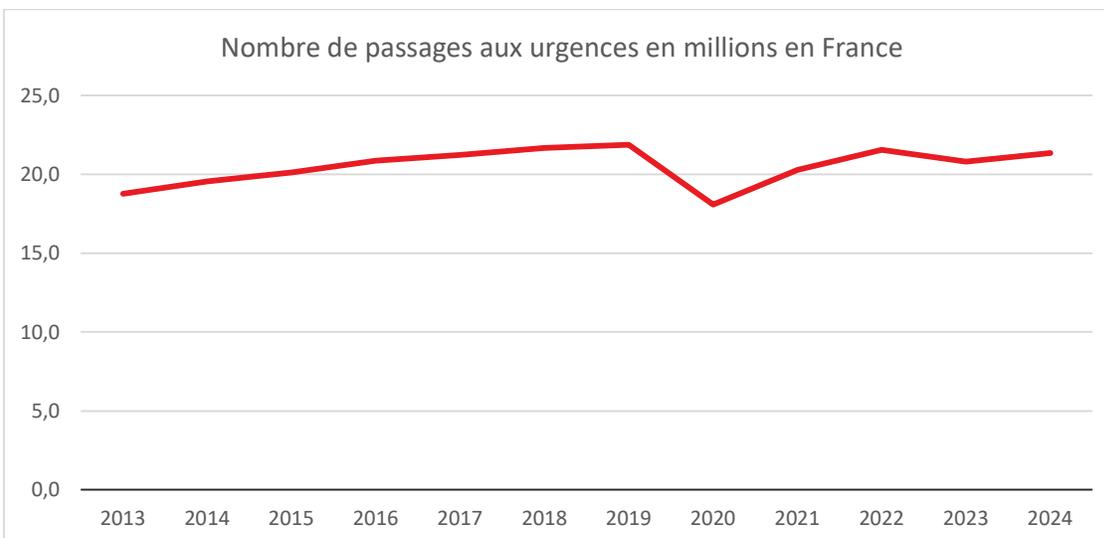
Les hôpitaux sous pression

En 2024, les établissements de santé ont enregistré une progression globale de leur activité, dans un contexte marqué par une recomposition silencieuse des formes de prise en charge et une détérioration continue des équilibres économiques. En médecine, chirurgie, obstétrique et odontologie (MCO), le nombre de séjours a augmenté de 3,9 % après une hausse de 4,6 % en 2023. Ce mouvement reste porté par l'activité ambulatoire, en croissance de 6,1 % après 8,6 % en 2023. L'hospitalisation complète en court séjour progresse à un rythme plus lent (+1,5 %), reflétant à la fois la poursuite du virage ambulatoire et la tension sur les capacités d'accueil. Dans ce domaine, le secteur public se distingue, avec une hausse de 2,2 % du nombre de séjours, soit environ 100 000 admissions supplémentaires, tandis que le secteur privé reste stable. Les hôpitaux publics concentrent ainsi près des deux tiers de la croissance des séjours MCO, témoignant d'un glissement de la charge vers le service public dans un contexte de solvabilité dégradée.

Les soins médicaux et de réadaptation (SMR) confirment leur dynamique, bien que celle-ci ralentisse. Le nombre de journées progresse de 2,6 % en 2024, contre 4,1 % en 2023. L'hospitalisation partielle, en hausse de 8,3 %, reste très au-dessus de son niveau prépandémique mais décélère par rapport à 2023 (+11,3 %). Ce segment est dominé par les établissements privés, qui concentrent près de 50 % de l'activité et une part équivalente de sa croissance. L'hospitalisation complète progresse plus lentement (+1,6 %), mais connaît une dynamique plus affirmée dans le secteur public (+2,5 % contre +1,0 % en 2023), ce qui confirme l'asymétrie persistante entre les deux statuts juridiques. Dans les faits, le secteur public porte une activité structurellement moins rentable, soumise à des flux financiers plus contraints, sans que les mécanismes de financement corrigent réellement cette distorsion.

En psychiatrie, la baisse du nombre de journées se poursuit, atteignant -1,1 % en 2024 après une stabilité en 2023. Cette évolution résulte essentiellement de la réduction des journées à temps complet (-1,6 %), en particulier dans les établissements publics (-2,4 %). Le nombre de prises en charge à temps partiel continue de croître, mais à un rythme très atténué (+1,0 % après +4,4 %). Le repli des prises en charge psychiatriques en hospitalisation complète, entamé avec la crise sanitaire, devient structurel. Il traduit à la fois une volonté de désinstitutionalisation partielle et une contrainte d'offre, dans un contexte où les capacités d'accueil sont en recul et le recrutement de personnels spécialisés reste problématique.

Le nombre de passages aux urgences générales ou pédiatriques repart à la hausse (+2,5 % en 2024 après -3,4 % en 2023), atteignant 21,3 millions sur l'année. Cette augmentation est essentiellement imputable à la hausse du recours, et non à l'évolution démographique. L'effet du vieillissement est compensé par la baisse de la natalité, ce qui suggère une pression accrue sur les urgences en lien avec les difficultés d'accès à la médecine de ville et la fragmentation de l'offre de soins non programmés.



Cercle de l'Épargne – données DREES

Sur le plan financier, le déficit des hôpitaux publics atteint entre -2,7 et -2,9 milliards d'euros, soit 2,5 % de leurs recettes, contre 2,3 % en 2023. Il s'agit d'un niveau inédit depuis le début des observations en 2005. Le résultat d'exploitation chute à -2,1 % des recettes, soit un déficit de 2,2 à 2,4 milliards d'euros (contre -1,9 milliard d'euros en 2023). Cette évolution ne peut être attribuée à des éléments exceptionnels : elle traduit une dégradation tendancielle de la soutenabilité économique de l'activité hospitalière. L'équilibre d'exploitation n'est plus atteint, ce qui prive les établissements de toute capacité d'autofinancement pérenne. Il en résulte une tension directe sur la politique d'investissement.

L'effort d'investissement des hôpitaux publics, qui avait été rehaussé dans le sillage du Ségur de la santé, marque le pas en 2024. Il s'élève à 5,1 % des recettes, contre 5,4 % en 2023. Cette inflexion tient à la fois au renchérissement des coûts, à la complexité des procédures d'instruction et à l'aggravation des déficits d'exploitation. Le niveau reste supérieur à celui de 2019 (4,7 %), mais demeure inférieur aux dotations aux amortissements (6,1 %). Le volume annuel d'investissements ne permet donc pas de compenser la dépréciation du patrimoine hospitalier : chaque année, le capital net diminue.

L'encours de dette brute des hôpitaux publics continue de baisser pour la troisième année consécutive, atteignant 30 milliards d'euros, soit 27,8 % des recettes. Ce repli est à interpréter avec prudence. Le ratio d'indépendance financière, rapportant la dette aux capitaux permanents, n'évolue pas. Les ressources propres des établissements se contractent malgré les abondements publics. En 2024, les capitaux permanents diminuent de 2,0 %, après -0,4 % en 2023, +1,1 % en 2022 et +13,0 % en 2021. La réduction de la dette est donc plus le reflet d'une sous-utilisation de la capacité d'investissement que celui d'une amélioration structurelle de la solvabilité.



Le bilan du Ségur de la santé apparaît ainsi contrasté. Les transferts financiers opérés depuis 2020 ont permis une forme de réarmement transitoire de l'hôpital public, avec un répit sur le front de la dette et une reprise partielle des investissements. Mais ces mécanismes ont produit peu d'effets durables sur la structure financière des établissements. L'architecture budgétaire reste contrainte par l'ONDAM, la tarification à l'activité demeure dominante, et la dynamique salariale pèse de plus en plus lourd. L'effet de rattrapage post-Covid s'essouffle, alors même que les tensions démographiques, les évolutions épidémiologiques et les transformations technologiques appellent des investissements nouveaux. Faute de marges économiques, le financement de ces transformations repose entièrement sur des arbitrages budgétaires centraux. Dans ce cadre, la fonction hospitalière se trouve enfermée dans une double contrainte : obligation d'adaptation et impossibilité d'y consacrer les moyens nécessaires.

Les premiers résultats statistiques complets de l'année 2024 – sur les capacités hospitalières, les lits de soins critiques, les effectifs salariés – seront publiés à l'automne 2025. Ils permettront de confirmer si la tendance actuelle correspond à une transition maîtrisée du modèle hospitalier, ou s'il s'agit du prélude à une phase de décroissance contrainte. Les signaux actuels, à défaut d'être alarmistes, imposent une vigilance accrue. Sous tension, l'hôpital français, n'a pas trouvé d'équilibre entre son ambition sanitaire et ses contraintes économiques.

Quand l'économie se nourrit du chaos !

Quand la Wehrmacht envahit la France en 1940 et que l'Angleterre était sous les bombes de la Luftwaffe, l'effondrement de la Bourse de Londres apparaissait probable. Les investisseurs britanniques gardèrent pourtant leur sang-froid. Dans l'année qui suivit l'humiliante défaite française, la City progressa. À la fin du conflit, les entreprises britanniques avaient généré un rendement réel cumulé de 100 % pour leurs actionnaires. Les investisseurs avaient ainsi eu raison d'avoir fait confiance à leur pays.

Les menaces d'aujourd'hui ne sont pas de l'ampleur d'une guerre mondiale, mais elles restent importantes : pandémie de Covid-19, guerre en Ukraine, conflit au Moyen-Orient, choc énergétique majeur rappelant les années 1970, inflation persistante, tensions bancaires, crise immobilière en Chine, guerre commerciale avec le retour de Donald Trump. Les indicateurs mesurant les risques ont augmenté de 30 % par rapport à leur moyenne de long terme. Dans de nombreux pays, les ménages expriment un pessimisme de forte intensité quant à la conjoncture. Pendant ce temps, les grandes banques de Wall Street recrutent des experts en géopolitique et en économie pour décrypter la situation dans le Donbass, anticiper une éventuelle invasion de Taïwan par la Chine, apprécier les conséquences de la hausse des droits de douane, mesurer les effets du plan de relance allemand...

Comme en 1940, l'économie mondiale continue d'avancer, imperturbable, même si le rythme est plus lent qu'au début du siècle. Néanmoins, depuis 2011, la croissance oscille autour de 3 % par an. La crise de la zone euro, le Brexit, la première élection de Donald Trump, l'invasion de l'Ukraine par la Russie n'ont pas atteint la croissance de l'économie mondiale en profondeur. Seules les années 2020-2021, marquées par le Covid, font exception : une année de forte contraction sur fond de confinements, puis une forte reprise avec, à la clef, une croissance moyenne de 2 %.

Cette résilience force l'admiration. Les chaînes d'approvisionnement, souvent pointées du doigt comme talon d'Achille du commerce mondial, se sont révélées étonnamment robustes. Elles ont encaissé un arrêt sur image en 2020, puis un rebond provoqué par la multiplication des plans de relance se chiffrant en milliers de milliards de dollars. En 2021, les producteurs de semi-conducteurs livrèrent 1 200 milliards de puces, soit +15 % en un an.

L'économie mondiale se révèle moins dépendante du cours du pétrole grâce à la diversification énergétique et à la baisse de l'intensité carbone de nos économies. Selon les données du FMI, seuls 5 % des pays sont aujourd'hui sur la voie de la récession — un minimum depuis 2007. Le chômage dans les pays de l'OCDE est inférieur à 5 %, proche de son plancher historique. Les bénéfices des entreprises cotées dans le monde ont progressé de 7 % au premier trimestre 2025. Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que les investisseurs restent optimistes. Depuis quinze ans, malgré l'accumulation de crises, les Bourses américaines ont connu un essor sans précédent. Plus de la moitié des marchés boursiers des pays riches sont à moins de 5 % de leur sommet historique. L'indice de volatilité VIX évolue en-dessous de sa moyenne de long terme. Le repli des marchés en avril, provoqué par l'annonce du relèvement des droits



de douane du « Liberation Day » par Donald Trump, a été rapidement effacé. Pour beaucoup, la règle d'or est désormais simple : « *acheter lors des replis* », avec la certitude de réaliser rapidement des plus-values.

Même les entreprises les plus exposées aux tensions géopolitiques et économiques ne suscitent guère d'inquiétude. Aux États-Unis, les valeurs sensibles aux droits de douane — comme les équipementiers sportifs ou les entreprises dépendant de la vente de smartphones — sous-performent à peine. En Europe, la Bourse ukrainienne a même réussi à surmonter le choc de la guerre déclenchée en février 2022. Quant à Taïwan, si les indices de risque fondés sur les articles de presse atteignent des sommets, ceux dérivés des marchés ne montrent aucune nervosité.

Ce paradoxe — chaos géopolitique, stabilité économique — constitue une source de perplexité. De nombreuses études, dont celles de Dario Caldara (Fed) ou Nicholas Bloom (Stanford), établissent un lien entre incertitude politique et ralentissement économique. Depuis les années 1990, les effets de l'incertitude sur la croissance semblent néanmoins s'atténuer.

Le capitalisme a gagné en résilience en encaissant de mieux en mieux les chocs exogènes. D'un côté, les entreprises sont plus agiles ; de l'autre, les gouvernements protègent leurs économies avec un activisme budgétaire sans précédent, ayant pour corollaire un endettement public également sans précédent. La tertiarisation de l'économie contribue à la stabilité. Les services sont moins dépendants que l'industrie de facteurs extérieurs. Depuis 1990, la consommation de biens aux États-Unis a reculé 27 fois en variation trimestrielle, celle de services seulement cinq fois.

L'essor du pétrole et du gaz de schiste aux États-Unis a renforcé l'indépendance énergétique de l'Occident. En 2023, l'OPEP produisait 33 millions de barils par jour, à peine plus qu'en 1973. Le reste du monde en produisait 64 millions — deux fois plus qu'à l'époque du premier choc pétrolier. Surtout, l'intensité pétrolière a baissé de 60 % depuis 1973. Cette évolution explique la relative insensibilité des marchés aux frappes récentes sur l'Iran.

L'activité est de plus en plus soutenue par les dépenses publiques. En 2020, les États ont injecté plus de 10 % du PIB pour soutenir l'économie. En 2022, face à la crise énergétique, les gouvernements européens ont dépensé en moyenne 3 % du PIB. Les États occidentaux ont adopté, ces dernières années, des plans en faveur de la transition écologique, du numérique ou de la défense, avec des engagements portant sur des centaines de milliards de dollars. Les déficits publics dépassent aujourd'hui les 4 % du PIB dans les pays développés, contre 2 % à 3 % avant 2008. Même l'Allemagne a décidé d'abandonner son frein budgétaire et s'est engagée à moderniser ses infrastructures et son armée. À cela s'ajoutent des engagements hors bilan massifs : les engagements conditionnels du gouvernement fédéral américain équivalent à plus de cinq fois le PIB du pays. En somme, les États se portent garants de l'économie.

Cette fuite en avant budgétaire n'est pas sans risque. En retardant les crises, les gouvernements alimentent les comportements imprudents et empêchent les ajustements de se réaliser au fil de l'eau. Le surendettement étatique n'est pas sans limite. Les États-Unis dépenseront cette année plus pour les intérêts de leur dette que pour leur armée. Le service de la dette en France est en voie de devenir le premier



poste budgétaire. L'État ne peut pas tout. En devenant la béquille du capitalisme, celui-ci est à sa merci. Par ailleurs, l'économie pourrait être mise à mal par un choc de grande ampleur, comme la fin de la sécession de Taïwan. En 2025, les investisseurs misent sur la bienveillance perpétuelle des gouvernements, des banques centrales et des régulateurs, mais celle-ci n'est pas éternelle.

L'intelligence artificielle ou la fin de l'intelligence

De plus en plus d'étudiants recourent à ChatGPT pour rédiger leurs devoirs. En entreprise, de plus en plus de cadres utilisent l'intelligence artificielle (IA) pour rédiger leurs courriers, pour résoudre les problèmes auxquels ils sont confrontés. Cet usage de plus en plus fréquent ne serait pas sans conséquence, comme le suggère une étude récente menée par le Massachusetts Institute of Technology (MIT).

Récemment, lors d'une série d'exercices de rédaction, des étudiants, qu'ils aient ou non eu recours à ChatGPT, ont été équipés d'électroencéphalogrammes (EEG) afin de mesurer leur activité cérébrale. Chez les utilisateurs d'IA, l'activité neuronale était plus faible dans les zones du cerveau associées à la créativité et à l'attention. Les étudiants ayant rédigé leur texte avec l'aide du chatbot étaient bien moins capables de citer précisément ce qu'ils venaient d'écrire. Les gains immédiats procurés par les IA génératives ne masqueraient-ils pas une forme d'endettement cognitif à long terme ? L'IA rendrait à long terme les femmes et les hommes bêtes... D'autres études récentes ont confirmé les conclusions du MIT. La première, menée par Microsoft Research, a interrogé 319 travailleurs du savoir utilisant l'IA au moins une fois par semaine. Ils ont rapporté plus de 900 tâches accomplies à l'aide d'un outil génératif, allant du résumé de documents à la création de campagnes marketing. Pourtant, seulement 555 de ces tâches requéraient réellement l'IA, selon leurs propres dires. Une majorité d'utilisateurs a déclaré qu'ils avaient eu recours à l'IA par facilité. La seconde étude, signée Michael Gerlich, professeur à la SBS Swiss Business School, a interrogé 666 Britanniques sur leur usage et leur confiance envers l'IA, avant de leur soumettre des exercices de pensée critique. Les utilisateurs les plus fréquents obtenaient systématiquement des scores inférieurs. Le Dr Gerlich rapporte que, depuis la publication de son étude, des centaines d'enseignants du secondaire et du supérieur l'ont contacté pour lui confier que ses résultats correspondaient exactement à ce qu'ils observaient chez leurs élèves. L'IA atrophie-t-elle réellement le cerveau à long terme ? Les chercheurs insistent sur le fait qu'aucun lien de causalité ne peut, en l'état, encore être établi. Il est possible, par exemple, que ceux qui ont de meilleures capacités cognitives aient simplement moins besoin de recourir à l'IA. Par ailleurs, l'étude du MIT repose sur un échantillon réduit (54 participants) et une tâche spécifique : la rédaction d'un texte.

Les critiques à l'encontre de l'IA doivent être relativisées. Toutes les technologies mises en œuvre par l'homme visent à limiter ses efforts physiques et mentaux. Dès le V^e siècle avant notre ère, Socrate s'inquiétait déjà que l'écriture ne soit pas un remède à l'oubli, mais un simple outil de rappel. L'apparition des calculatrices électroniques dans les années 1970 a provoqué une levée de boucliers. Avec leur usage, les élèves n'allaient plus savoir calculer. Plus personne ne souhaiterait les interdire aujourd'hui, tout comme les caisses automatiques chez les commerçants. Le GPS, de son côté, a remplacé la lecture de cartes ; or nul ne considère qu'il nuit fondamentalement à l'esprit d'orientation.



Selon Evan Risko, professeur de psychologie à l'Université de Waterloo au Canada, peu de preuves existent sur les effets négatifs de la délégation de tâches mentales à des machines sur les capacités cognitives de l'être humain. Avec son collègue Sam Gilbert, il a théorisé le concept de « déchargement cognitif », c'est-à-dire l'externalisation de tâches mentales répétitives ou complexes. Le problème, souligne-t-il, est que les IA génératives permettent désormais de décharger des processus intellectuels bien plus avancés — comme la rédaction, le raisonnement ou la résolution de problèmes. Or, une fois cette facilité adoptée, tout retour en arrière devient difficile. Il en a été de même avec la calculatrice : plus personne, ou presque, n'utilise la règle à calcul. La tendance à rechercher systématiquement la solution la moins coûteuse en effort — ce que les psychologues appellent « l'avarice cognitive » — peut se transformer en cercle vicieux. Moins l'être humain réfléchit, moins il en est capable. Un participant à l'étude du Dr Gerlich résume ce dilemme : « *Je m'appuie tellement sur l'IA que je ne sais plus résoudre certains problèmes seul.* » Dans cette période de grande solitude, l'IA se mue en confident, en résolveur de tous les problèmes, privés et professionnels.

À court terme, l'automatisation intellectuelle est séduisante, notamment pour les entreprises, qui y voient un levier de productivité. Mais le risque, selon Barbara Larson, professeur de management à l'Université Northeastern, est de voir émerger à long terme une forme d'atrophie de la pensée critique, compromettant la créativité et la compétitivité. Une étude de l'Université de Toronto illustre ce danger : 460 participants devaient trouver des usages créatifs pour des objets du quotidien. Ceux exposés préalablement à des suggestions d'IA ont proposé des idées plus banales que ceux qui travaillaient seuls. Face à ces constats, plusieurs chercheurs proposent des méthodes pour maintenir la vivacité de l'esprit. Pour Barbara Larson, l'IA doit être considérée comme un « *assistant enthousiaste mais un peu naïf* ». Le Dr Gerlich, lui, recommande d'impliquer l'utilisateur dans toutes les étapes du raisonnement plutôt que de demander une réponse toute faite. Chez Microsoft, certains chercheurs testent des assistants IA qui interrompent l'utilisateur pour le pousser à réfléchir davantage. D'autres, à Stanford et à Emory, conçoivent des agents IA destinés à poser des questions plutôt qu'à fournir des réponses. Un usage socratique de l'intelligence artificielle, en somme. Ces dispositifs dits « provocateurs » ne font pas l'unanimité. Une étude de l'université chrétienne d'Abilene (Texas) montre que des assistants IA trop insistants peuvent nuire aux performances des codeurs débutants. D'autres idées, comme contraindre l'utilisateur à patienter quelques minutes avant d'accéder à l'IA ou à produire d'abord sa propre réponse, pourraient se révéler efficaces — mais peu populaires.

L'IA générative est une technologie encore jeune. Pour de nombreuses tâches, l'intelligence humaine reste sans équivalent. Mais à terme, utilisateurs comme régulateurs devront s'interroger : les bénéfiques pratiques de l'IA surpassent-ils ses coûts cognitifs ?

Si certaines études alertent sur les dangers de l'IA pour l'intelligence humaine, d'autres soulignent son utilité. Les études de Stanford en 2023 ou de la Harvard Business School en 2024 montrent que l'usage de ChatGPT améliore la productivité dans des tâches intellectuelles complexes (rédaction, codage, synthèse), la qualité des écrits pour des non-experts et l'accès à l'information pour des publics éloignés du savoir. Une étude du MIT a montré que des employés utilisant GPT-4 dans un cadre professionnel produisent des résultats de meilleure qualité, en moins de temps, surtout dans des tâches peu créatives.



L'IA, comme béquille cognitive, peut-elle nuire à l'intelligence humaine et ainsi provoquer sa mort, alors même qu'elle a besoin de cette dernière pour prospérer ? L'enjeu n'est pas d'interdire l'IA mais d'apprendre à penser avec elle, sans renoncer à penser par soi-même. Comme pour toute technologie, l'être humain se doit de continuer à douter !

La France et la précarité alimentaire

Par-delà la pauvreté monétaire, une précarité alimentaire multiforme concerne 7 à 16 % des Français en fonction des critères retenus. Le dernier rapport du CRÉDOC, dans le cadre du programme A-MAP, en dresse une cartographie.

7 à 9 % des Français seraient contraints de réduire leurs portions ou le nombre de leurs repas hebdomadaires. 9 % seraient dans l'incapacité d'accéder régulièrement à des protéines animales. 12 % déclarent ne pas pouvoir manger à leur faim et 16 % de devoir globalement se restreindre. 3 % de la population cumule à la fois l'insuffisance alimentaire et l'impossibilité d'accéder à des protéines animales régulièrement, mais 18 % sont concernés par l'un ou l'autre de ces deux critères.

Le Credoc distingue trois catégories :

- les non contraints (49 % de la population), qui n'activent aucun des indicateurs de précarité alimentaire ;
- les modérément contraints (36 %), confrontés à des restrictions partielles ou ponctuelles ;
- les fortement contraints (14 %), cumulant les indicateurs et les stratégies de débrouille.

Cette classification fait apparaître un halo de précarité intermédiaire que les statistiques traditionnelles de pauvreté monétaire ou d'insécurité alimentaire ont tendance à ignorer.

L'analyse des comportements montre une segmentation nette. Les plus précaires sont contraints de restreindre leur alimentation sur les produits les plus qualitatifs. Ainsi, 79 % d'entre eux réduisent leur consommation de produits plaisir, mais aussi de fruits, légumes et produits laitiers. La question du « bien manger » illustre cette tension. Si tous les groupes citent des notions communes (équilibre, plaisir, qualité), le mot « faim » revient massivement dans les réponses des plus précaires.

Le critère du prix compétitif est cité par 93 % des plus contraints comme moteur principal d'achat, contre 81 % dans les autres groupes. Ce tropisme vers les produits les moins chers s'accompagne d'un changement dans les circuits d'approvisionnement. Le hard discount s'est imposé au sein de la grande distribution chez les plus modestes. En miroir, les non-contraints privilégient davantage les marchés ou les commerces spécialisés.

L'étude du Crédoc met en lumière une progression nette du recours à l'aide alimentaire, particulièrement dans le groupe des plus contraints. 28 % y ont eu recours au cours des deux derniers mois, contre seulement 3 % dans le groupe non contraint. Cette aide ne se limite plus aux canaux traditionnels (restos du cœur, épiceries solidaires). 26 % des



plus précaires se sont alimentés grâce aux invendus de supermarchés, 20 % via l'aide de proches.

Le rapport souligne l'absence criante d'un indicateur officiel, stable et multidimensionnel de la précarité alimentaire, à l'image de la pauvreté monétaire. Le pluralisme méthodologique — approche quantitative, qualitative, déclarative, comportementale — met en évidence la difficulté à capter la réalité mouvante du rapport à l'alimentation.

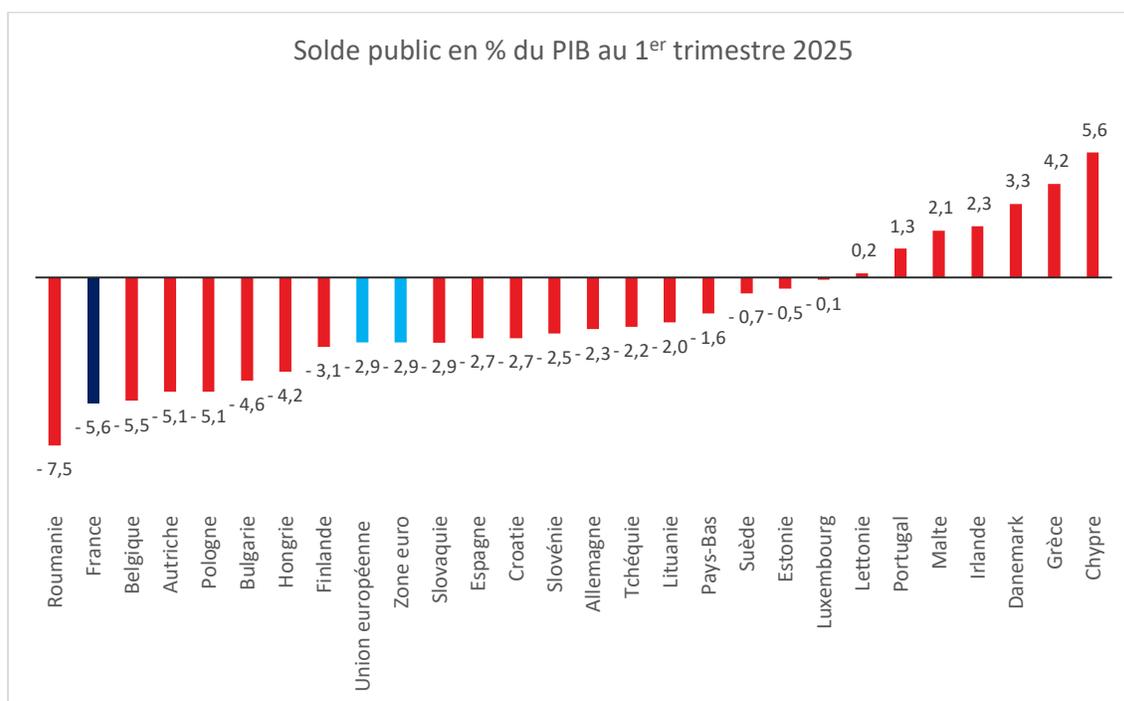
GRAPHIQUES

Le déficit public en-deçà des 3 points de PIB en zone euro

Au premier trimestre 2025, le ratio du déficit des administrations publiques par rapport au PIB, corrigé des variations saisonnières, s'est établi, selon Eurostat, à 2,9 % dans la zone euro et dans l'Union européenne (UE). Au premier trimestre 2025, dans la zone euro et dans l'UE, le ratio du déficit par rapport au PIB a diminué par rapport au quatrième trimestre 2024.

Au premier trimestre 2025, les recettes totales des administrations publiques dans la zone euro s'élevaient à 46,6 % du PIB. La baisse par rapport au ratio de 46,7 % au quatrième trimestre 2024 a été observée principalement en raison d'une croissance des recettes publiques totales. Dans l'UE, les recettes publiques totales représentaient 46,2 % du PIB au premier trimestre 2025, un niveau inchangé par rapport au trimestre précédent.

Les dépenses totales des administrations publiques dans l'UE se sont quant à elles établies à 49,1 % du PIB, une baisse par rapport au ratio du trimestre précédent de 49,5 %.

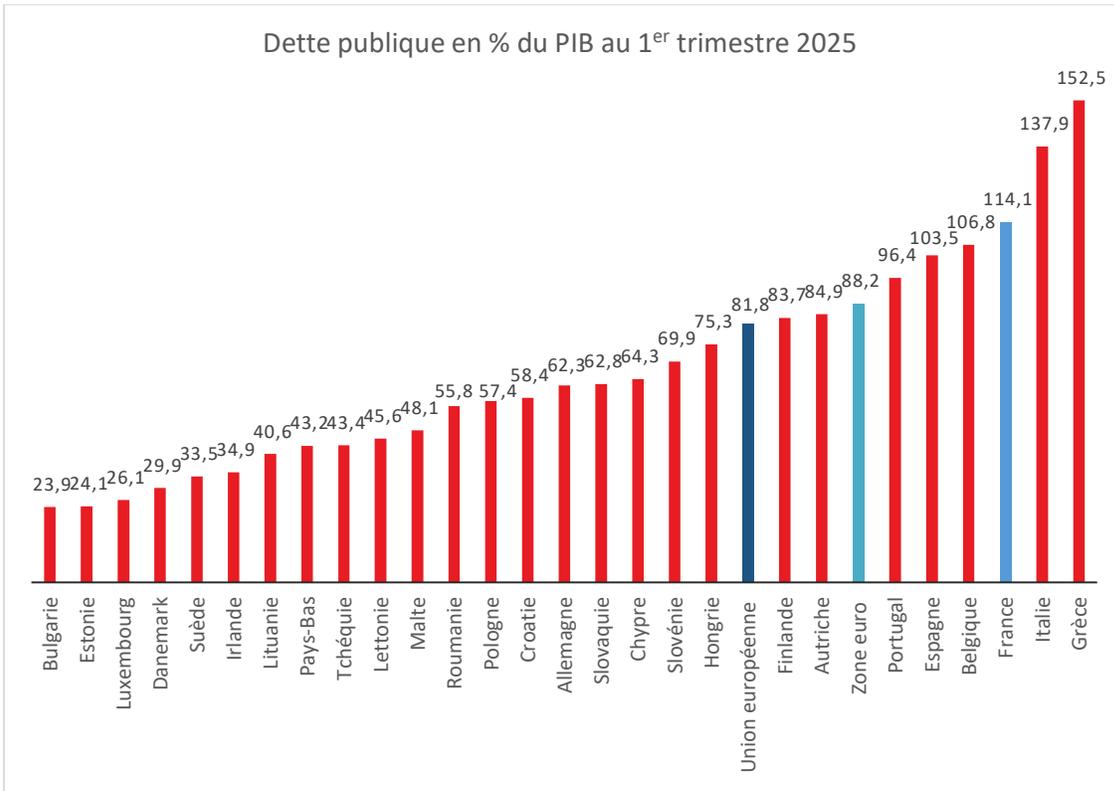


Cercle de l'Épargne – données Eurostat

La dette publique de la zone euro en hausse

À la fin du premier trimestre 2025, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB dans la zone euro s'est établi à 88,0 %, contre 87,4 % à la fin du quatrième trimestre 2024. Dans l'UE, ce ratio a également augmenté, passant de 81,0 % à 81,8 %.

Les ratios les plus élevés de la dette publique par rapport au PIB à la fin du premier trimestre 2025 ont été enregistrés en Grèce (152,5 %), en Italie (137,9 %), en France (114,1 %), en Belgique (106,8 %) et en Espagne (103,5 %), et les plus faibles en Bulgarie (23,9 %), en Estonie (24,1 %), au Luxembourg (26,1 %) et au Danemark (29,9 %).



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Création d'entreprises en France : en hausse au mois de juin

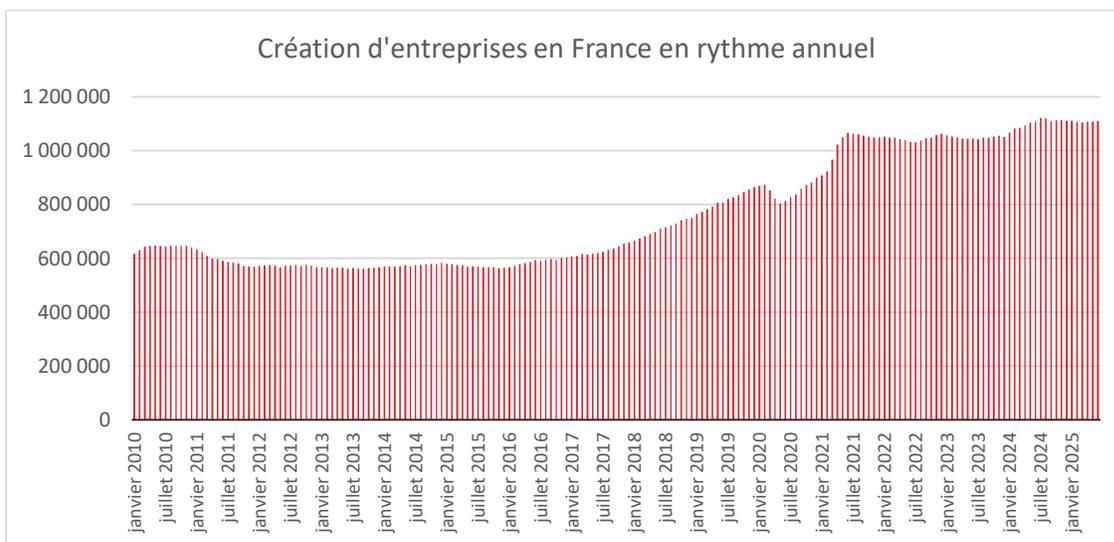
En données brutes, le nombre total d'entreprises créées au cours des douze derniers mois (juillet 2024 à juin 2025) est, selon l'INSEE, en très légère augmentation en glissement annuel (+0,2 %). Les créations de sociétés augmentent de 2,9 % et celles micro-entrepreneurs de 1,3 %, tandis que celles des entreprises individuelles classiques se replient de 12,8 %.

En juin, le nombre total de créations d'entreprises, tous types d'entreprises confondus et en données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables, augmente plus nettement qu'en mai (+3,3 % après +0,8 %). Les immatriculations de

micro-entrepreneurs accélèrent (+4,1 % après +0,6 %), les créations de sociétés rebondissent (+1,8 % après -0,9 %), et les créations d'entreprises individuelles classiques continuent d'augmenter, bien que moins rapidement qu'au mois précédent (+1,6 % après +7,6 %).

En juin en données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables, les créations d'entreprises augmentent fortement dans la construction (+14,1 % après -3,4 %) et dans l'industrie (+13,1 % après +4,2 %), et plus modérément dans les activités de soutien aux entreprises (+2,5 % après -0,4 %). En revanche, elles reculent de nouveau dans les activités immobilières (-4,9 % après -0,3 %) et elles se replient dans le commerce incluant la réparation d'automobiles et motocycles (-1,7 % après +4,6 %).

En données brutes, le nombre cumulé d'entreprises créées d'avril 2025 à juin 2025 augmente de 2,6 % par rapport à la même période un an auparavant. Les créations de sociétés s'accroissent (+6,0 %), plus fortement que les immatriculations de micro-entrepreneurs (+2,6 %), tandis que les créations d'entreprises individuelles classiques reculent (-6,2 %). Sur cette période, le secteur qui contribue le plus à la hausse est celui du commerce incluant la réparation d'automobiles et motocycles (+5 200 créations par rapport à la même période un an auparavant, soit une contribution de +1,9 point). Au sein de ce secteur, les créations augmentent particulièrement pour la « vente à distance sur catalogue spécialisé » (+2 800 créations par rapport à la même période un an auparavant). À l'opposé, malgré leur hausse ce mois-ci, les créations d'entreprises dans le secteur de la construction sont en baisse par rapport à la même période un an auparavant (-1 300 créations).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Dimanche 27 juillet

En **Chine**, l'indicateur **profit Industriel YTD** de juin sera publié.

Lundi 28 juillet

Au **Royaume-Uni**, l'enquête **CBI sur le commerce de distribution** de juillet sera communiqué.

Aux **États-Unis**, il sera possible de prendre connaissance de l'**indice manufacturier Fed de Dallas** de juillet.

Mardi 29 juillet

En **France** les statistiques à fin juin des **constructions de locaux et de logements** seront publiés. Il sera également possible de consulter les données relatives aux **inscrits à France Travail** au deuxième trimestre 2025.

En **Espagne**, les résultats de la **croissance** au deuxième trimestre seront communiqués. Il sera également possible de prendre connaissance des résultats, à fin juin, des **ventes au détail**.

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

Au **Royaume-Uni**, seront diffusés les chiffres mensuels du **crédit à la consommation, des approbations d'hypothèques et des prêts hypothécaires**.

Aux **États-Unis**, il sera possible de suivre l'**évolution des prix de l'immobilier** en mai. Seront par ailleurs communiqués, pour le mois de juin, le montant de la **balance commerciale des biens, les stocks de Détail** ainsi que le **rapport JOLTS - Nouvelles offres d'emploi**. L'indicateur **Confiance des consommateurs - Conference Board**, l'**indice Fed de Dallas - Revenus des services** et les **Perspectives du secteur services au Texas** de juillet seront par ailleurs rendus publics.

Mercredi 30 juillet

En **France**, l'INSEE publiera une première estimation de la **croissance** au deuxième trimestre et les données relatives aux **dépenses de consommation des ménages en biens** en juin. Le **chiffre d'affaires dans l'industrie et la construction**, le **volume des ventes dans le commerce** et l'**indice de production dans les services** en mai seront par ailleurs communiqués.

Pour la **zone euro et l'Union européenne**, une estimation préliminaire rapide de la **croissance (PIB)** au deuxième trimestre ainsi que l'**indicateur de sentiment économique** et résultats de l'**enquête auprès des entreprises et des consommateurs** de juillet seront disponibles. Un **suivi des salaires de la BCE** en juillet sera également rendu public.



En **Italie** et en **Allemagne**, les résultats de la **croissance** pour le deuxième trimestre 2025 seront communiqués par les instituts nationaux de statistiques.

En **Allemagne**, les résultats des ventes au détail en juin seront diffusés.

En **Italie**, les statistiques à fin mai des **ventes industrielles** seront publiées.

En **Espagne** une première estimation de **l'inflation** attendue en juillet sera rendue publique.

Au **Japon** il sera possible de prendre connaissance de la **décision de la BoJ sur les taux d'intérêt**.

Aux **États-Unis**, les chiffres de la **croissance**, des **créations d'emploi**, des **dépenses de consommation réelle** au deuxième trimestre seront particulièrement attendus. Il sera également possible de suivre l'évolution, en juin des **promesses de ventes de logements** et de la **décision de la Fed sur les taux directeurs**.

Jeudi 31 juillet

En **France**, les résultats provisoires de **l'inflation** en juillet, les **indices des prix agricoles** et les **indices de prix de production et d'importation de l'industrie de juin** seront diffusés par l'INSEE.

Pour la **zone euro et l'Union européenne**, les chiffres détaillés du **chômage** en juillet seront communiqués par Eurostat. La **BCE** publiera un communiqué de presse destiné à présenter les **statistiques sur les taux d'intérêt bancaires de la zone euro** en juin.

En **Allemagne**, **l'indice des prix à l'importation** de juin sera publié.

En **Allemagne et en Italie**, il sera possible de consulter les données du **chômage** et de prendre connaissance d'une première estimation de **l'inflation** attendue en juillet.

En **Italie**, **l'indicateur Prix à la production** de juin sera publié.

En **Espagne**, le montant de la **balance des paiements courants** à fin sera communiqué.

Au **Japon**, les statistiques mensuelles de la **production industrielle**, des **commandes de construction** et des **mises en chantier** ainsi que des **ventes au détail** seront diffusées. Il sera également possible de prendre connaissance de **l'indicateur confiance des ménages** de juillet.

En **Chine** une nouvelle publication des indicateurs **PMI** de juillet est annoncée.

Aux **États-Unis**, les données au deuxième trimestre relatives à l'évolution des **salaires**, **du coût de l'emploi et des avantages sociaux des employés** seront publiées. Par ailleurs, **l'indice des prix PCE**, **celui relatif aux dépenses des ménages** ainsi que celui de la **consommation personnelle réelle** de juin seront attendus. Seront



également communiqués l'**indice PCE de la Fed de Dallas** de juin, l'**indice PMI** de Chicago ainsi que l'indicateur **Suppressions d'emplois - Challenger** de juillet.

Vendredi 1^{er} août

Pour la **zone euro**, Eurostat communiquera une estimation rapide de l'**inflation** en juillet. La **BCE** diffusera les statistiques des **soldes TARGET** de juin. Les chiffres des **immatriculations de voitures** en juillet et des statistiques sur les **taux d'intérêt bancaires de la zone euro** en juin seront publiés.

Au **Japon** les statistiques du **chômage** en juin seront communiquées.

Pour les **États européens, des États-Unis, du Japon et de la Chine**, une nouvelle publication du **PMI manufacturier** de juillet des est programmée.

Aux **États-Unis**, les chiffres du **chômage, des créations d'emplois, du salaire horaire moyen et le taux de participation** à fin juillet seront disponibles ainsi que **indicateurs ISM** ainsi que des **indices Michigan**. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution, en juin, des **dépenses de construction**.

Lundi 4 août

En **France**, les services du ministère de l'aménagement du territoire et de la transition écologique diffuseront les chiffres des **immatriculations de véhicules neufs** du mois de juillet.

Eurostat diffusera pour l'**Union européenne** les statistiques mensuelles des **permis de construire** à fin avril, le **chiffre d'affaires industriel** en mai. Un article de presse consacré aux **revenus du tourisme international** dans l'Union européenne et des données sur l'**intégration des migrations** en 2024 à travers la question de la surqualification sont également attendues.

Aux **États-Unis**, les données des **commandes de biens durables** et des **commandes à l'industrie** en juin et l'**indice des tendances de l'emploi - Conference Board** de juillet seront diffusés.

Mardi 5 août

En **France**, il sera possible de prendre connaissance de la **situation mensuelle budgétaire de l'État** en juin.

En **France** et en **Espagne**, il sera possible de suivre l'évolution de l'**indice de la production industrielle** en juin.

En **zone euro**, l'indicateur **Prix à la production industrielle** de juin sera communiqué par Eurostat. Des données sur l'**auto-évaluation de la santé** dans l'**Union européenne** en 2024 seront disponibles.



Au **Japon** et en **Chine**, l'**Indice PMI des services** de juillet seront publiés. Pour les États européens et les **États-Unis**, c'est la publication de l'ensemble des **indicateurs PMI** qui est attendue.

Aux **États-Unis**, la **balance commerciale** à fin juin et les **indicateurs ISM non-manufacturier** de juillet seront accessibles.

Mercredi 6 août

En **France**, une **estimation flash de l'emploi salarié** au deuxième trimestre sera diffusée par la DARES.

Pour la **zone euro** et l'**Union européenne**, les chiffres du **commerce de détail**, l'indicateur **Prix des importations industrielles** et l'indicateur **Prix à la production industrielle, externes et totaux** en juin seront disponibles. Il sera également possible de prendre connaissance de statistiques sur la **population handicapée** au sein de l'Union européenne en 2024. Enfin, dans le cadre du Pacte mondiale Eurostat publiera article de presse consacré à l'**objectif de développement durable « Bonne santé et bien-être »** en 2023. La **BCE** communiquera pour le mois de juillet une **estimation rapide de l'IPCH corrigé des variations saisonnières** pour la **zone euro**.

Au **Japon**, les statistiques relatives au **revenu salarial global des employés** et à la **rémunération des heures supplémentaires** en juin seront communiquées.

En **Allemagne**, les chiffres des **commandes à l'industrie** en juin seront disponibles.

L'indicateur **PMI Construction** de juillet des États membre de l'**Union européenne** et du **Royaume-Uni**, sera rendu public.

En **Italie**, les données relatives à la **production industrielle** en juin seront disponibles.

Jedi 7 août

En **France**, le montant de la **balance des paiements** à fin juin et des **réserves officielles de change** à fin juillet seront rendus publics. Il sera également possible de suivre les **résultats du commerce extérieur** en juin. Les chiffres provisoires de l'**emploi salarié, des salaires de bases et de la durée du travail** au deuxième trimestre seront également publiés par la DARES.

Des données sur les **besoins de soins de santé non satisfaits au sein de l'Union européenne** en 2024 seront disponibles. Il sera par ailleurs possible de consulter les statistiques de la **production de services** et le **chiffre d'affaires des services** ainsi que l'indice de production totale du marché en mai 2025. Un article consacré à l'**intégration des migrants sur le plan de l'éducation** en 2024 au sein des États membres sera également diffusée.

En **Chine**, la diffusion des résultats du **commerce extérieur** et de la **balance commerciale** en juillet est programmée. Le montant des **réserves de change en USD** sera également communiqué.



Au **Japon**, les **indicateurs coïncidents et avancés** de juin seront rendus publics.

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

En **Allemagne**, la diffusion des chiffres à fin du **commerce extérieur**, de la **production industrielle** et du montant de la **balance commerciale** en juin est attendue.

Au **Royaume-Uni**, une **décision de la BoE sur les taux d'intérêt** est attendue.

Aux **États-Unis**, seront publiés, pour le deuxième trimestre les statistiques de la **Productivité du secteur non agricole** et du **Coût unitaire de la main d'œuvre**. Il sera également possible de prendre connaissance des chiffres des **stocks** et des **ventes de grossistes** en juin. Les chiffres du **crédit à la consommation** en juin seront également attendus.

Vendredi 8 août

En **France**, les résultats de l'**enquête Emploi** pour le deuxième trimestre comprenant les chiffres **chômage au sens du BIT et des indicateurs sur le marché du travail** seront disponibles. Une estimation flash de l'**indice du coût du travail (ICT)** du deuxième trimestre sera également communiquée.

Dans l'**Union européenne**, Eurostat publiera un article complété de données statistiques sur **les années de vie en bonne santé** en 2023.

Au **Japon**, les statistiques à fin juin des **dépenses des ménages, des prêts bancaires et le montant de la balance des paiements courants** sont attendues. Il sera par ailleurs possible de consulter l'**indice Observateurs de l'économie - conditions actuelles** de juillet.

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 %
Premier trimestre 2025	+0,1 %	+0,2 %	+0,3 %	+0,6 %	+0,3 %
Inflation En % - juin 2025	0,8	2,0	1,7	2,2	2,0
Taux de chômage En % - mai 2025	7,1	3,7	6,5	10,8	6,3
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 déc. - 24	18,0	20,2	11,2	13,4	15,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (26/07/2025)	3,385	2,716	3,581	3,306	-

*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 :-----