

L'édition de la semaine

- Dans l'œil du cyclone

Marchés financiers, Épargne, Revenus et Patrimoine

- Une fin d'août maussade
- Le tableau financier de la semaine
- Le taux d'épargne toujours plus haut en France
- Epargne retraite : un poids stable en 2023
- L'été gagnant de l'assurance vie

Économie

- La réindustrialisation est-elle un mirage ?
- Le Royaume-Uni : le prix du Brexit
- Europe : des excédents commerciaux pernicieux

Conjoncture

- France : une croissance confirmée à 0,3 % au deuxième trimestre
- L'inflation toujours au plus bas en France
- Confiance des ménages en baisse en France
- Création d'entreprises en hausse sur un an
- Le Canada sous le poids de la hausse des droits de douane américains

Horizons

- L'Europe et la fin des vacances
- L'inflation : le mal rôde-t-il encore ?
- Intelligence artificielle : de l'eldorado à la bulle

Graphiques

- Plus de 700 000 bénéficiaires du minimum vieillesse en France
- Création d'entreprises en hausse sur un an

Agenda économique et financier

Statistiques

LA CITATION DE LA SEMAINE

« L'estime de soi est inséparable de la sollicitude pour l'autre et de la justice pour chacun. »

Paul Ricoeur

L'ÉDITO

Dans l'œil du cyclone

La France replonge dans une crise politique qui pourrait, dès le 10 septembre, se doubler d'un blocage social. L'incapacité chronique du pays à régler ses problèmes financiers sur fond de croissance atone devient chaque jour plus visible. En cette rentrée, le nihilisme semble l'humeur dominante d'un peuple gagné par la défiance. Fragmentée, l'opinion hésite entre deux obsessions : d'un côté la lutte contre les inégalités et l'augmentation des impôts sur les « riches » ; de l'autre, la dénonciation de l'immigration, perçue comme la source de tous les maux. Plus qu'un simple désaccord, c'est une crise profonde d'altérité qui mine la Nation.

Latente depuis des décennies, cette crise plonge ses racines dans l'incapacité du pays à s'adapter aux mutations du monde. La tentation d'un retour en arrière idéalisé domine : hier, c'était mieux. Jamais à court de paradoxe, les Français consomment sans retenue des technologies qu'ils récusent dans le discours : le progrès, oui, mais à condition d'en effacer les conséquences. Dans le même temps, l'explosion de la dette publique — la plus lourde d'Europe en valeur absolue — illustre une démission collective : chaque difficulté a été confiée à l'État, devenu bâquille permanente de la société.

Les aides, prestations et subventions se sont accumulées sans jamais être remises en cause, y compris dans les périodes fastes. La responsabilité est partagée : une population nourrie d'égalitarisme forcené et des dirigeants succombant aux délices du populisme. Les Français ne peuvent pas ignorer que, dans leur grande majorité, ils profitent d'un système de protection sociale généreux. Le reste à charge pour les ménages en matière de santé est le plus faible d'Europe. Le niveau de vie des retraités y est un des plus élevés et la prise en charge des dépenses d'éducation parmi les plus importantes. Aux Etats-Unis, les étudiants sont obligés de s'endetter pour des années afin de financer leurs études. Le réseau de transports publics en France est l'un des plus développés de l'OCDE. Le parc d'HLM et les aides aux logements sont également enviés à l'étranger.

Malgré des atouts indéniables, la France s'enlise. La croissance disparaît, étouffée sous le poids des prélèvements, de la bureaucratie et d'une méfiance viscérale envers le progrès technique et les élites. Tandis que la productivité progresse aux États-Unis et au Canada, elle stagne, voire recule, chez nous. Faute de réallocation des ressources, la France se contente de consommer les technologies de l'information sans en produire. Un fossé se creuse de part et d'autre de l'Atlantique. L'intelligence artificielle n'est certes pas la solution miracle, mais elle alimente déjà une part substantielle de la croissance américaine.

La France, elle, a choisi l'attrition. L'argent y circule mal, figé dans des actifs stériles. La consommation est bridée, l'investissement productif insuffisant. Derrière le chiffre flatteur de créations d'entreprises se cache une réalité plus modeste : plus de 60 % sont des micro-activités à faible valeur ajoutée, souvent choisies par nécessité, pour compléter des revenus en berne. Le pays se fragilise, glissant lentement dans une forme de tiers-mondialisation économique et sociale.

La France n'est pas condamnée. Mais la porte de sortie de la spirale passe par une rupture essentiellement sur le terrain mental et collectif. La volonté de s'en sortir collectivement doit prendre le dessus sur l'individualisme et le repli sur soi qui caractérisent actuellement la société française.

Philippe Crevel

Une fin d'août maussade

Août est souvent difficile pour les marchés financiers, un mois qui annonce fréquemment les frimas de l'automne. Ce fut le cas en 2007 et en 2011. Jusqu'à la dernière semaine, les oiseaux de mauvais augure se sont trompés à propos du cru 2025, et ce malgré la hausse des droits de douane intervenue en début de mois. Les investisseurs avaient misé sur la baisse des taux directeurs de la FED pour continuer à arbitrer en faveur des actions. Mais, ces derniers jours, les marchés financiers ont dû composer avec plusieurs mauvaises nouvelles, notamment le recul du PIB au Canada, l'augmentation du nombre de demandeurs d'emploi en Allemagne, le retour des tensions politiques en France et la poursuite de la guerre, tant en Ukraine qu'à Gaza.

Avec le retour du risque politique en France, le CAC 40 a perdu 3 % cette semaine. En Europe, les autres grands indices ont également été orientés à la baisse, mais dans une moindre mesure. Les perspectives d'une chute du gouvernement avec une éventuelle dissolution de l'Assemblée nationale ont refroidi les ardeurs des investisseurs, notamment étrangers. L'absence de tout consensus sur l'assainissement des comptes publics pèse de plus en plus sur l'ambiance de la place de Paris. L'écart de taux entre la France et l'Allemagne s'est accru, atteignant en fin de semaine 0,8 point, contre 0,7 point avant l'annonce du Premier ministre François Bayrou de demander la confiance de l'Assemblée nationale le 8 septembre prochain.

En s'alignant parfaitement avec les anticipations du marché, les chiffres de l'inflation publiés ce vendredi aux États-Unis n'ont pas eu d'effet sur la tendance boursière. L'indice PCE des dépenses de consommation personnelle a augmenté de 0,2 % sur un mois et de 2,6 % sur un an, comme en juin. Le PCE core (hors alimentation et énergie), mesure de l'inflation la plus suivie par la Réserve fédérale, est en hausse de 0,3 % sur un mois et de 2,9 % sur un an, soit une accélération d'un dixième de point. Ces résultats n'indiquent pas un rebond violent des prix aux États-Unis mais une inflation progressive, prouvant que ce sont bien les Américains qui paient les droits de douane. Ces données signalent également que le retour à l'objectif de 2 % de la Réserve fédérale n'est pas d'actualité. La progression des revenus (+0,4 %) et des dépenses des particuliers (+0,5 %) renforce les signes récents de croissance résiliente au début du troisième trimestre. Malgré tout, les acteurs financiers pronostiquent toujours une légère baisse des taux directeurs de la FED pour le mois de septembre.

En Europe, l'inflation montre un profil moins agressif, tombant à 0,8 % en France (en données harmonisées), stable à 2,7 % en Espagne et à 1,7 % en Italie. Des chiffres un peu en dessous des attentes, mais qui ne s'éloignent pas de l'objectif de 2 % de la Banque centrale européenne. La situation en zone euro est marquée par des divergences de plus en plus nettes : la France, en proie à une nouvelle crise politique et à une dette publique en expansion, décroche avec une demande interne atone et un taux d'épargne en hausse constante, tandis que l'Espagne continue d'afficher la croissance la plus solide du continent. En Allemagne, l'inflation s'est accélérée, passant de 1,8 % à 2,1 % sur un an, contre 2 % pour la prévision médiane d'un sondage Bloomberg.

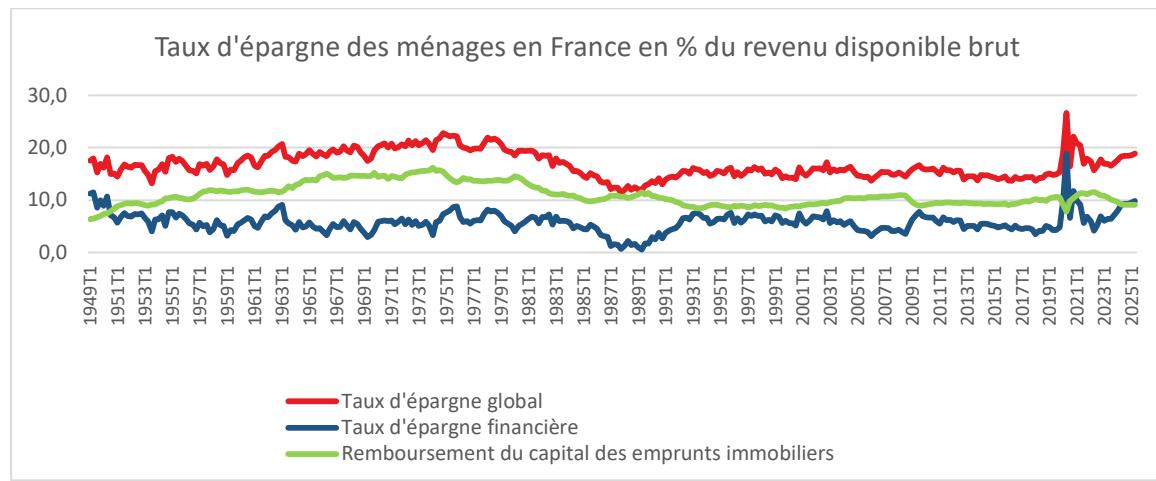
Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 29 août 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 31 déc. 2024
CAC 40	7 703,90	-2,99 %	7 543,18	7 380,74
Dow Jones	45 517,48	-0,26 %	37 689,54	42 544,22
S&P 500	6 460,27	-0,18 %	4 769,83	5 881,63
Nasdaq Composite	21 455,55	-0,20 %	15 011,35	19 310,79
Dax Xetra (Allemagne)	23 919,62	-1,47 %	16 751,64	19 909,14
Footsie 100 (Royaume-Uni)	9 197,45	-1,24 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	5 351,73	-2,32 %	4 518,28	4 895,98
Nikkei 225 (Japon)	42 718,47	-1,90 %	33 464,17	39 894,54
Shanghai Composite	3 857,93	+3,50 %	2 974,93	3 351,76
Taux OAT France à 10 ans	+3,513 %	+0,091 pt	+2,558 %	+3,194 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,724 %	+0,003 pt	+2,023 %	+2,362 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,226 %	-0,036 pt	+3,866 %	+4,528 %
Cours de l'euro/dollar	1,1701	+0,19 %	1,1060	1,0380
Cours de l'once d'or en dollars	3 447,32	+3,92 %	2 066,67	2 613,95
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	68,16	+0,41 %	77,13	74,30
Cours du Bitcoin en dollars	108 500,94	-7,24 %	38 252,54	93 776,61

Le taux d'épargne toujours plus haut en France

Au 2^e trimestre 2025, le taux d'épargne des ménages a atteint, selon l'INSEE (comptes nationaux), un niveau record de 18,9 % du revenu disponible brut. Il a augmenté de 0,3 point entre le premier et le deuxième trimestre. Le taux d'épargne financière est de son côté passé de 9,5 à 9,8 % du revenu disponible brut. Hors covid, il faut remonter au début des années 1980 pour avoir un taux aussi élevé. Depuis la crise sanitaire de 2020, les Français maintiennent un effort d'épargne important. Le taux d'épargne n'a jamais retrouvé son niveau d'avant covid (15 % du revenu disponible brut). La succession de crises (covid, guerre en Ukraine, vague inflationniste, conflit au Moyen Orient, situation politique en France) explique en grande partie cette propension à l'épargne qui s'effectue au détriment de la consommation. Les ménages diffèrent leurs dépenses importantes et épargnent les gains de pouvoir d'achat dont ils peuvent bénéficier. La dégradation des comptes publics constitue également un facteur propice à l'épargne, les ménages craignant une hausse des impôts ou un ralentissement de la croissance. D'autres facteurs peuvent contribuer à l'augmentation du taux d'épargne : le vieillissement de la population et le réinvestissement des revenus des produits d'épargne. Le retour de l'incertitude politique après l'annonce du Premier ministre, François Bayrou du 25 août dernier, ne devrait pas inciter les ménages à relâcher leur effort d'épargne. Certes, ceux-ci sont de plus en plus résilients compte tenu de la multiplication des crises, en revanche leur prudence s'inscrit dans la durée.

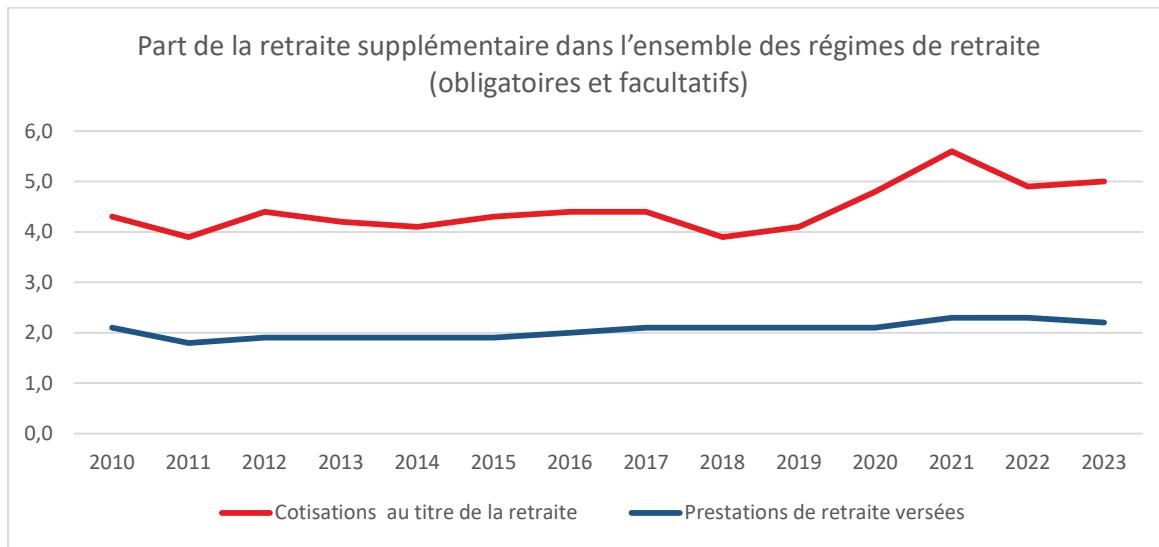
Au 2^e trimestre, le revenu disponible brut (RDB) des ménages en euros courants a augmenté de +0,3 % après +0,6 % au premier trimestre. Les prestations sociales ont augmenté de 0,7 % après +1,1 %. La masse salariale reçue par les ménages a progressé à un rythme proche de celui du trimestre précédent (+0,4 % après +0,3 %). Les impôts versés par les ménages ont connu une progression de +0,8 % après +3,5 % au premier trimestre. Dans le même temps, l'inflation est en recul. Les prix de la consommation des ménages se replient légèrement (-0,1 % après +0,5 %). Le pouvoir d'achat des ménages s'est accru de +0,4 % après +0,1 %. Mesuré par unité de consommation pour être ramené à un niveau individuel, le pouvoir d'achat augmente de +0,2 % après -0,1 %.



Cercle de l'Epargne -données INSEE

Epargne retraite : un poids stable en 2023

Selon la DREES, service statistique du ministère de la Santé, près de 20 millions de contrats d'épargne retraite à titre individuel ou collectif étaient détenus par les Français pour un encours de près de 282 milliards d'euros. Les cotisations de la retraite supplémentaire représentait 5 % de l'ensemble des cotisations de retraite quand les prestations représentaient 2,2 % du montant des pensions servies aux Français. Au sein des pays de l'OCDE, en moyenne, ce dernier ratio est de 15 %.



L'été gagnant de l'assurance vie

Au mois de juillet 2025, la collecte nette de l'assurance vie a atteint 4,1 milliards d'euros, soit deux fois plus qu'en 2024. Elle se situe largement au-dessus de sa moyenne décennale (2015/2024 : 1,4 milliard d'euros). Ce résultat témoigne du retour en force de l'assurance vie, à l'œuvre depuis le début de l'année. Après avoir atteint 5,2 milliards d'euros en juin, l'assurance vie démarre le second semestre sur les chapeaux de roue avec un résultat haut en couleur, le meilleur depuis 2010 pour un mois de juillet. En règle générale, le mois de juillet réussit assez bien à l'assurance vie, avec simplement deux décollectes (2023 : -809 millions d'euros et 2020 : -335 millions d'euros).

Une collecte nette positive pour les fonds en euros et pour les UC

La collecte nette est positive tant pour les unités de compte que pour les fonds en euros (+3,5 milliards d'euros pour les supports en UC, +0,7 milliard d'euros pour les supports en euros). Depuis le début de l'année, elle s'élève à +30,7 milliards d'euros, supérieure de +13,2 milliards d'euros à celle de 2024 sur la même période. Cette collecte nette est positive à hauteur de 3,5 milliards d'euros pour les fonds en euros et de 27,2 milliards d'euros pour les supports en UC.

Toujours une collecte brute forte

Dans un contexte toujours porteur pour l'épargne, les cotisations atteignent un niveau élevé. En juillet 2025, les cotisations en assurance vie se sont élevées à 17,9 milliards d'euros (en hausse de 10 % sur un an), leur plus haut niveau sur un mois. Cette hausse est portée tant par les fonds en euros (+9 % sur un an) que par les unités de compte (UC, +12 %). La part des cotisations en UC est de 41 % sur le mois de juillet et de 39 % depuis le début de l'année, supérieure à celle enregistrée sur l'ensemble de l'année 2024 (38 %).

Des prestations toujours en repli

Les prestations se sont élevées à 13,8 milliards d'euros, en baisse de -0,7 milliard d'euros en juillet 2025 par rapport à juillet 2024 (-5 %). Elles reculent sur les supports en euros (-9 %) et progressent sur les supports en UC (+7 %).

La collecte nette enregistrée en juillet 2025, à +4,1 milliards d'euros, représente plus du double de celle de juillet 2024 (+1,8 milliard d'euros).

L'encours atteint 2 057 milliards d'euros à fin juillet 2025, en hausse de +5 % sur un an, permettant à l'assurance vie de conforter sa place de premier placement des ménages en France.

L'assurance vie : le placement de l'année

Au deuxième trimestre, le taux d'épargne des ménages a atteint 18,9 % du revenu disponible brut, dont 9,8 points au titre de l'épargne financière. L'assurance vie est la grande gagnante de la propension des Français pour l'épargne. Elle bénéficie, en effet, d'un réel engouement depuis le début de l'année. Elle a gagné en attractivité avec la baisse du rendement de l'épargne réglementée et des dépôts à terme. Le rendement des fonds en euros est désormais supérieur à celui du Livret A, même après impôt. En outre, les assureurs proposent des taux bonifiés qui attirent les épargnants. La bonne tenue des marchés financiers au niveau mondial constitue un argument supplémentaire en faveur de l'assurance vie.

Avec la persistance des tensions géopolitiques et nationales, le taux d'épargne devrait rester élevé dans les prochains mois, ce qui devrait favoriser la collecte de l'assurance vie. Les ménages devraient rester prudents en ce qui concerne leurs projets immobiliers, ce qui diminuera les retraits. Enfin, la baisse du rendement de l'épargne réglementée et la politique monétaire de la Banque centrale européenne, plus accommodante, avantagent l'assurance vie. Les supports en euros pourront compter sur le maintien de taux longs élevés en raison des importants besoins de financement des États.

ÉCONOMIE

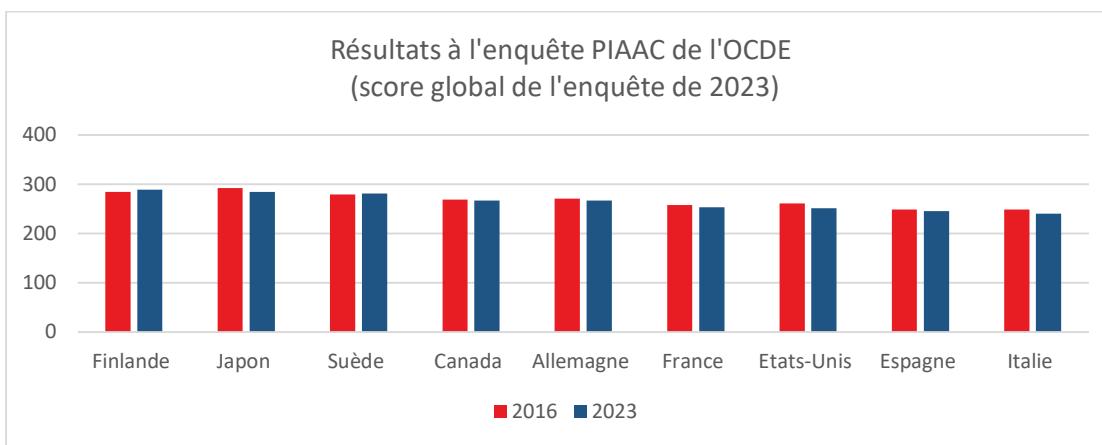
La réindustrialisation est-elle un mirage ?

Réindustrialiser est devenu le maître mot de nombreux politiques, de Donald Trump à Emmanuel Macron en passant par Friedrich Merz en Allemagne ou Lula da Silva au Brésil. Cette volonté de relocaliser des usines à tout prix n'est-elle pas un mirage, un slogan facile qui n'a pas de fondement économique. Les partisans de la réindustrialisation ne font-ils pas la même erreur que les physiocrates au XVIII^e siècle qui pensaient que seule l'agriculture créait des richesses.

Aux États-Unis comme dans la zone euro, la part de la valeur ajoutée manufacturière dans le PIB a fortement diminué ces trente dernières années. Depuis les années 1990, les importations de biens industriels ont augmenté rapidement passant, par exemple, pour la zone euro de 25 à 30 % du PIB. L'emploi industriel a, de son côté, fortement diminué. En 2024, il ne représentait plus que 14 % de l'emploi total au sein de la zone euro, contre plus de 16 % en 2010. Pour les Etats-Unis, les valeurs respectives sont 11 et 9 %. Ces données doivent être néanmoins relativisées. La demande de biens industriels au sein de l'OCDE est avant tout une demande de renouvellement et non de conquête. Par ailleurs, les ménages consomment de plus en plus de services et de moins en moins de biens industriels. Le marché se situe aujourd'hui au sein des pays émergents ou en développement. Il est donc assez logique que les centres de production se déplacent dans ces pays. Les pays de l'OCDE se sont, en contrepartie, spécialisés dans les domaines où ils disposaient d'avantages comparatifs, essentiellement dans les services et dans les technologies de pointe. La désindustrialisation souvent perçue comme subie est en grande partie une évolution logique du processus économique.

La question des compétences

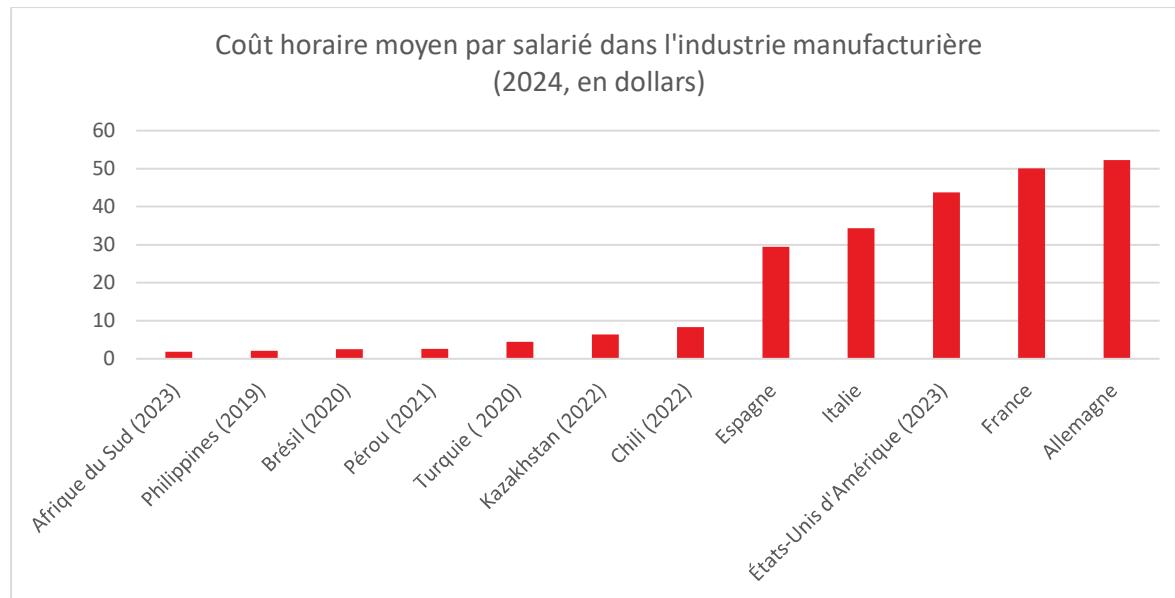
La spécialisation de l'économie des pays de l'OCDE dans le tertiaire n'est pas sans lien avec l'évolution des compétences. De moins en moins de jeunes entendent poursuivre des études scientifiques ou techniques. Cette faible appétence rend par ailleurs complexe la réindustrialisation souhaitée par certains. Celle-ci suppose au préalable un effort en matière de formation.



Cercle de l'Epargne – données OCDE

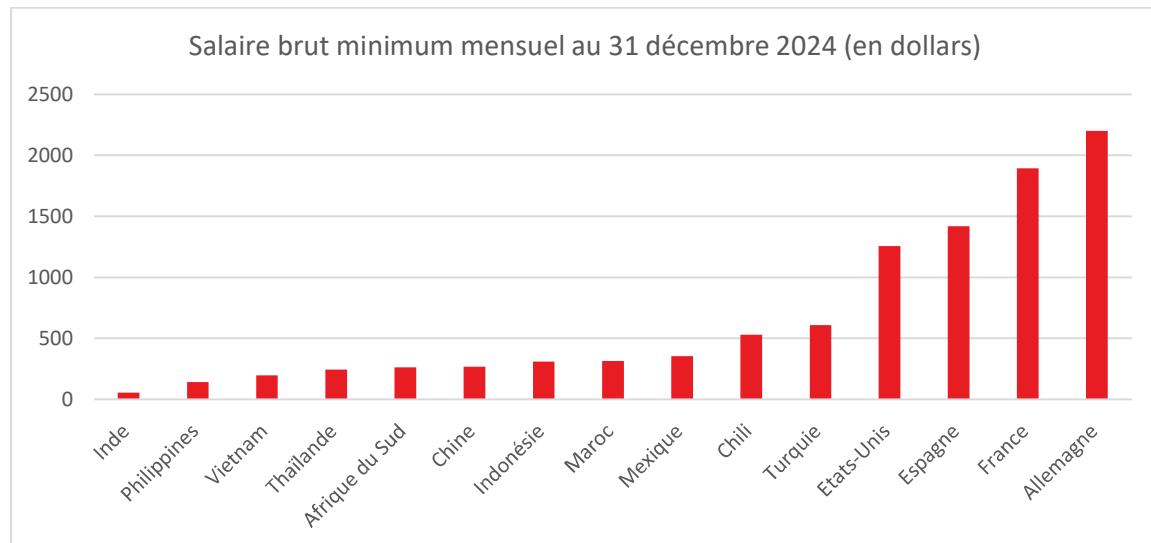
Les coûts, cœur de gravité des relocalisations

Les délocalisations obéissent à des logiques non seulement de marché mais aussi de coûts. Le rapport entre les pays émergents et les pays de l'OCDE est de 1 à 20. Toute relocalisation d'activités industrielles passe par une robotisation poussée sachant que, pour être rentable, la production doit être en partie exportée.



Cercle de l'Epargne – données OIT, LSEG Datastream

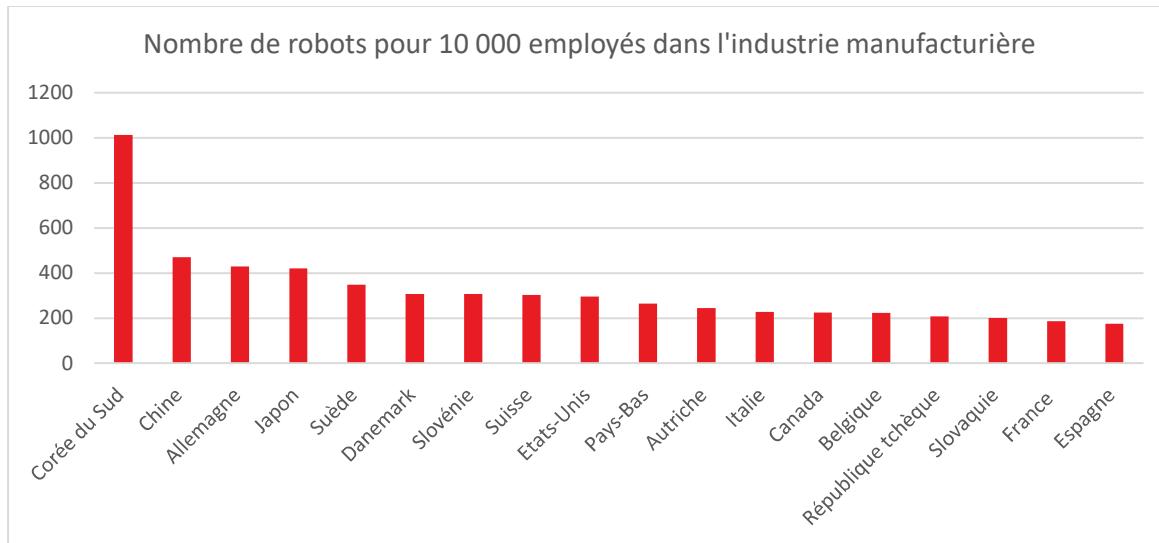
Le montant du salaire minimum traduit bien la difficulté de la réindustrialisation en Occident. Ce dernier est en France près de 10 fois plus élevé que celui du Vietnam. Le salaire minimum des Etats-Unis est trois fois plus élevé que celui du Mexique. Ces ratios ne condamnent pas la réindustrialisation. Ils imposent des process intensifs en capital et reposant sur peu d'emplois.



Cercle de l'Epargne – données OIT

Le défi de la robotisation

Sans robot, il n'y a pas d'avenir pour l'industrie en Occident. Or, certains pays dont la France ont accumulé un retard important en la matière. L'industrie de l'Espagne et de la France apparaissent, à cet égard, peu compétitives.



Cercle de l'Epargne – données World Robotics

La réindustrialisation ne sera pas le retour de l'industrie d'hier. Les relocalisations ne seront pas créatrices d'emplois industriels directs. En revanche, elles pourront générer des emplois périphériques (ingénierie de procédés, métrologie, maintenance prédictive, logiciels MES, cybersécurité OT). De nombreux emplois dans les services techniques amont/aval sont susceptibles de voir le jour. Avant de vouloir multiplier les nouvelles implantations, les Etats occidentaux devraient concentrer leurs efforts sur la formation et sur la montée en gamme de leur industrie, avec des objectifs en termes de robotisation et d'intégration de l'intelligence artificielle.

Le Royaume-Uni : le prix du Brexit

En 2016, les partisans du Brexit promettaient monts et merveilles aux électeurs. Or, aux promesses d'une souveraineté retrouvée a succédé l'évidence froide des statistiques économiques. Autrefois en tête des classements de la croissance au sein de l'OCDE, le Royaume-Uni est à la peine depuis plusieurs années. Dans les années 2000 et 2010, il enregistrait une croissance de 2,8 % par an, celle-ci n'a été que de 0,4 % en 2023, de 1,1 % en 2024, et les organismes internationaux — OCDE, FMI — ne prévoient pas plus de 1,1 à 1,3 % pour 2025. En vingt ans, l'économie britannique a vu son potentiel s'éroder, victime de chocs externes (crise financière, pandémie) mais aussi de choix internes (Brexit, politiques budgétaires hasardeuses). Le ralentissement apparaît de plus en plus structurel.

L'investissement qui s'évapore : un capital absent, une productivité en berne

De 2016 à 2024, le taux d'investissement des entreprises britanniques est passé de 11 à 9 % du PIB. De son côté, la productivité par tête stagne depuis 2021. Or, dans une économie avancée, la productivité est la clef de voûte de la croissance à long terme. Sans investissement, sans innovation, sans efforts soutenus en R&D, l'économie se condamne au déclin. La production manufacturière a baissé ainsi bien plus vite au Royaume-Uni que dans les pays de l'Union européenne, -17 % depuis 2021. Elle traduit une désindustrialisation accélérée, plus violente que dans la zone euro. Le Brexit a conduit les entreprises à réduire fortement leurs investissements et à se détourner du Royaume-Uni au profit du Continent ou des Etats-Unis pour leurs décisions d'implantation.

Des capitaux toujours mais sous forme de placements financiers

Le montant des investissements directs étrangers au Royaume-Uni n'a pas été affecté par le Brexit. Il se situe toujours en rythme annuel à 5 % du PIB. On aurait pu penser que le Brexit provoquerait une fuite des capitaux. Par sa place financière, Londres reste attractive mais ces capitaux nourrissent surtout la sphère financière et non l'économie réelle. Ce sont les hedge funds et l'immobilier haut de gamme qui profitent de ce flux de capitaux. Le Royaume-Uni continue à attirer l'argent, mais est incapable à transformer cette manne en productivité durable.

Une immigration toujours présente mais transformée

Le référendum sur le Brexit s'est joué en partie sur la question de l'immigration. Or, près de dix ans plus tard, cette question demeure toujours en suspens. En revanche, la nature de l'immigration a profondément changé. Les Européens qui constituaient un apport important pour l'économie britannique avant 2016 ont été remplacé depuis par des Asiatiques et des Africains.

Le Royaume-Uni perd une main-d'œuvre déjà insérée dans les chaînes productives européennes, et doit intégrer de nouveaux arrivants dont la qualification moyenne est plus hétérogène. Il en résulte des tensions accrues, des désorganisations locales et des coûts d'adaptation pour les entreprises. Dans une économie où le taux de chômage est bas, cette recomposition démographique contribue à alimenter la hausse rapide des salaires de l'ordre de 6-7 % par an, sans que la productivité ne suive. Ce déséquilibre structurel alimente une inflation persistante nuisant à la compétitivité du pays.

Une inflation persistante

L'inflation sous-jacente britannique reste supérieure à celle de la zone euro. Elle est nourrie par la hausse salariale, l'énergie importée, la désorganisation des chaînes commerciales post-Brexit. La Banque d'Angleterre a été contrainte de réagir en maintenant des taux courts plus élevés que dans la zone euro. Depuis 2023, le rendement des emprunts d'Etat à 10 ans est, par ailleurs, supérieur au rythme de croissance, ce qui signifie que l'endettement public devient plus coûteux que la richesse produite. Le Royaume dispose de peu de marges de manœuvre en la matière. L'épisode Liz Truss de septembre 2022 a marqué les esprits. La tentative de baisses massives

d'impôts financées par la dette a provoqué une brusque montée des taux et une dépréciation de la livre sterling. Malgré la démission de la Première ministre et l'annulation de ces mesures, ces dernières ont laissé des traces, les investisseurs exigeant une prime de risque plus élevée.

Une épargne des ménages signe d'une méfiance des ménages

Le taux d'épargne des ménages anglais demeure à des niveaux élevés depuis 2021 en dépassant 20 % du revenu disponible. Si l'épargne permet le financement de l'investissement, elle traduit également la défiance des ménages britanniques par rapport à la situation économique du pays. Comme le Japon voire la France, ces derniers renoncent à consommer par peur de l'avenir.

La balance commerciale : un déséquilibre comme un aveu d'une faiblesse structurelle

Depuis 2021, la balance commerciale des biens du Royaume-Uni s'est profondément dégradée, le déficit atteignant régulièrement 60 à 80 milliards de livres par trimestre. Certes, les services — financiers en tête — conservent un excédent permettant en partie de compenser ce déficit. Les importations progressent, les exportations stagnent, que ce soit vers l'Union européenne ou vers le reste du monde. Le Brexit a détruit une partie de la fluidité commerciale avec l'Union européenne, premier partenaire historique. Londres a espéré pouvoir diversifier ces débouchés économiques mais pour le moment les résultats ne sont pas à la hauteur des espérances. À long terme, ce déséquilibre signifie une dépendance aux financements extérieurs et vulnérabilité face aux chocs de change.

Près de 10 ans après le Brexit, le Royaume-Uni paie plusieurs fautes stratégiques, un sous-investissement chronique qui étrangle la productivité, un marché du travail déstabilisé par une immigration mal recalibrée, une inflation nourrie par les salaires et étouffée par les taux, une consommation bridée par la peur et l'épargne ainsi qu'une balance commerciale durablement déficitaire. Le Brexit fut l'acte symbolique du décrochage britannique, la sortie d'un grand marché industriel pour se retrouver isolé, dépendant de flux financiers mondiaux. La croissance britannique risque de rester faible, autour de 1 % dans les prochaines années, incapable de financer à la fois le système de protection sociale, l'investissement et la transition énergétique. Mais si Londres réarme sa productivité — en investissant, en formant, en réindustrialisant — alors le Royaume-Uni peut redevenir ce qu'il fut : un laboratoire économique capable d'innover et d'exporter.

Europe : des excédents commerciaux pernicieux

L'Union européenne est riche grâce à son important excédent extérieur mais les 300 à 400 milliards d'euros de ressources tirées de l'extérieur bénéficient, comble d'ironie, non pas aux Européens mais en grande partie aux Américains. Pendant ce temps, les besoins de financement sont en constante augmentation : 800 milliards d'euros par an pour la transition énergétique et numérique selon le rapport Draghi, auxquels s'ajoutent près de 250 milliards pour porter la défense européenne de 1,9 % à 3 % du PIB.

L'excédent courant, une force miroir des faiblesses européennes

L'Union européenne affiche un excédent extérieur quasi permanent depuis la crise financière de 2008. En 2024, cet excédent a dépassé 300 milliards d'euros, soit plus de 2 % du PIB. De leur côté, les États-Unis enregistrent un déficit courant proche de 3 % du PIB. L'Europe n'investit pas mais épargne au profit des autres. Les Etats-Unis, de leur côté, jouent à la cigale en consommant plus qu'ils ne produisent, mais attire les capitaux mondiaux grâce à la puissance de ses marchés financiers et de son secteur technologique. L'Europe risque l'attrition quand les Etats-Unis transforment les capitaux en innovation et en croissance. Les Etats européens immobilisent leur épargne dans des actifs étrangers, au prix d'une croissance moindre. Ils deviennent des rentiers mais au fur et à mesure, l'excédent commercial risque de disparaître par manque de compétitivité. Le retour du protectionnisme menace ce modèle, sacrifiant sa propre dynamique.

Des besoins de financement insatisfaits

Le rapport Draghi a évalué les besoins de financement des Etats européens à 800 milliards d'euros par an, soit 4,4 % du PIB. C'est le prix pour la transition énergétique (renouvelables, réseaux électriques, stockage) et la digitalisation de l'économie numérique (cloud, IA, cybersécurité). Il faut ajouter l'équivalent de plus de 1 % de PIB pour remettre à niveau la défense européenne. Au total, 1 000 à 1 100 milliards d'euros par an sont nécessaires. Or, l'épargne qui fuit chaque année vers l'étranger, représente 400 milliards d'euros, l'équivalent de 60 % de l'effort requis.

Une Europe en manque d'attractivité pour l'épargne

L'épargne européenne s'investit à l'étranger car le marché financier y est segmenté et manque cruellement de profondeur. La dette publique américaine représente 40 000 milliards de dollars contre 3 500 milliards d'euros pour la France, 3000 milliards d'euros pour l'Italie et 2800 milliards d'euros pour l'Allemagne.

Chaque pays européen est un marché partiel, liquide à sa façon, mais aucun ne rivalise avec celui des Treasuries américains. Pour un investisseur institutionnel, Wall Street offre une gamme sans comparaison de produits avec des possibilités d'achat-ventes instantanés, des spreads minimes et une forte sécurité juridique. L'Union des marchés de capitaux reste un serpent de mer. Multiplicité des régulateurs, des droits de la faillite, des fiscalités : investir en Europe revient à franchir une frontière juridique à chaque pays. Aux États-Unis, un seul droit, une seule SEC (Securities and Exchange Commission), une seule profondeur de marché.

Même si aujourd'hui une large partie de la population européenne y est opposée, l'Union aurait intérêt à s'engager rapidement sur la voie d'un réel fédéralisme en matière financière. Un marché européen fédéral de la dette avec des euro-obligations mutualisées permettrait une mobilisation de l'épargne intracommunautaire. Cette idée, déjà rejetée lors de la crise de la zone euro, reste taboue politiquement.

Un mode de financement de l'économie inadapté

Aux Etats-Unis, les entreprises se financent essentiellement par le marché quand, en Europe, elles recourent aux crédits bancaires. La capitalisation américaine (S&P 1500) dépasse les 65 000 milliards de dollars, contre à peine 15 000 milliards pour l'Europe.

Le PER, ratio cours de l'action sur dividendes, est presque deux fois plus élevé aux États-Unis qu'en Europe témoignant de l'attractivité de Wall Street. Les entreprises américaines rémunèrent mieux les actionnaires que leurs concurrentes européennes. Le ROE (Return On Equity, mesure la capacité d'une entreprise à générer un bénéfice à partir des fonds investis par ses actionnaires) des entreprises américaines tourne autour de 12–14 %, contre 6–8 % pour les européennes. Cet écart structurel reflète deux réalités. Aux États-Unis, la productivité progresse plus vite que les salaires, augmentant ainsi les marges. En Europe, les salaires absorbent une part plus importante des gains de productivité, réduisant par voie de conséquence les profits. Par ailleurs, depuis le début du siècle, la productivité par tête s'est accrue de plus de 40 % aux Etats-Unis, contre 10 % en zone euro.

Les Etats-Unis se sont spécialisés dans les secteurs à forte intensité technologique grâce à une forte croissance du capital risque. En 2024, ils ont levé 250 milliards de dollars en capital-risque contre 22 milliards d'euros pour la zone euro. Le poids du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) représente 7 % du PIB américain, contre 4–5 % en Allemagne et en France. L'investissement en TIC pèse près de 4 % du PIB américain, contre 2,5 % en zone euro. .

Les trois scenarii pour l'avenir de l'Europe

Premier scénario, celui du statu quo : l'Europe continue d'exporter son épargne, finance la croissance américaine, reste dépendante de capitaux étrangers pour ses propres besoins avec un risque non négligeable d'étiollement. Deuxième scénario, celui de la réforme profonde : création d'euro-obligations, union des marchés de capitaux, développement massif du capital-risque, soutien public aux technologies de rupture. Pour cela, un consensus au niveau des dirigeants et de la population doit être trouvé, ce qui en l'état de la situation est improbable. Une crise majeure pourrait néanmoins provoquer un changement d'état d'esprit. L'Europe n'avance que par secousse ! Enfin, troisième scénario, la solution hybride : l'Europe conserve ses excédents qui financent en partie les Etats-Unis. La mise en place d'outils au niveau de l'Union et les progrès réalisés dans l'unification des marchés permettent une meilleure allocation de l'épargne. Cette solution est celle des petits pas.

CONJONCTURE

France : une croissance confirmée à 0,3 % au deuxième trimestre

L'INSEE a confirmé que le produit intérieur brut (PIB) en volume a augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre après +0,1 % au trimestre précédent. Cette croissance s'est accompagnée d'une amélioration du pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages par unité de consommation (+0,2 % après -0,1 %).

De son côté, le taux de marge des sociétés non financières (SNF) a baissé pour le troisième trimestre consécutif. Il s'élevait à 30,7 % de leur valeur ajoutée, après 31,4 % au premier trimestre 2025.

Au cours du deuxième trimestre, la consommation des ménages est restée stable après avoir baissé de 0,3 % au premier trimestre. Le fort recul des dépenses en énergie (-2,4 % après +0,8 %) a été compensé par le rebond des dépenses en produits alimentaires (+1,6 % après -1,1 %) et en services d'hébergement-restauration (+2,3 % après -0,4 %). La formation brute de capital fixe (FBCF) diminue légèrement de nouveau ce trimestre (-0,1 % après -0,1 %), pénalisée par la poursuite de la baisse de la FBCF en construction (-0,4 % après -1,0 %) et par le repli de la FBCF en matériels de transport (-2,0 % après +0,8 %). À l'inverse, la nouvelle hausse de la FBCF en services aux entreprises (+1,2 % après +1,4 %) modère la baisse de l'investissement. Les dépenses de consommation des administrations publiques augmentent un peu plus vite qu'au trimestre précédent (+0,4 % après +0,2 %). Au total, la demande intérieure finale hors stocks contribue légèrement à la croissance du PIB ce trimestre (+0,1 point après -0,1 point).

Les exportations ont connu une hausse au deuxième trimestre (+0,5 % après -1,2 %), soutenues notamment par la forte hausse des exportations de produits pharmaceutiques. Les importations accélèrent nettement au deuxième trimestre (+1,3 % après +0,4 %). Elles sont portées par une forte hausse des importations de produits pharmaceutiques et par le rebond des importations de matériels de transport (+7,0 % après -5,1 %) et de raffinage. Au total, la contribution du commerce extérieur à l'évolution du PIB demeure négative au deuxième trimestre 2025 (-0,3 point après -0,5 point).

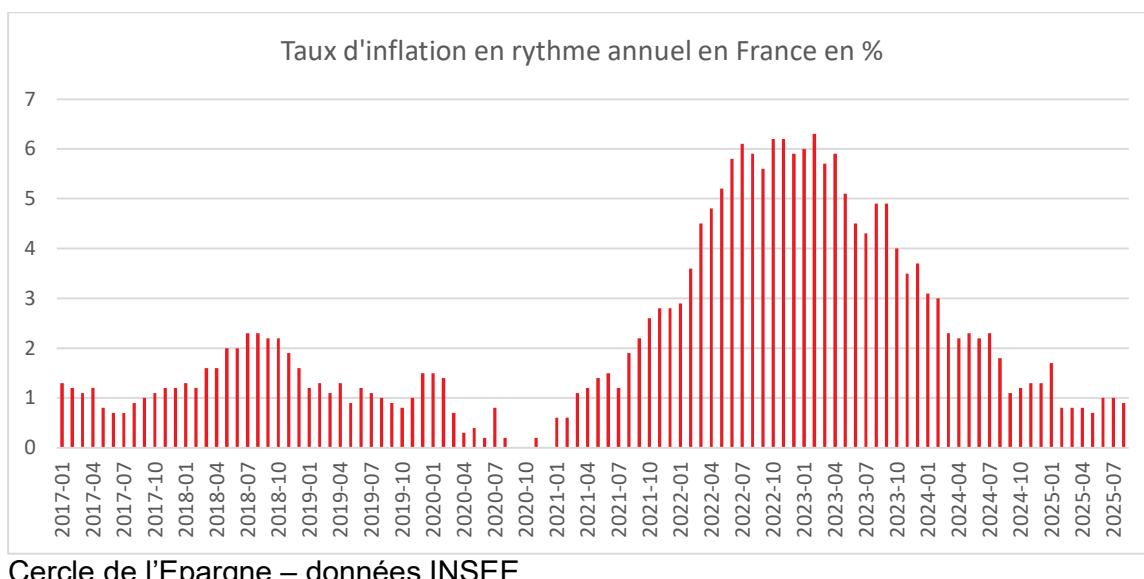
La contribution des variations de stocks à l'évolution du PIB est de nouveau nettement positive ce trimestre (+0,5 point après +0,7 point au trimestre précédent). Cette contribution provient des matériels de transport, en particulier de l'aéronautique et, dans une moindre mesure, de l'automobile.

L'inflation toujours au plus bas en France

Sur un an, selon l'estimation provisoire réalisée en fin de mois par l'INSEE, les prix à la consommation en France augmenteraient de 0,9 % en août, après +1,0 % en juillet. Cette légère baisse de l'inflation s'expliquerait par le ralentissement des prix des services, notamment ceux des transports. Les prix de l'énergie diminueraient à un rythme moins soutenu qu'au mois précédent, tirés par ceux des produits pétroliers. Les prix de l'alimentation et du tabac seraient en hausse au même rythme qu'en juillet, et ceux des produits manufacturés diminueraient à un rythme très légèrement plus soutenu qu'au mois précédent.

Sur un mois, les prix à la consommation augmenteraient de 0,4 % en août 2025, après +0,2 % en juillet. Cette nouvelle augmentation des prix s'expliquerait en particulier par la hausse saisonnière des prix des produits manufacturés après les soldes d'été, notamment ceux de l'habillement. Les prix des services et de l'alimentation augmenteraient légèrement par rapport au mois de juillet. À l'inverse, les prix de l'énergie se replieraient légèrement sur un mois, tirés par ceux des produits pétroliers.

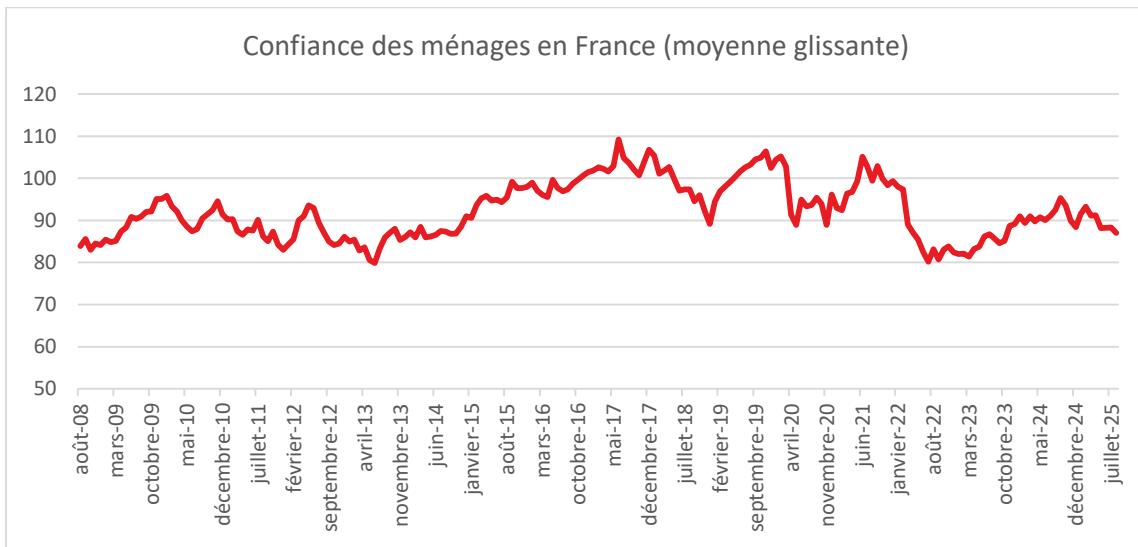
Sur un an, l'indice des prix à la consommation harmonisé augmenterait de 0,8 % en août 2025, après +0,9 % en juillet. Sur un mois, il augmenterait de 0,5 %, après +0,3 % le mois précédent.



Cercle de l'Epargne – données INSEE

Confiance des ménages en baisse en France

En août, la confiance des ménages recule, légèrement, après trois mois de stabilité, selon l'INSEE. À 87, l'indicateur qui la synthétise diminue d'un point et atteint son plus bas niveau depuis octobre 2023. Il demeure au-dessous de sa moyenne de longue période (100 entre janvier 1987 et décembre 2024). Les Français demeurent inquiets en ce qui concerne l'avenir. Les derniers événements politiques ne devraient pas changer leur état d'esprit en cette rentrée 2025.



Cercle de l'Epargne – données INSEE

En août, l'opinion des ménages concernant leur situation financière personnelle future se dégrade. Après trois mois de stabilité, le solde d'opinion associé perd deux points, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2023. Il s'écarte encore de sa moyenne de longue période. Celui relatif à leur situation financière passée gagne un point et atteint sa moyenne de longue période.

La proportion de ménages estimant qu'il est opportun, dans la situation économique actuelle, de faire des achats importants est quasi stable. Le solde correspondant reste bien au-dessous de sa moyenne de longue période. La proportion de ménages estimant qu'il est opportun d'épargner se replie nettement. Le solde d'opinion correspondant perd sept points mais demeure bien au-dessus de sa moyenne de longue période. L'opinion des ménages concernant leur capacité d'épargne, actuelle comme future, est quasi stable. Les soldes d'opinion associés perdent chacun un point mais demeurent au-dessus de leur moyenne de longue période

En août, l'opinion des ménages sur le niveau de vie en France, passé et futur, diminue de nouveau. Le solde d'opinion relatif au niveau de vie futur perd deux points, atteignant son plus bas niveau depuis mars 2023 ; celui concernant le niveau de vie passé en perd trois. Ces deux soldes restent bien au-dessous de leur moyenne de longue période.

En août 2025, les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage augmentent.

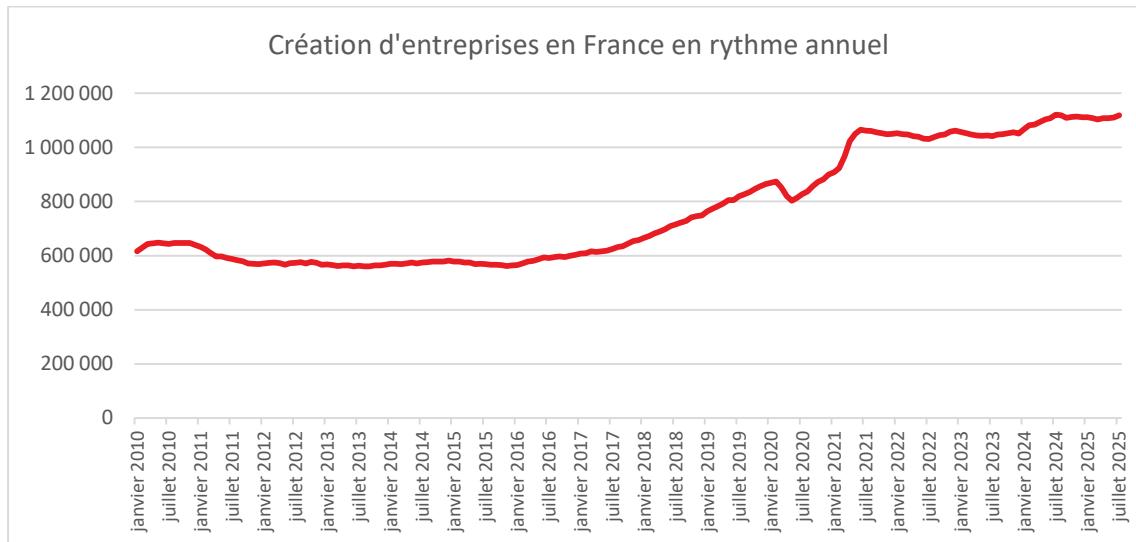
La part des ménages qui considèrent que les prix vont accélérer au cours des douze prochains mois augmente de nouveau. Le solde d'opinion associé gagne cinq points et atteint son plus haut niveau depuis mars 2023. Il se situe au-dessus de sa moyenne de longue période. La part des ménages estimant que les prix ont fortement augmenté au cours des douze derniers mois est, en revanche, en baisse. Le solde associé perd trois points et se rapproche de sa moyenne de longue période.

Création d'entreprises en hausse sur un an

En données brutes, le nombre cumulé d'entreprises créées de mai 2025 à juillet 2025 a, selon l'INSEE, augmenté de 4,2 % par rapport à la même période un an auparavant. Les immatriculations de micro-entrepreneurs augmentent (+4,7 %), de même que les créations de sociétés (+4,2 %), et les créations d'entreprises individuelles classiques croissent plus modérément (+1,0 %). Sur cette période, le secteur qui contribue le plus à la hausse est celui du commerce incluant la réparation d'automobiles et motocycles (+6 300 créations par rapport à la même période un an auparavant, soit une contribution* de +2,3 points). Au sein de ce secteur, les créations augmentent particulièrement pour la « vente à distance sur catalogue spécialisé » (+2 900 créations par rapport à la même période un an auparavant). À l'inverse, le secteur de la construction contribue le plus à la baisse des créations d'entreprises par rapport à la même période un an auparavant (-1 100 créations, soit une contribution de -0,4 point).

En données brutes, le nombre total d'entreprises créées au cours des douze derniers mois (août 2024 à juillet 2025) est quasi stable (-0,2 %) en glissement annuel. Les créations d'entreprises individuelles classiques chutent (-12,1 %), tandis que les immatriculations de micro-entrepreneurs augmentent (+0,9 %), tout comme les créations de sociétés (+1,9 %).

Tous types d'entreprises confondus et en données corrigées des variations saisonnières et des effets des jours ouvrables, le nombre total de créations d'entreprises continue d'augmenter en juillet 2025, bien que moins rapidement qu'au mois précédent (+0,7 % après +3,0 % en juin). Il atteint ainsi un nouveau maximum historique de 99 600 créations. Les immatriculations de micro-entrepreneurs ralentissent (+1,1 % après +3,9 %) tout comme les créations de sociétés (+0,4 % après +1,5 %), tandis que les créations d'entreprises individuelles classiques se replient (-1,4 % après +0,9 %).



Cercle de l'Epargne – données INSEE

La Canada sous le poids de la hausse des droits de douane américains

Après sept trimestres de croissance, le Canada a enregistré la première contraction de son produit intérieur brut depuis 2023. Selon Statistique Canada, le PIB a, en effet reculé de 1,6 % en rythme annualisé au deuxième trimestre, après une hausse révisée à 2 % au premier. Sur les six premiers mois de l'année, la croissance annualisée n'est plus que 0,4 %. Les exportations ont chuté de 7,5 % au deuxième trimestre, leur plus forte baisse en cinq ans. Celle-ci est en partie liée aux importants achats qui avaient été réalisés avant la hausse des droits. Les importateurs américains s'étaient protégés de l'augmentation du tarif douanier en anticipant leurs commandes et en grossissant leurs stocks. L'effet est néanmoins rude pour l'économie canadienne pour laquelle les échanges avec les Etats-Unis représentent un quart du PIB du pays.

En revanche, la demande intérieure a bien résisté en progressant de 3,5 % au deuxième trimestre, alors qu'elle avait reculé au premier. La consommation des ménages a augmenté de 4,5 %, les investissements résidentiels de 6,3 % et les dépenses publiques de 5,1 %. Des hausses qui ont amorti le choc extérieur.

Les Canadiens se sont montrés résilients et ont continué à consommer et à investir, comme si de rien n'était. Le marché de l'habitation, en recul depuis plusieurs trimestres, a même connu un rebond. Selon Statistique Canada, les dépenses en machines et équipements ont néanmoins diminué de 0,6 %, leur première baisse depuis la pandémie de 2020, ce qui traduit une prudence persistante des entreprises face aux perspectives.

Le secteur le plus touché est l'automobile. Les véhicules et pièces, qui pèsent plus de 15 % des ventes canadiennes vers les Etats-Unis, ont enregistré des mauvais résultats. L'acier et le bois d'œuvre, déjà sous tension depuis plusieurs années, ont aussi souffert à l'exportation tout comme les produits énergétiques, sensibles aux fluctuations de la demande américaine.

Malgré la multiplication des accords de libre-échange, notamment avec l'Europe (Ceta), le Canada reste dépendant des Etats-Unis en raison de la proximité géographique et de l'intégration des chaînes de valeur. L'Europe et le Canada auraient tout à gagner à approfondir leur relation commerciale...

L'Europe et la fin des vacances

Deux semaines de vacances estivales constituent une anomalie de part et d'autre de l'Atlantique, mais pour des raisons diamétralement opposées. À Wall Street comme dans la Silicon Valley, s'octroyer quinze jours consécutifs de farniente équivaut presque à renoncer à toute ambition professionnelle. À Stockholm, Rome ou Paris, la méfiance est d'un autre ordre : deux semaines seulement, cela signifie une dangereuse dépendance au travail. C'est jugé, sur le plan mental, comme préoccupant. En Europe, le droit à la déconnexion est de mise. Aux États-Unis, les messages automatiques des messageries invitent l'expéditeur à patienter quelques heures, le temps que le destinataire sorte brièvement de sa torpeur balnéaire pour répondre. En Europe, le message prie poliment l'émetteur d'attendre la rentrée pour convenir d'un rendez-vous. Cette rentrée intervient aux États-Unis dès le mois d'août, quand en Europe il faut attendre que les enfants aient repris l'école et que les achats scolaires aient été réalisés par les parents. Dans les faits, la véritable rentrée professionnelle s'effectue après le 8 septembre...

L'Europe cultive son style de vie : meilleure alimentation, espérance de vie plus longue que celle des Américains. Mais le continent est aujourd'hui gagné par l'anxiété. Les crises politiques se multiplient dans de nombreux États, dont la France. Le déclin économique, sur fond de déficits publics et de dettes, devient de plus en plus prégnant. Les tensions géopolitiques croissantes ont dévoilé la faiblesse militaire de l'Europe. Faute de moyens financiers et de véritable volonté politique, lors du sommet de l'OTAN de juin dernier, les dirigeants européens ont fait allégeance, une fois de plus, au président américain, sous l'œil embarrassé d'un secrétaire général néerlandais. En juillet, le sommet marquant le 50e anniversaire des relations diplomatiques entre l'Union européenne et la Chine s'est tenu à Pékin, Xi Jinping ayant signifié sans détour qu'il ne viendrait pas à Bruxelles, marquant ainsi une forme de dédain à l'égard des Européens. À Gaza, la guerre se poursuit malgré les protestations des chancelleries européennes. Celles-ci ont également dû avaler les diktats américains en matière de commerce. Le 15 août, Donald Trump a reçu Vladimir Poutine en Alaska pour discuter de l'Ukraine. Les Européens, eux, n'ont eu droit qu'à un débriefing à Washington.

L'Europe est menacée sur tous les fronts : économique, géopolitique, militaire. L'idée selon laquelle le continent doit reconquérir une part « d'autonomie stratégique » est de plus en plus partagée, mais reprendre son destin en main exige un effort soutenu en matière de défense, de recherche, de formation, d'innovation. Dans ce contexte, l'Europe peut-elle conserver son modèle social, qui repose sur le temps libre et sur un fort volant de protection sociale ? Aujourd'hui, aucun Européen, et en premier lieu les Français, ne souhaite sacrifier son mode de vie.

Vu de l'extérieur, l'Europe est devenue un continent indolent. Dans la quasi-totalité des pays européens, l'employé malade peut suspendre ses congés, garantissant que les jours d'arrêt ne le privent pas de vacances. Les Européens travaillent moins d'heures par semaine que la plupart des habitants de la planète, que ce soit par contrainte légale ou par goût pour le temps partiel (près d'un tiers d'entre eux travaillent moins de 35 heures, un record mondial). Ils travaillent aussi moins de semaines par an, en raison non seulement des congés d'été, mais aussi des congés parentaux – jusqu'à 480 jours

en Suède. L'Allemand moyen prend 15 jours d'arrêt maladie par an, le Français 21 jours. Les Européens travaillent moins d'années au cours de leur vie active, tout en vivant plus longtemps. Un Français passe en moyenne 23 années à la retraite, soit plus de cinq ans de plus qu'un Japonais ou un Américain.

Les Européens achètent en quelque sorte du temps libre, plutôt que de sacrifier encore des heures pour acquérir davantage de biens et de services. Pour autant, les Européens estiment que leur niveau de vie n'est pas à la hauteur de leurs aspirations. Les finances publiques européennes sont sous tension, d'autant plus que le vieillissement démographique s'accélère. Les engagements militaires pris en juin constituent un dilemme : faut-il choisir entre les canons et les pensions de retraite ?

Or, l'Europe n'aurait peut-être pas à choisir entre la défense et les dépenses sociales si elle avait le même taux de croissance que les États-Unis. Cela est-il envisageable sans travailler plus ? Friedrich Merz, le chancelier allemand, a prévenu que la « conciliation entre vie professionnelle et vie privée » et les semaines de quatre jours faisaient obstacle à la prospérité nationale. Depuis vingt ans, tous les dirigeants politiques qui ont exhorté à travailler davantage ont été remerciés. Le projet visant à supprimer deux jours fériés en France est rejeté par plus de quatre Français sur cinq, et est, en partie, à l'origine de la crise politique qui a débuté le 25 août dernier.

Jusqu'aux années 1960, les Européens travaillaient davantage que les Américains, et comptaient un peu plus sur l'échiquier mondial. Ce n'était pas un hasard. S'ils veulent retrouver leur place à la table des grandes puissances, les Européens pourront-ils longtemps ignorer cette réalité ?

L'inflation : le mal rôde-t-il encore ?

L'expression yiddish « farshlepteh krenk » désigne une maladie qui refuse obstinément de s'éteindre. Si le rythme de la hausse des prix a ralenti depuis 2022, lorsqu'il avait culminé à 11 % au sein de l'OCDE, son plus haut niveau depuis les années 1970, l'inflation demeure néanmoins tapie au sein des économies. Certes, d'un point de vue statistique, la situation est revenue à la normale. En juin 2025, l'inflation moyenne au sein du G7 ne s'élevait plus qu'à 2,5 %, à peine au-dessus de l'objectif de la plupart des banques centrales.

Pour apprécier la réalité de l'inflation, des indicateurs plus fins doivent être examinés : l'inflation sous-jacente, les coûts salariaux unitaires, la dispersion des prix, les anticipations d'inflation ou encore le comportement de recherche sur Google. Il n'est pas intéressant, également, d'observer l'évolution de certains actifs comme l'or, le bitcoin, les actions ou l'immobilier.

Un clivage géographique

Les résultats révèlent une fracture nette. Les pays de l'Union européenne et d'Asie se distinguent positivement. La France fait même figure d'exemple, avec une hausse des prix désormais inférieure à 1 %. Cette modération est avant tout la conséquence de la décrue des prix de l'énergie et d'une demande intérieure atone. Les ménages ont tendance, en Europe, à privilégier l'épargne à la consommation.

Dans le monde anglophone, en revanche, l'inflation conserve un caractère chronique. Le Royaume-Uni obtient le plus mauvais score. Sur un an, jusqu'au deuxième trimestre 2025, les prix « sous-jacents » — c'est-à-dire hors énergie et alimentation — y ont progressé de 4,3 %. Plus des trois quarts des biens et services consommés par les Britanniques ont vu leur prix croître de plus de 2 %, une dispersion exceptionnellement forte. Le Royaume-Uni paie toujours le Brexit, qui a provoqué des ruptures d'approvisionnement et entraîné une hausse des droits de douane sur les produits importés.

En matière de hausse des prix, l'Australie n'est pas loin derrière. Au premier trimestre, le coût du travail par unité produite y était supérieur de près de 5 % à son niveau d'un an auparavant. Malgré une conjoncture moins vigoureuse que celle de son voisin du Sud, le Canada est confronté à une hausse des prix plus marquée que par le passé.

Les États-Unis, de leur côté, sont menacés par une poussée significative des prix, sachant que depuis l'épidémie de Covid celle-ci a été particulièrement forte. La réduction de l'immigration et la majoration des droits de douane devraient se faire ressentir fortement dans les prochains mois. Preuve d'une inquiétude croissante, les Américains multiplient leurs recherches sur Google au sujet de l'inflation et des prix des produits. Ils s'attendent à une hausse des prix de 5,5 % au cours de l'année à venir, un niveau supérieur à celui de tous les autres pays occidentaux.

Les causes de la persistance de l'inflation

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer cette résistance de l'inflation. Entre 2022 et 2024, les gouvernements ont maintenu des déficits publics élevés. Cette générosité à crédit dope la demande de manière artificielle. Le déficit public américain, supérieur à 6 points de PIB, devrait contribuer à maintenir des tensions inflationnistes. Le vieillissement démographique conduit également à une hausse des prix, en lien avec les pénuries de main-d'œuvre qu'il engendre.

La forte augmentation de la masse monétaire entre 2009 et 2022, aux États-Unis, au Japon ou en Europe, constitue un terreau idéal pour l'inflation. Cet accroissement a facilité la hausse du cours des actions, de l'or, du bitcoin et de l'immobilier. Mais les flots de liquidités disponibles peuvent aussi alimenter une inflation sur les biens et services.

Le niveau absolu d'« enracinement » de l'inflation a malgré tout reculé. Le Japon, qui était l'an dernier le pays le moins mal classé, se situerait aujourd'hui au sixième rang des plus mauvais élèves. La Banque d'Angleterre peut souligner que les anticipations d'inflation faibles des Britanniques devraient contribuer à l'atténuation des tensions. La Banque du Canada, de son côté, met en avant une faible dispersion des prix. Le ralentissement de la croissance mondiale devrait également favoriser une moindre progression des prix. Pour autant, les populations réclament une amélioration de leur situation financière, avec à la clé des hausses de salaires. Les États sont confrontés à une pression de plus en plus forte en matière de dépenses de retraite, de santé ou de dépendance. Le vieillissement de la population pourrait rester un moteur important d'inflation dans les prochaines années.

L'inflation n'est plus une fièvre aiguë, mais elle reste une inflammation persistante des économies. Si le pic est passé, les causes structurelles demeurent : vieillissement, rigidités de l'offre, politiques budgétaires accommodantes. Les décideurs publics n'ont donc pas gagné la bataille : ils n'ont fait que contenir l'ennemi. L'inflation s'est installée comme une donnée avec laquelle il faudra compter, sinon composer, dans les années à venir.

Intelligence artificielle : de l'eldorado à la bulle

Si l'intelligence artificielle devait avoir une capitale, ce serait sans doute Ashburn, au nord de la Virginie, en périphérie de Washington. Les passagers attentifs installés côté hublot, à l'approche de l'aéroport de Washington-Dulles, peuvent apercevoir une série de bâtiments aux toits blancs, alignés à proximité de lotissements. Ce sont les toits des centres de données, éléments du plus important cluster mondial, lequel a absorbé l'an dernier plus du quart de l'électricité produite par la principale compagnie d'énergie de Virginie.

Malgré les incertitudes générées par la politique de Donald Trump, les investissements consacrés aux infrastructures de l'Intelligence Artificielle (IA) ne ralentissent pas. Un sixième de la progression de 2 % du PIB américain au cours des douze derniers mois provient des dépenses en matériel informatique et en équipements de communication, incluant semi-conducteurs et centres de données. En ajoutant les investissements dans les réseaux électriques pour alimenter les modèles d'IA, ainsi que la valeur de la propriété intellectuelle du logiciel, une estimation attribue à cette dernière jusqu'à 40 % de la croissance du PIB. Ce chiffre est impressionnant au vu du poids économique réel de ce secteur qui ne représente, en effet que quelques pour cent du PIB américain.

Une frénésie pas comme les autres

L'essor de l'IA ne ressemble pas aux précédentes vagues d'investissements technologiques. Jusqu'à récemment, les grandes entreprises technologiques finançaient ces dépenses à partir de leurs bénéfices et de leurs trésoreries. Désormais, l'ampleur des besoins pour l'IA impose le recours à l'endettement. Les entreprises construisent des centres de données en considérant que l'IA générera, d'ici quelques années, une croissance élevée rendant nécessaire la mise à disposition de puissance de calcul importante. Contrairement à l'immobilier résidentiel ou aux usines, il s'agit ici d'un marché « *winner takes all* », à très forte rentabilité potentielle, où les préoccupations ordinaires, comme le coût du crédit, sont pour le moment écartées.

Les entreprises du numérique dans leurs projets d'investissement ne considèrent pas les coûts comme un obstacle. Ainsi, la hausse des taux d'intérêt ou celle de l'électricité ne sont pas des facteurs discriminants pour l'engagement d'investissements de grande ampleur. Les projets de centres de données à l'échelle avec une consommation d'énergie équivalente à celle d'une ville de plusieurs dizaines de milliers d'habitants, se multiplient aux Etats-Unis. Les réseaux électriques américains se préparent à des tensions croissantes avec des risques de rupture.

L'ombre du précédent internet

Au regard du précédent de la bulle internet de la fin des années 1990, la frénésie d'investissement dans l'IA pourrait perdurer quelque temps. Le déploiement coûteux des technologies nécessaires au web avait duré plusieurs années, avec un effet bien plus marqué sur le PIB américain que celui observé jusqu'ici avec l'IA. La différence entre ces deux périodes est que les espoirs de gains avec l'IA sont plus importants que ceux qui étaient évalués avec Internet. Certes, depuis quelques mois, les espoirs de révolution économique via l'IA s'estompent. La déception générée par le modèle GPT-5 d'OpenAI a tempéré les ardeurs.

Un moteur qui pèse sur le reste de l'économie

Le paradoxe est que le secteur qui alimente une grande partie de la croissance américaine étouffe simultanément d'autres pans de l'économie. Les promoteurs immobiliers, par exemple, ne peuvent ignorer la flambée des coûts de financement. Nombre d'entreprises ordinaires non plus. Les centres de données entretiennent une pression haussière sur les prix de l'énergie. En 2025, la facture moyenne d'électricité des ménages américains a déjà progressé de 7 %, en partie à cause de la demande supplémentaire exercée par ces infrastructures.

Au-delà de l'IA, le tableau économique apparaît beaucoup plus terne. La consommation réelle stagne depuis décembre. La création d'emplois reste faible. La construction de logements est en chute libre, tout comme l'investissement des entreprises dans des secteurs non liés à l'IA.

Une réallocation à l'échelle de l'économie

En clair, l'économie américaine vit une phase de mutation. Les secteurs sensibles aux taux et à l'énergie contribuent moins à la croissance, tandis que l'investissement dans l'IA devient le principal moteur. Pour que cette dynamique perdure, les géants de la tech doivent poursuivre, voire intensifier, leurs dépenses. Le moindre ralentissement des investissements provoqué, par exemple, par des contraintes d'approvisionnement en énergie ou en semi-conducteurs, réduirait mécaniquement le soutien à la croissance globale. Un tel coup de frein aurait certes pour effet secondaire de détendre les taux d'intérêt et les prix de l'énergie, soulageant ainsi le reste de l'économie.

Une chute des investissements liés à l'IA priverait les États-Unis d'un moteur de croissance majeur, au moment même où le reste de l'économie montre des signes de fragilité. L'augmentation des droits de douane réduira le pouvoir d'achat des ménages dans les prochains mois. L'éclatement de la bulle de l'IA aurait des incidences fortes sur la croissance en mettant un terme aux investissements et en diminuant le pouvoir d'achat des ménages américains qui dépend en partie de la bonne tenue des cours boursiers et notamment de ceux des valeurs technologiques.

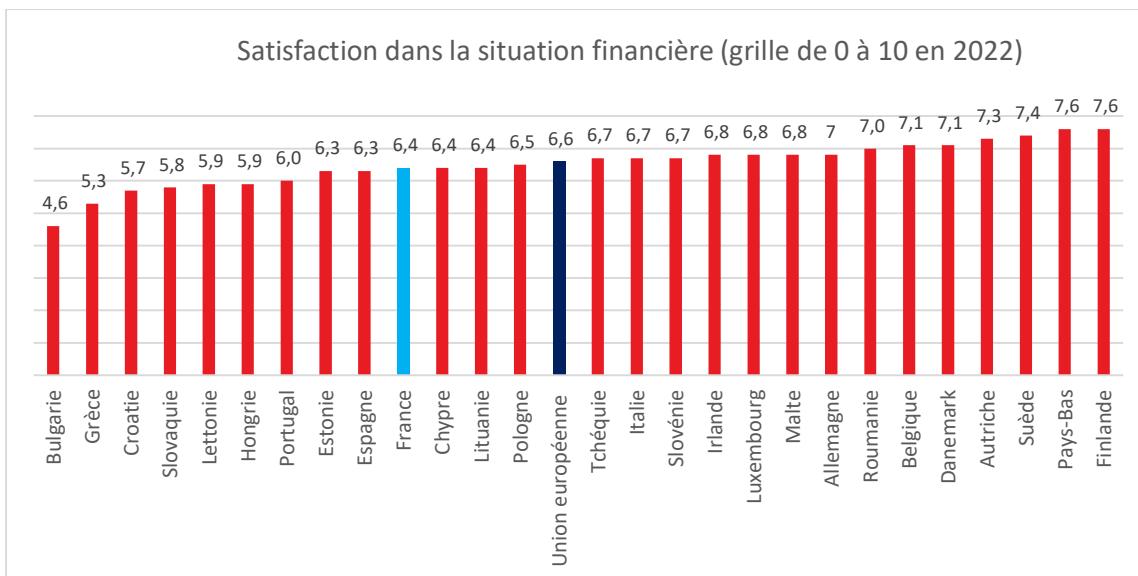
GRAPHIQUES

La satisfaction financière des Européens

En 2022, les citoyens de l'Union européenne ont évalué leur situation financière en moyenne à 6,6 sur une échelle de 0 à 10. Cette valeur est légèrement inférieure à l'indice de satisfaction globale de 7,1 pour la même année.

Les niveaux de satisfaction financière les plus élevés ont été observés aux Pays-Bas et en Finlande, tous deux à 7,6, suivis de la Suède à 7,4 et de l'Autriche à 7,3.

À l'autre extrémité de l'échelle, six pays de l'UE affichaient un niveau de satisfaction inférieur à 6, ce qui signifie que les personnes étaient plus insatisfaites que satisfaites de leur situation financière. La note la plus basse a été enregistrée en Bulgarie (4,6), suivie de la Grèce (5,3), de la Croatie (5,7), de la Slovaquie (5,8), de la Hongrie et de la Lettonie (tous deux à 5,9).



Cercle des Epargnes – données Eurostat

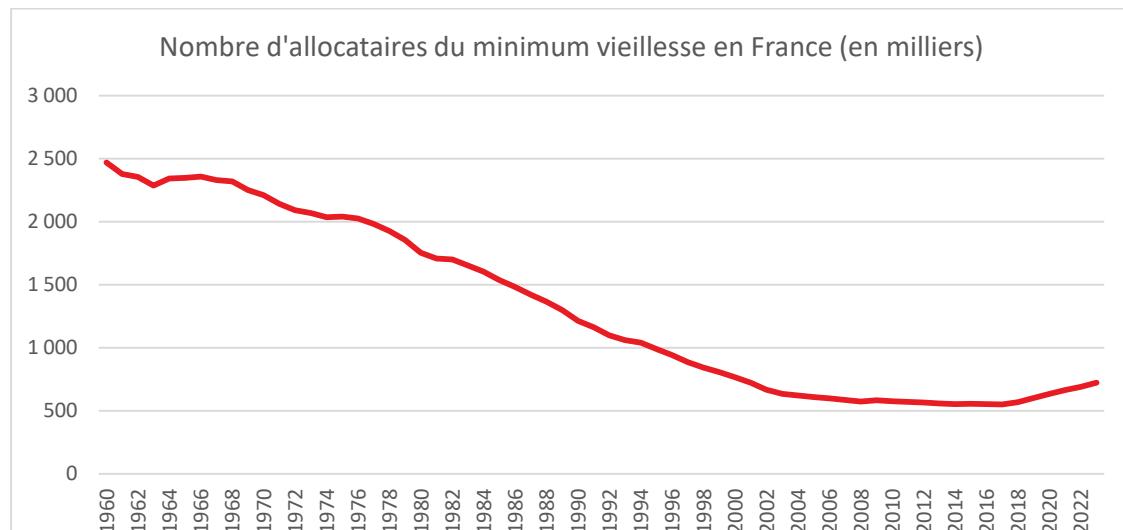
Plus de 700 000 bénéficiaires du minimum vieillesse en France

Selon la DREES, en 2023, 723 020 personnes perçoivent l'allocation supplémentaire du minimum vieillesse (ASV) ou l'allocation de solidarité aux personnes âgées. La plupart des allocataires (86 %) reçoivent leur allocation du régime général. Ceux n'ayant pas de retraite en propre (9 %) la reçoivent du service de l'allocation de solidarité aux personnes âgées (Saspa), tandis que les anciens salariés ou non-salariés agricoles (4 %) la reçoivent du régime agricole.

Entre la fin des années 1960 et 2003, le nombre d'allocataires avait diminué de 74,3 %, en raison de l'augmentation du montant des pensions de retraite. Cette diminution se poursuit entre 2004 et 2017, quoiqu'à un rythme plus lent (-1,4 % par an en moyenne). Deux facteurs sont susceptibles d'expliquer cette moindre baisse des bénéficiaires du minimum vieillesse entre ces deux décennies. les premières générations du baby-boom,

plus nombreuses que les précédentes, ont atteint 60 ans à partir de 2006 (et 65 ans à partir de 2011). Le minimum vieillesse a, par ailleurs, fait l'objet de deux revalorisations exceptionnelles entre 2008 et 2012. Ces deux paramètres ont entraîné l'augmentation des effectifs de personnes éligibles au dispositif. Ils ont cependant partiellement été atténués par le relèvement de l'âge d'ouverture des droits à la retraite (AOD) de 60 à 62 ans à partir de 2010. En effet, les personnes inaptes au travail pouvant bénéficier du dispositif à partir de l'AOD, cette mesure a eu pour conséquence de relever leur âge d'éligibilité au dispositif. Par ailleurs, depuis le 1er janvier 2017, les bénéficiaires de l'allocation adulte handicapé (AAH) ayant un taux d'incapacité supérieur à 80 % n'ont plus l'obligation de demander l'Aspa pour conserver leur allocation au-delà de l'AOD.

Entre 2022 et 2023, le nombre d'allocataires du minimum vieillesse augmente de 4,6 %. Cette progression s'inscrit dans une évolution à la hausse depuis 2018, après l'application de revalorisations exceptionnelles qui avaient entraîné une augmentation totale de 100 euros mensuels du minimum vieillesse entre 2017 et 20203 (



Cercle de l'Epargne – données DREES

AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 1er septembre

En **zone euro, en France, en Allemagne, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni**, les investisseurs prendront connaissance des indices PMI manufacturiers définitifs d'août, qui permettront de mesurer la vigueur du secteur industriel en cette fin d'été.

En **Chine**, sera publié l'indice Caixin manufacturier du mois d'août.

Aux **États-Unis**, les marchés seront fermés à l'occasion du Labor Day.

Mardi 2 septembre

Dans **la zone euro**, Eurostat diffusera son estimation flash de l'inflation d'août, donnée essentielle pour les anticipations de politique monétaire.

Aux **États-Unis**, le Bureau of Supply Management publiera son indice ISM manufacturier du mois d'août, baromètre suivi de près pour évaluer la santé industrielle américaine.

La **Commission européenne** présentera également l'indicateur de sentiment économique (ESI) pour le mois d'août, qui reflète l'humeur des ménages et des entreprises.

En **Italie**, l'Istat communiquera les données de chômage de juillet et les prix à la production.

Mercredi 3 septembre

En **France, en Allemagne, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et dans la zone euro**, les indices PMI des services définitifs d'août seront dévoilés, de même que les indices composites.

Aux **États-Unis**, le Département du Travail publiera les résultats de l'enquête JOLTS sur les offres d'emplois de juillet.

En **Chine**, l'indice Caixin des services pour le mois d'août sera rendu public.

Dans **l'Union européenne**, Eurostat publiera l'évolution des prix à la production de juillet.

Jeudi 4 septembre

Dans **la zone euro**, Eurostat rendra publics les résultats du commerce de détail de juillet.

Aux **États-Unis**, la journée sera animée par la publication de la balance commerciale de juillet ainsi que de l'indice ISM des services du mois d'août.

En **Allemagne**, Destatis communiquera les commandes à l'industrie pour le mois de juillet.

En **Espagne**, seront publiés les chiffres du chômage du mois d'août.

Au **Canada**, les statistiques du commerce extérieur de juillet seront diffusées.

Vendredi 5 septembre

Aux **États-Unis**, le rendez-vous majeur sera la publication du rapport mensuel sur l'emploi d'août : créations de postes, taux de chômage et évolution des salaires.

Au **Canada**, Statistique Canada dévoilera les chiffres de l'emploi pour le mois d'août.

En **Allemagne**, les résultats de la production industrielle de juillet seront connus.

En **Italie**, l'Istat publiera les ventes au détail de juillet.

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

Au **Japon**, le ministère des Affaires intérieures publiera les statistiques des dépenses des ménages de juillet.

Dimanche 7 septembre

En **Chine**, les douanes publieront les résultats du commerce extérieur du mois d'août : exportations, importations et solde commercial.

Lundi 8 septembre

En **Allemagne**, Destatis publiera les résultats du commerce extérieur de juillet.

En **France**, la balance commerciale de juillet sera dévoilée.

Au **Japon**, le Cabinet Office diffusera la seconde estimation du PIB du deuxième trimestre, accompagnée des statistiques de balance des paiements de juillet.

Dans la **zone euro**, l'indicateur Sentix de la confiance des investisseurs pour septembre sera rendu public.

Mardi 9 septembre

En **France**, l'Insee présentera les résultats de la production industrielle de juillet ainsi que les prix des logements anciens pour le deuxième trimestre.

En **Italie**, l'Istat publiera la seconde estimation du PIB du deuxième trimestre.

Aux **États-Unis**, la Réserve fédérale diffusera les chiffres du crédit à la consommation de juillet.

Mercredi 10 septembre

Aux **États-Unis**, le Bureau of Labor Statistics rendra publics les chiffres de l'indice des prix à la production (PPI) pour le mois d'août.

En **Chine**, le Bureau national des statistiques communiquera les résultats de l'inflation (CPI et PPI) du mois d'août.

En **Espagne**, l'INE publiera la production industrielle de juillet.

Au **Canada**, Statistique Canada diffusera les permis de construire du mois de juillet.

Au **Japon**, le Cabinet Office rendra publiques les commandes de machines pour juillet.

Jeudi 11 septembre

À **Francfort**, la Banque centrale européenne annoncera sa décision de politique monétaire et tiendra sa conférence de presse, point d'orgue de la semaine.

Aux **États-Unis**, les investisseurs suivront de près la publication de l'inflation (CPI) d'août.

En **Italie**, l'Istat publiera les résultats de la production industrielle de juillet.

Au **Royaume-Uni**, la Royal Institution of Chartered Surveyors dévoilera son enquête mensuelle sur le marché immobilier résidentiel.

Vendredi 12 septembre

Au **Royaume-Uni**, l'Office for National Statistics publiera le PIB mensuel de juillet ainsi que la production industrielle et les données sur la construction.

Dans la **zone euro**, Eurostat communiquera les résultats de la production industrielle de juillet.

Aux **États-Unis**, l'Université du Michigan diffusera son enquête de confiance des ménages pour le mois de septembre (estimation préliminaire).

En **Espagne**, l'INE publiera la lecture finale de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) d'août.

Au **Canada**, Statistique Canada présentera les résultats de son enquête trimestrielle sur les services pour le deuxième trimestre.

Lundi 15 septembre

En **Chine**, le Bureau national des statistiques publiera une série d'indicateurs d'activité pour le mois d'août : production industrielle, ventes au détail, investissement en actifs fixes et investissement immobilier.

Aux **États-Unis**, l'indice NAHB du marché immobilier de septembre sera rendu public.

Au **Japon**, une révision de la production industrielle de juillet sera diffusée.

Dans la **zone euro**, Eurostat publiera les résultats de la balance commerciale de juillet.

Mardi 16 septembre

Aux **États-Unis**, les ventes au détail d'août seront publiées, ainsi que les résultats de la production industrielle.

En **Allemagne** et dans la zone euro, l'institut ZEW présentera son indice de sentiment économique pour le mois de septembre.

Au **Canada**, Statistique Canada communiquera l'inflation (IPC) d'août.

En **Italie**, l'Istat publiera la lecture finale de l'inflation d'août.

Dans l'**Union européenne**, Eurostat diffusera les indices du coût de la main-d'œuvre pour le deuxième trimestre.

Mercredi 17 septembre

Aux **États-Unis**, seront connus les résultats des mises en chantier et permis de construire d'août ainsi que les stocks des entreprises de juillet.

Au **Royaume-Uni**, l'ONS publiera les données d'inflation (CPI, RPI et PPI) d'août.

Au **Japon**, les statistiques du commerce extérieur d'août seront dévoilées.

En France, l'Insee rendra publics les résultats sur l'emploi salarié au deuxième trimestre.

Jeudi 18 septembre

Au **Royaume-Uni**, le comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre annoncera sa décision sur les taux directeurs.

Aux **États-Unis**, la journée sera animée par les traditionnelles inscriptions hebdomadaires au chômage, l'indice de la Fed de Philadelphie pour septembre et l'indice des indicateurs avancés du Conference Board pour août.

Dans l'**Union européenne**, l'ACEA publiera les immatriculations automobiles du mois d'août.

En **France**, l'Insee diffusera son enquête de climat des affaires pour septembre.

Vendredi 19 septembre

Au **Japon**, le ministère des Affaires intérieures communiquera les résultats de l'inflation nationale pour août.

Au **Royaume-Uni**, les chiffres des ventes au détail du mois d'août seront rendus publics.

En **Allemagne**, Destatis publiera les prix à la production (PPI) d'août.

En **Italie**, l'Istat diffusera les statistiques du commerce extérieur de juillet.

Dans la **zone euro**, la Banque centrale européenne publiera le compte courant de juillet.

Au **Canada**, les résultats des ventes au détail de juillet seront communiqués.

Aux **États-Unis**, l'Association nationale des agents immobiliers dévoilera les chiffres des reventes de logements d'août.

Samedi 20 septembre

En **Chine**, la Banque populaire annoncera les taux préférentiels de prêt (LPR) à un an et cinq ans, rendez-vous mensuel scruté par les marchés.

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 %
Deuxième trimestre 2025	+0,3 %	-0,1 %	-0,1 %	+0,7 %	+0,1 %
Inflation En % - juillet 2025	0,9	1,8	1,7	2,7	2,0
Taux de chômage En % - juin 2025	7,0	3,7	6,3	10,4	6,2
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
Dette publique En % du PIB 2024	113	63	136,6	102,3	89,3
Balance des paiements courants En % du PIB – déc. -24	+0,4	+5,7	+1,4	+3,0	+2,8
Échanges de biens En % du PIB – déc. -24	-2,8	+5,6	+2,5	-2,5	+1,1
Parts de marché à l'exportation En % 2024	2,5	6,6	2,6	1,7	22,8
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut déc. -24	18,0	20,2	11,2	13,4	15,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (29/08/2025)	3,512	2,715	3,615	3,322	-

*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 faire 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 : -----