

## L'édition de la semaine

- C'est bien connu : « l'Allemagne paiera »

## Marchés financiers, Épargne, Revenus et Patrimoine

- Les marchés face au ralentissement américain
- Le tableau financier de la semaine
- La nouvelle ruée vers l'or

## Économie

- Vieillissement démographique : le défi de la productivité
- La transition écologique incompatible avec la croissance ?
- Dette publique : un dossier explosif

## Conjoncture

- Légère baisse du chômage en Europe au deuxième trimestre
- L'emploi fait de la résistance en France
- Y a-t-il un problème avec la consommation en France ?
- Stabilité de l'inflation en zone euro
- Le Canada ou comment sortir de l'ombre de son voisin ?

## Horizons

- La réserve fédérale dans le viseur de Donald Trump
- L'Inde face au protectionnisme américain

## Graphiques

- L'aide financière aux élèves
- L'accès aux soins dentaires en Europe

## Agenda économique et financier

## Statistiques

## LA CITATION DE LA SEMAINE

« Si j'avais pu suivre mes plans jusqu'au bout, j'aurais été en très peu de temps l'homme le plus riche du monde : la découverte de l'or m'a ruiné. »

Blaise Cendrars  
(L'Or -1925)

## L'ÉDITO

### C'est bien connu : « l'Allemagne paiera »

À la fin de la Première Guerre mondiale, la rengaine la mieux partagée, en France, était « l'Allemagne paiera », avec le résultat que nous connaissons : le déclin économique de la France, la montée du fascisme en Allemagne et la Seconde Guerre mondiale... Aujourd'hui, le slogan à la mode en France est : « les riches et les étrangers paieront ». Cette ritournelle facile pourrait déboucher sur de graves déconvenues.

L'équité fiscale reposant sur la juste répartition des charges publiques est un objectif légitime. Notre système fiscal, dont la dernière grande réforme remonte aux débuts de la V<sup>e</sup> République, est devenu un véritable maquis. Devant la complexité des impôts et leur archaïsme, les gouvernements ont, ces dernières années, supprimé certains prélèvements (taxe d'habitation sur la résidence principale, vignette automobile, redevance audiovisuelle). Ces suppressions, non accompagnées d'économies ailleurs, n'ont fait qu'accroître les difficultés financières de l'État. Pour atténuer la progressivité des impôts et leur poids, et pour orienter le comportement des ménages et des entreprises, les pouvoirs publics ont multiplié abattements, déductions et réductions. Ces « niches fiscales », dont le nombre dépasse 450, représentent un manque à gagner d'au moins 80 milliards d'euros. Une fois accordée, une niche devient un acquis dont la remise en cause exige une énergie rare. Par nature, leurs bénéficiaires sont les contribuables les plus aisés et les mieux conseillés, d'où un sentiment d'injustice chez ceux qui n'en profitent pas.

Une refonte du système est nécessaire en retenant le principe qu'un impôt efficace suppose une assiette large et des taux faibles. La suppression des niches devrait être gagnant-gagnant, le gain fiscal étant partagé entre l'État et les contribuables. La même logique pourrait s'appliquer aux aides publiques aux entreprises : leur disparition pourrait être compensée, en partie, par un allègement des charges sociales ou des impôts. Les exonérations de cotisations sur les bas salaires (environ 80 milliards d'euros) pourraient être remplacées par un abattement à la base applicable à tous les salariés, afin de rendre le barème plus progressif et de supprimer les effets de seuil. Ces mesures auraient l'avantage de rendre les prélèvements plus neutres sur le plan économique, tout en gagnant en efficacité.

Cibler exclusivement les revenus les plus élevés, sans rien changer par ailleurs : l'idée est populaire mais n'est pas sans limites. Nous sommes tous le « riche » ou le « pauvre » de quelqu'un. S'en prendre aux milliardaires offre un avantage : ils sont peu nombreux. C'est aussi un inconvénient : ils sont très mobiles. Faut-il alors élargir la cible

aux 10 % de Français les plus aisés, c'est-à-dire ceux qui gagnent plus de 4 000 euros par mois, soit autour de 6 millions de personnes ? Dans les faits, les trois quarts de cette population ne peuvent pas être réellement qualifiés de riches, surtout pour celles et ceux qui vivent en milieu urbain et ne sont pas propriétaires de leur résidence principale. Pour éviter cet écueil, l'effort de rétablissement des comptes publics pourrait être demandé aux ménages qui gagnent plus de 500 000 euros par an. Il y en a environ 65 000 en France. L'instauration d'une taxe exceptionnelle de 10 % pourrait générer, la première année, une recette comprise entre 7 et 9 milliards d'euros, ce qui ne comblerait même pas un quart des besoins en 2026. Une telle taxe pourrait inciter une partie des ménages concernés à s'expatrier ou à réduire leurs revenus déclarés ; il est fort probable que son rendement s'étiolle au fil du temps.

S'en prendre aux étrangers serait contre-productif. Premièrement, il convient de rappeler que les immigrés contribuent aux comptes sociaux, en payant des cotisations et en percevant, en moyenne, des prestations moindres que le reste de la population, en particulier pour la retraite et la santé. Leur apport à la valeur ajoutée du pays est important, autour de 15 %. Des secteurs comme le tourisme, la construction ou l'agriculture dépendent largement des travailleurs étrangers. La France a également besoin de l'étranger pour le financement de sa dette. Aujourd'hui, 55 % des émissions d'obligations sont souscrites par des non-résidents — américains, britanniques, néerlandais, luxembourgeois et allemands. Sans eux, les taux d'intérêt seraient à des niveaux bien plus élevés.

Au lieu de chercher des boucs émissaires, la voie crédible passe par une stratégie en trois temps : simplicité fiscale (assiette plus large, taux plus bas, niches rationalisées), efficacité de la dépense publique (évaluations systématiques, recentrage sur les missions à plus fort rendement social) et attractivité du territoire (stabilité des règles, coordination européenne contre l'érosion des bases, valorisation de l'apport des talents étrangers). C'est à ce prix que la France pourra rétablir ses comptes sans casser la croissance ni fracturer davantage la société.

Philippe Crevel

### Les marchés face au ralentissement américain

La publication des résultats de l'emploi américain pour le mois d'août confirme un net ralentissement de l'économie de la première puissance mondiale. Selon l'enquête du Bureau of Labor Statistics (BLS), seulement 22 000 emplois non agricoles ont été créés, soit bien en deçà du consensus (75 000). Les données de juin et de juillet ont été révisées respectivement en baisse de 27 000 et en hausse de 6 000, ce qui signifie qu'en net, le marché du travail n'a quasiment pas progressé. Dans le même temps, le taux de chômage est remonté à 4,3 %, contre 4,1 % en juillet et 3,8 % un an plus tôt.

Cette inflexion du marché du travail américain conforte les anticipations d'une baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale lors de sa réunion du 17 septembre. Les investisseurs estiment à 86 % la probabilité d'un assouplissement de 25 points de base (contre 98 % la semaine dernière), tandis que la probabilité d'une baisse plus marquée de 50 points de base atteint désormais 14 %, alors qu'elle était nulle jusqu'ici.

Si cette détente monétaire est en apparence une bonne nouvelle pour les marchés financiers, elle traduit aussi la crainte d'un essoufflement rapide de l'économie. Certains analystes évoquent à nouveau le spectre d'une récession outre-Atlantique. Le ralentissement est en partie attribué aux incertitudes commerciales liées à la politique de Donald Trump et à la fragilisation de la demande intérieure. Au deuxième trimestre, la croissance du PIB américain avait déjà ralenti à 1,6 % en rythme annualisé, contre 2,4 % au premier.

Les marchés actions reflètent ce climat ambivalent. Sur la semaine, les indices américains sont restés relativement stables malgré une correction vendredi à la suite de la publication des chiffres de l'emploi. En zone euro, les indices étaient orientés à la baisse sur la semaine, sous l'effet conjugué des craintes américaines et des tensions politiques en France.

Du côté obligataire, les rendements souverains se sont détendus. Le taux de l'OAT française à 10 ans est repassé sous 3,5 %. Cette détente reflète l'anticipation d'une politique monétaire plus accommodante de la part des Etats-Unis.

L'or, valeur traditionnelle de sécurité, a profité de ce climat : l'once a franchi de nouveaux records, au-delà de 3 500 dollars, stimulée par la persistance des tensions géopolitiques et par la poursuite des politiques de diversification des réserves de change menées par les banques centrales des pays émergents. Parallèlement, le cours du pétrole était en recul cette semaine.

La semaine à venir sera marquée par la publication de l'inflation américaine d'août, donnée décisive pour la Fed avant sa réunion du 17 septembre. En Europe, les regards se tournent vers la BCE qui devra arbitrer entre un ralentissement de l'activité et des tensions persistantes sur les prix des services.

## Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 5 sept. 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 31 déc. 2024
<b>CAC 40</b>	7 674,78	-0,59 %	7 543,18	7 380,74
<b>Dow Jones</b>	45 400,86	-0,47 %	37 689,54	42 544,22
<b>S&amp;P 500</b>	6 481,50	+0,08 %	4 769,83	5 881,63
<b>Nasdaq Composite</b>	21 700,39	+0,95 %	15 011,35	19 310,79
<b>Dax Xetra (Allemagne)</b>	23 591,63	-1,33 %	16 751,64	19 909,14
<b>Footsie 100 (Royaume-Uni)</b>	9 208,21	+0,24 %	7 733,24	7 451,74
<b>Eurostoxx 50</b>	5 318,15	-0,57 %	4 518,28	4 895,98
<b>Nikkei 225 (Japon)</b>	43 018,75	+1,28 %	33 464,17	39 894,54
<b>Shanghai Composite</b>	3 812,51	-1,44 %	2 974,93	3 351,76
<b>Taux OAT France à 10 ans</b>	+3,448 %	-0,065 pt	+2,558 %	+3,194 %
<b>Taux Bund allemand à 10 ans</b>	+2,662 %	-0,062 pt	+2,023 %	+2,362 %
<b>Taux Trésor US à 10 ans</b>	+4,065 %	-0,161pt	+3,866 %	+4,528 %
<b>Cours de l'euro/dollar</b>	1,1753	+0,94 %	1,1060	1,0380
<b>Cours de l'once d'or en dollars</b>	3 597,97	+5,80 %	2 066,67	2 613,95
<b>Cours du baril de pétrole Brent en dollars</b>	65,18	-3,83 %	77,13	74,30
<b>Cours du Bitcoin en dollars</b>	110 748,17	+2,07 %	38 252,54	93 776,61

## La nouvelle ruée vers l'or aura-t-elle une fin ?

Mardi 2 septembre, l'once d'or a battu un nouveau record en dépassant 3 501 dollars. Valeur refuge traditionnelle, l'or poursuit sa marche en avant. Si, ces derniers mois, les tensions géopolitiques et commerciales expliquaient l'appréciation du métal précieux, en cette rentrée 2025, c'est la possible évolution de la politique monétaire de la banque centrale américaine qui y contribue.

La probable baisse des taux directeurs de la FED au mois de septembre rendra moins attractifs les placements en dollars, ce qui incite les investisseurs à rechercher d'autres actifs jouant le rôle de valeur refuge. Par ailleurs, les pressions exercées sur la banque centrale par Donald Trump inquiètent et conduisent également à des arbitrages en défaveur du dollar. Ce dernier souhaite que la banque centrale adopte une politique monétaire plus accommodante.

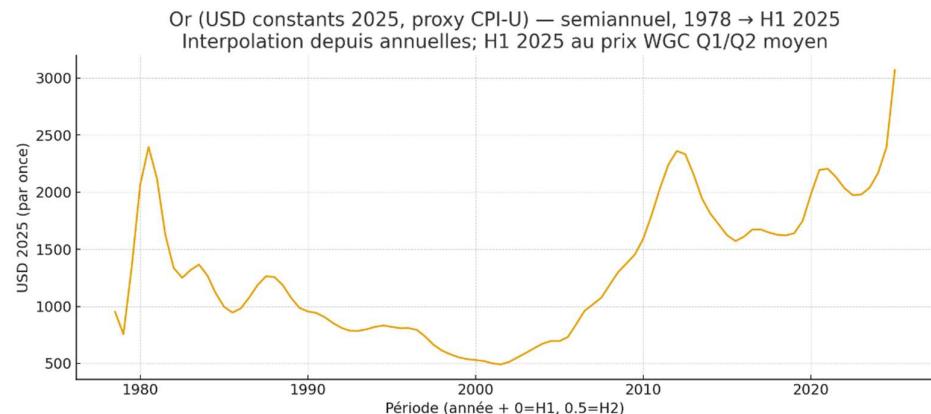
Dans ce contexte, le dollar perd une partie de son attrait de valeur refuge au profit de l'or. Notamment parce que la justice américaine n'a pas encore statué sur le sort de la gouverneure de la banque centrale américaine, Lisa Cook, que Donald Trump veut révoquer, menaçant ce faisant l'indépendance de l'institution qu'il entend voir abaisser les taux.

Les sujets d'inquiétude continuent également à jouer en faveur du métal précieux. La poursuite de la guerre en Ukraine et dans la bande de Gaza, tout comme les soubresauts liés aux droits de douane américains, entretiennent un climat anxiogène. Les banques centrales, en particulier celles des pays émergents et en développement, demeurent présentes sur le marché de l'or avec un double objectif : diversifier leurs actifs de réserve et réduire leur exposition au dollar. Entre 2022 et 2024, elles ont acquis plus de 1 000 tonnes d'or. Sur le premier semestre 2025, le volume des achats a dépassé 400 tonnes. Avant l'épidémie de Covid-19, ces achats se situaient entre 400 et 600 tonnes par an.

Les achats d'or des particuliers sont également en hausse, notamment en Chine. Avec la crise immobilière, les Chinois se sont tournés vers l'or (lingots, pièces et ETF). Ces acquisitions répondent à la fois à une logique de précaution et à une préparation de la retraite.

Depuis le 1er janvier, le cours de l'or a progressé de plus de 30 %. Sur un an, la hausse atteint 40 %. La succession inédite de chocs et de crises, depuis cinq ans, a contredit toutes les prévisions. La probabilité d'une stabilisation, voire d'une baisse, est désormais importante compte tenu du niveau actuel du cours de l'or, qui ne produit ni intérêts ni dividendes. En revanche, le contexte international reste instable et anxiogène, ce qui alimente les achats de métal précieux. Il faut néanmoins rappeler que les périodes de baisse peuvent être longues. En dollars constants, il a fallu attendre les années 2010 pour que l'or retrouve son niveau de 1980.

L'or ne peut être considéré que comme un actif de diversification au sein des patrimoines, compte tenu de sa volatilité potentielle et de l'absence de revenus générés.



Cercle de l'Epargne

### Vieillissement démographique : le défi de la productivité

La question démographique concerne un très grand nombre de pays occidentaux et émergents. Pour maintenir une croissance décente avec une population en âge de travailler en recul, les Etats ne pourront compter que sur les gains de productivité, faute de jouer sur l'immigration. Or, ceux-ci supposent un niveau élevé d'investissement et de compétences de la population.

Plusieurs grands pays ont désormais un taux de fécondité qui se situe en-dessous de 1,5. C'est le cas du Japon, de l'Espagne, de l'Italie (1,2 pour chacun de ses pays), de la Chine (1) et de la Corée du Sud (0,8). Le taux de fécondité aux Etats-Unis et en France s'élève à 1,6 en 2024 mais tend à baisser. Aucun de ces pays n'assure le renouvellement des générations avec un taux de fécondité inférieur à 2,1.

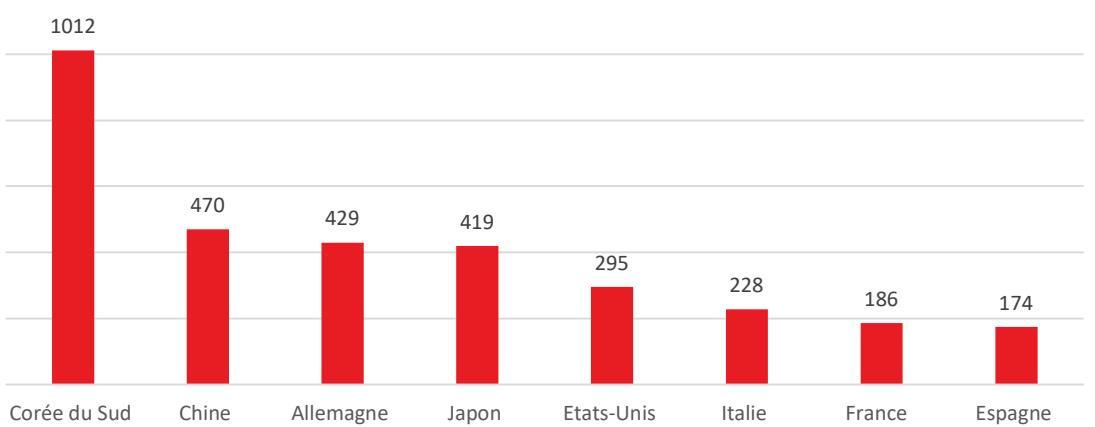
A l'exception des Etats-Unis, la population active (15-54 ans) décline en Chine et dans les principaux pays de l'OCDE à l'exception des Etats-Unis qui jusqu'à maintenant bénéficiaient de l'apport de l'immigration. La politique de Donald Trump pourrait aboutir à une contraction à terme de la population dans ce pays.

La croissance économique dépendant de l'évolution de la population active, de celle du capital et des gains de productivité, les Etats pour la maintenir à un niveau correct doivent jouer sur la robotisation. Or, depuis une dizaine d'années, la croissance de la productivité par tête tend à décliner. Elle a été divisée par deux en Chine. Elle est quasiment nulle au Japon, en Corée du Sud, au Japon, en Italie et en France. Elle est légère hausse en Espagne et en Allemagne mais elle ne dépasse pas 1 %. Elle reste significative aux Etats-Unis. Depuis le début du siècle, la productivité par tête a été multiplié par 6 en Chine et par 2 en Corée du Sud. Elle a progressé de 12 % en Allemagne, de 10 % en France et de 8 % en Espagne. Elle a baissé de 5 % en Italie. De leur côté, les Etats-Unis enregistrent une augmentation de leur productivité de plus de 40 %.

Les économies occidentales se sont fortement tertiarisées ces dernières années avec une préférence pour les services domestiques qui génèrent peu de gains de productivité. C'est notamment le cas de l'Espagne, de l'Italie ou de la France. Les Etats-Unis avec une spécialisation dans le secteur des technologies de l'information et de la communication échappe pour le moment à cette situation.

L'Allemagne, le Japon et la Chine ont opté pour une croissance à forte intensité capitaliste avec des taux élevés de robotisation. Les Etats-Unis sont dans une situation intermédiaire quand l'Italie, la France et l'Espagne sont en retard en la matière.

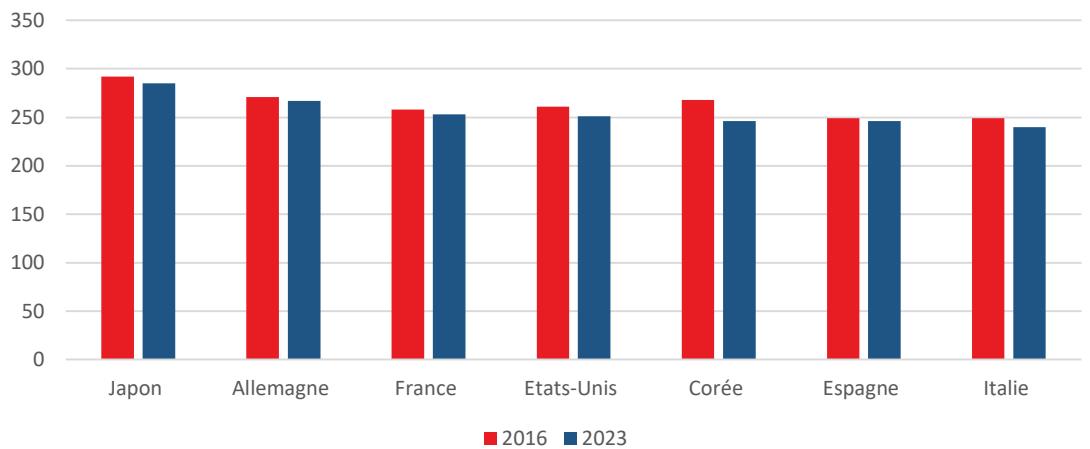
Nombre de robots pour 10 000 employés



Cercle de l'Epargne – données World Robotics

La robotisation permet de substituer du capital au travail devenu rare avec le vieillissement démographique et de générer des gains de productivité. L'autre voie pour obtenir ces derniers suppose le relèvement du niveau des compétences des actifs. Or, celui-ci stagne dans de nombreux pays, comme le soulignent les enquêtes PIAAC de l'OCDE.

Résultats à l'enquête PIAAC de l'OCDE



Cercle de l'Epargne – données OCDE

La robotisation et plus globalement la réindustrialisation exigent des opérateurs, techniciens, ingénieurs, contremaîtres formés, et des employeurs capables d'organiser le travail autour de processus automatisés. Les pays où le degré de robotisation est élevé (Chine, Japon, Allemagne) sont aussi des pays où les compétences de la population active sont fortes. Les pays où le degré de robotisation est bas (France, Espagne, Italie) sont des pays où les compétences de la population en âge de travailler sont faibles.

Répartition des adultes âgés de 25 à 64 ans selon leur niveau d'études  
(en % de la population du même âge)

	Etats-Unis		Union Européenne		Chine	
	Niveau licence ou équivalent	Niveau master ou équivalent	Niveau licence ou équivalent	Niveau master ou équivalent	Niveau licence ou équivalent	Niveau master ou équivalent
2010	20,9	9,45	12,45	13,10	3,48	0,43
2020	24,97	12,1	15,16	16,34	7,79	1,08
2023	25,31	12,85	15,23	17,62	nd	nd

Données OCDE

La priorité pour limiter les effets du vieillissement démographique est de réhausser le capital humain et d'accélérer la diffusion des technologies. Dans les prochaines années, le relèvement de la productivité est une condition sine qua non pour financer les dépenses publiques qui seront orientées en hausse (retraite, santé, défense, éducation) et pour garantir une amélioration du niveau de vie de l'ensemble de la population.

### La transition écologique incompatible avec la croissance ?

La réduction des émissions de gaz à effet de serre est de plus en plus considérée comme anti-économique avec, à la clef, une diminution du niveau de vie des ménages les plus modestes. Cette perception entraîne son impopularité au sein d'une partie croissante de la population. Or, il n'y pas corrélation entre les efforts entrepris en matière de décarbonation et la baisse de la croissance. C'est la nature de la transition écologique qui conditionne l'évolution de l'activité.

Dans de nombreux pays, la réduction forte des émissions de CO2 et croissance n'est pas synonyme de baisse de la croissance. C'est notamment le cas aux États-Unis, en Espagne et aux Pays-Bas,

De 2010 à 2025, les émissions de CO2 ont baissé de 16 % aux Etats-Unis quand la croissance a augmenté sur la même période de 40 %. En Espagne, le PIB a progressé de 20 % avec une diminution des émissions de CO2 de 15 %. Les valeurs respectives pour les Pays-Bas sont de 25 et 35 %.

Coûts de production d'électricité aux Etats-Unis selon les différentes technologies

	coût actualisé de l'énergie, en \$/MWh en 2024
Nucléaire	141-220
Charbon	71-173
Gaz	48-107
Solaire	38-78
Eolien onshore	44-123
Eolien offshore	70-157

Cercle de l'Epargne – données Lazard

La réduction des émissions de CO2 n'impose pas une réduction de la consommation d'énergie dans les pays où le poids des énergies renouvelables augmente de manière importante. Au Danemark, le poids des énergies renouvelables dans la consommation d'énergie passe de 8% en 2002 à 42% en 2023, au Portugal de 9% à 36% et en Suède de 32% à 54%, sans que cela ne se traduise par des effets négatifs sur la croissance et la consommation globale d'énergie.

La faiblesse de la croissance en zone euro n'est pas imputable à la transition écologique mais à une insuffisance des investissements dans les secteurs de pointe. Les investissements dans les technologies de l'information et de la communication ont représenté 3,8 % du PIB en 2024 aux Etats-Unis, contre 2,4 % en zone euro. Les dépenses en Recherche et Développement ont atteint, en 2024, 3,5 % du PIB aux Etats-Unis, contre 2,4 % en zone euro.

En soi, la transition écologique n'est pas anti-économique. Elle peut au contraire porter la croissance en facilitant une spécialisation dans les secteurs de pointe. Des travaux récents de recherche économique (BILAL-KÄNZIG - 2024) montrent même que laisser se mettre en place un réchauffement climatique important aurait un effet négatif sur la croissance : une augmentation de 1°C de la température mondiale pourrait se traduire une perte de 12 points de PIB.

### **Dette publique : un dossier explosif ?**

Beaucoup de pays sont confrontés à une hausse forte ou à un niveau élevé du taux d'endettement public (les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, le Japon en particulier). Cette hausse du taux d'endettement public est inquiétante si elle conduit à celle du taux d'endettement extérieur, avec le risque que les non-résidents se détournent de tels pays. Par ailleurs, l'accroissement de la dette publique peut générer un effet d'éviction au détriment des entreprises avec comme conséquence une moindre croissance.

A l'exception de l'Allemagne, les principales puissances occidentales ont des dettes publiques qui dépassent 100 % du PIB. Le Japon est aujourd'hui hors catégorie avec un taux d'endettement public qui dépasse les 250 %. L'Italie campe au-delà de 140 % les Etats-Unis sont proches de près de 120 % ; France voisine de 110 % ; Royaume-Uni proche de 100 %. Autrement dit, quatre grandes économies sur cinq naviguent en zone « trois chiffres ». Quand l'offre de papier souverain devient structurelle, la prime de terme cesse d'être un détail technique et redevient un prix macroéconomique. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni cumulent des déficits et des déficits courants élevés. En 2024, le déficit budgétaire aux Etats-Unis a atteint 7% du PIB et le solde de la balance des paiements courants a été négatif de 4 points de PIB. Au Royaume-Uni, les chiffres respectifs sont 6 et -3,8 %.

La France, elle, oscille autour de l'équilibre externe mais persiste en déficit public depuis 50 ans. En 2024, le déficit public a été de 5,6 % du PIB quand la balance courante a été positive de 0,2 % du PIB. L'Italie montre souvent un solde courant positif malgré un lourd passif souverain. En 2024, le déficit public a été de 3,8 % du PIB et le solde de la balance courante a été positif de 1,5 point de PIB. Au Japon, les déficits budgétaires (2 points de PIB en 2024)s'accompagnent d'excédents courants élevés (4 points de PIB en 2024).

Les Etats ayant une position extérieure dégradée sont dépendants de la demande non-résidente pour leurs actifs, dette publique comprise. En cas de baisse de la demande, les taux d'intérêt à long terme augmentent (prime de terme plus élevée) et le taux de change se dégrade. Le Royaume-Uni a connu cette situation avec la présentation du budget par Liz Truss à l'automne 2022. Ce projet prévoyait des baisses d'impôts non financée (suppression du taux d'imposition de 45 % pour les très hauts revenus, annulation de la hausse prévue de l'impôt sur les sociétés, allégements sur les cotisations sociales) et des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises afin d'atténuer la hausse des prix de l'énergie. L'objectif affiché était de relancer la croissance par une politique de l'offre agressive et de rassurer les marchés sur la compétitivité du Royaume-Uni post-Brexit. Les investisseurs ont paniqué face au creusement prévu du déficit et de l'augmentation de la dette publique. Face à la contestation des marchés, de son propre parti et de l'opinion publique, Liz Truss a dû abandonner son projet avant de démissionner.

En cas de déficits jumeaux (déficit public et déficit de la balance courante), le risque est que l'investissement dans les dettes ou les autres actifs (actions en particulier) du pays devienne moins attractif, que les non-résidents désirent réduire leur détention de dette (ou d'autres actifs) du pays, et que cela déclenche à la fois une crise de balance des paiements (insuffisance de la demande des actifs du pays par les non-résidents) et une crise de la dette publique.

Une dette publique élevée peut générer un effet d'éviction de l'investissement des entreprises. les investisseurs (investisseurs institutionnels, ménages) peuvent préférer détenir de la dette publique plutôt que des actifs (dette privée, actions) qui financent l'investissement des entreprises surtout si le taux des obligations à long terme augmente. Les actifs sont jugés plus sûrs que ceux du secteur privé. Par ailleurs, une population vieillissante privilégie traditionnellement les actifs les moins risqués. La préférence données aux titres publics s'expliquent également par les règles prudentielles du secteur financier. Certains pays semblent exposés à ce problème. Le taux d'investissement des entreprises est ainsi faible en France (12,5 % du PIB en France, au Royaume-Uni et en Italie, 10 %).

Même s'il n'y a pas de crise brutale avec le rejet de la détention de titres de la dette publique, les investisseurs peuvent exiger des taux plus élevés. Quand le taux d'intérêt à long terme est supérieur à la croissance nominale de long terme, le taux d'endettement public est amené potentiellement à progresser si le pays ne dégage pas un excédent budgétaire primaire (avant paiement des intérêts). En France, en Italie et au Japon, le taux d'intérêt réel à 10 ans est supérieur à celui de la croissance. Aux Etats-Unis, en revanche, c'est l'inverse.

Le Japon pourrait être fortement exposé à un problème de dette publique mais pour le moment, celle-ci est financée à plus de 80 % par les Japonais. Ces derniers investissent une grande partie de leur épargne en titres publics. L'épargne devient alors un substitut de l'impôt. Les États-Unis, malgré un double déficit, peuvent compter sur la force du dollar et sur leur croissance. La remise en cause de l'une et de l'autre pourrait changer la donne. De son côté, la France est à l'équilibre en matière de balance des paiements courants et peut compter sur un taux d'épargne élevé. Par ailleurs, son appartenance à la zone euro constitue un paratonnerre. En revanche, la hausse des taux d'intérêt constitue une menace insidieuse. L'Italie est fragilisée par sa faible

croissance et par l'importance de sa dette publique, en revanche, son solde primaire est positif.

Une dette publique élevée n'est en soi pas un problème si le solde extérieur est positif et tant que les taux d'intérêts réels demeurent inférieurs à la croissance économique. Un effet de substitution entre dette publique et privée au détriment de la seconde peut à terme se traduire par une baisse de l'investissement des entreprises et donc de la croissance.

## CONJONCTURE

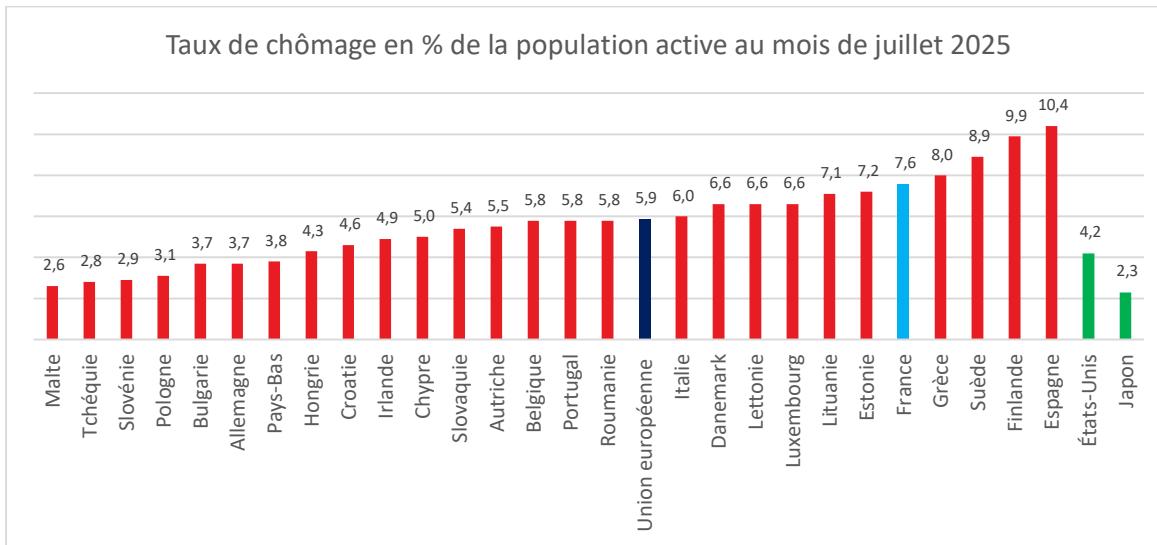
### Légère baisse du chômage en Europe au deuxième trimestre

En juillet, selon Eurostat, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro était de 6,2 %, en baisse par rapport au taux de 6,3 % enregistré en juin et par rapport au taux de 6,4 % enregistré en juillet 2024. Le taux de chômage de l'Union européenne (UE) était de 5,9 % en juillet, également en baisse par rapport au taux de 6,0% enregistré en juin et par rapport au taux enregistré en juillet 2024.

Eurostat estime qu'en juillet 2025, 13,025 millions de personnes étaient au chômage dans l'UE, dont 10,805 millions dans la zone euro.

Le taux de chômage de la France demeure au-dessus de la moyenne européenne à 7,6 %. L'Espagne est le pays où le taux de chômage le plus élevé (10,4 %). Il est le plus faible à Malte, en République tchèque, en Slovénie, en Pologne, en Bulgarie et en Allemagne, pays qui sont en plein emploi (taux de chômage inférieur à 4 %).

En juillet, 2,801 millions de jeunes (moins de 25 ans) étaient au chômage dans l'UE, dont 2,227 millions dans la zone euro. En juillet, le taux de chômage des jeunes était de 14,4 % dans l'UE, en baisse par rapport au taux de 14,8 % enregistré en juin 2025, et de 13,9% dans la zone euro, également en baisse par rapport au taux de 14,3% enregistré au mois précédent.



Cercle de l'Epargne – données Eurostat

### L'emploi fait de la résistance en France

Selon l'INSEE, l'emploi salarié en France au deuxième trimestre est en légère hausse dans le secteur privé (+0,2 %) et quasi stable dans la fonction publique. Sur un an, l'emploi est stable (soit -4 500 emplois) mais dépasse encore nettement son niveau d'avant la crise sanitaire, fin 2019 (+5,0 % soit +1,3 million d'emplois).

Au deuxième trimestre 2025, l'emploi intérimaire est en légère hausse (+0,2 %, soit +1 300 emplois), après neuf trimestres consécutifs de baisse. L'emploi intérimaire se situe encore nettement au-dessous de son niveau du deuxième trimestre 2024 (-3,3 % soit -24 500 emplois) et sous son niveau d'avant la crise sanitaire (-8,4 % soit -65 200 emplois).

Dans l'agriculture, l'emploi salarié au deuxième trimestre 2025 est quasi stable (+0,1 %). Il se situe 0,2 % au-dessus de son niveau d'un an auparavant. Dans l'industrie, l'emploi salarié hors intérim est quasi stable au cours du trimestre (-0,1 %). Il est en légère baisse sur un an (-0,2 %) mais dépasse encore nettement son niveau d'avant-crise sanitaire (+2,3 %).

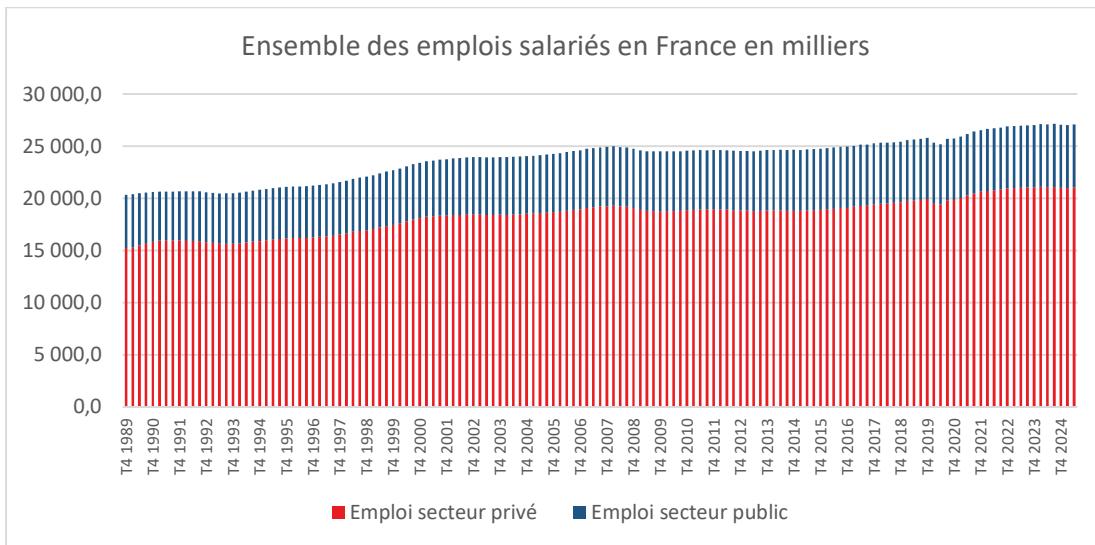
Dans la construction, l'emploi salarié baisse de nouveau : -0,3 % au deuxième trimestre 2025, après -0,5 % portant à -1,7 % la baisse sur un an. Il se situe toutefois encore nettement au-dessus de son niveau de fin 2019 (+4,1 %).

Au deuxième trimestre, l'emploi salarié dans le tertiaire marchand hors intérim repart à la hausse : +0,3 % après -0,2 % au trimestre précédent. Il dépasse légèrement son niveau du deuxième trimestre 2024 (+0,1 %). L'emploi salarié du tertiaire marchand hors intérim excède encore largement son niveau d'avant la crise sanitaire (+7,3 % soit +0,9 million d' emplois). Au sein de ce secteur, l'emploi salarié est dynamique au deuxième trimestre 2025 dans l'hébergement-restauration, dans les services aux ménages et, dans une moindre mesure, dans les services aux entreprises et le transport-entreposage.

Au deuxième trimestre, l'emploi salarié dans le tertiaire non marchand augmente de nouveau : +0,2 % au deuxième trimestre après +0,3 %. La hausse dans ce secteur est portée à la fois par ses composantes publique et privée. Par secteur d'activité, il augmente notamment dans la santé et l'action sociale. L'emploi salarié du tertiaire non marchand augmente de 0,5 % sur un an et de 4,2 % par rapport à l'avant-crise sanitaire.

Au deuxième trimestre, l'emploi salarié privé est stable pour les 15-29 ans, quasi stable pour les 30-54 ans et en nette hausse pour les 55 ans ou plus (+0,9 %). Sur un an, l'emploi dans le privé est également en forte augmentation pour les seniors (+2,0 %) et, au contraire, recule de 0,6 % pour les autres tranches d'âge. Les évolutions respectives de l'emploi salarié privé des femmes et de celui des hommes sont homogènes sur le trimestre, comme sur l'année.

Dans le secteur privé, au deuxième trimestre 2025, les contrats en CDI sont quasi stables sur un trimestre comme sur un an. Les CDD et l'intérim rebondissent légèrement sur le trimestre, tout en restant en repli sur un an et par rapport à l'avant-crise sanitaire. Enfin, les contrats en alternance augmentent sur le trimestre et sur un an, avec un rythme de croissance toutefois bien inférieur à celui observé entre 2020 et 2022.



Cercle de l'Epargne – données INSEE

### Y a-t-il un problème avec la consommation en France ?

Le taux d'épargne des ménages atteint des sommets en France : 18,9 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2025. À l'inverse, la consommation est atone. Les retraités sont accusés de privilégier l'épargne à la consommation. Ce débat sur les baby-boomers est assez réducteur. Premièrement, les baby-boomers rassemblent des générations très diverses. Entre ceux qui sont nés après la Seconde Guerre mondiale et ceux de la fin des années 1960, les différences en matière de conditions et de modes de vie sont importantes. Les premiers ont connu avant tout les Trente Glorieuses, quand les seconds ont été confrontés aux chocs pétroliers et à la succession de crises que nous connaissons depuis une trentaine d'années. Aujourd'hui, le niveau de vie relatif moyen des retraités est certes légèrement supérieur à celui de l'ensemble de la population, mais il baisse depuis plusieurs années. Selon le Conseil d'orientation des retraites, il devrait être, dans les prochaines décennies, inférieur de plus de 15 % au niveau de vie des Français, en raison de l'application des réformes des retraites et des indexations partielles des pensions. La photographie d'aujourd'hui ne vaudra pas pour demain.

L'atonie de la consommation n'est pas imputable aux seuls baby-boomers. Le contexte et des évolutions structurelles des comportements expliquent cette situation. Depuis cinq ans, les ménages sont confrontés à une série de chocs qui les incitent à la prudence. L'incertitude n'est jamais bonne pour la consommation car elle se transforme rapidement en inquiétude sur le niveau de vie. Une bulle de pessimisme s'est mise en place en France. Les ménages diffèrent leurs dépenses importantes et épargnent les gains de pouvoir d'achat dont ils peuvent bénéficier.

### Un effet Ricardo-Barro

Quand un État accroît son déficit public, son endettement s'accroît. Les ménages anticipent une hausse des impôts pour rembourser ce dernier. Par prudence, ils augmentent leur taux d'épargne pour s'y préparer. Ce surcroît d'épargne vient neutraliser en partie l'effet stimulant du déficit public sur la demande. Cette hypothèse

est appelée effet Ricardo-Barro. Défendue par David Ricardo au XIXe siècle, elle a été formalisée par Robert Barro dans les années 1970.

La dégradation des comptes publics en France ces dernières années pourrait ainsi expliquer une partie de la hausse du taux d'épargne, les ménages craignant une hausse des impôts et une réduction des prestations sociales, ce qui augmenterait leur contribution.

### **La crainte du retour du chômage**

Le taux de chômage est relativement stable depuis plusieurs trimestres, autour de 7,5 %. Néanmoins, les ménages craignent son augmentation, ce qui pourrait peser sur leurs arbitrages.

La progression du nombre de faillites les incite à la prudence. En 2024, ce nombre a été de 67 000 défaillances et devrait se situer entre 65 000 et 70 000 en 2025. Il y a un léger effet de rattrapage après une période atypique entre 2020 et 2023, durant laquelle le nombre de faillites avait été faible en raison des mesures de soutien des pouvoirs publics aux entreprises (mesures liées au Covid et à la guerre en Ukraine).

### **Un effet vieillissement de la population**

Le taux d'épargne est corrélé à l'âge moyen de la population. Le taux d'épargne des seniors, et notamment des retraités, est plus élevé que celui des jeunes actifs. Ce phénomène est constaté en France comme en Allemagne, et plus largement dans tous les pays confrontés au vieillissement démographique.

Les plus de 50 ans ont moins de charges de remboursement d'emprunt immobilier et moins de dépenses d'équipement de leur logement. Celles liées aux enfants ont également tendance à baisser. Le taux d'épargne des retraités atteint ainsi 25 %, soit six points de plus que la moyenne. Les retraités épargnent par habitude, par crainte d'une baisse de leur pouvoir d'achat, pour faire face à une hausse de leurs dépenses de santé ou à une éventuelle dépendance. Ils épargnent enfin pour leurs enfants, petits-enfants ou conjoint.

### **Des changements de comportement dans la consommation**

Les ménages ont tendance à modifier leur comportement en matière de consommation. Ils privilégient les services au détriment des achats de biens. Ils optent de plus en plus pour les achats en ligne et pratiquent de plus en plus l'achat/vente de biens d'occasion. Le vieillissement de la population se traduit également par une hausse des dépenses de services (services domestiques, santé, loisirs).

En matière de loisirs, les ménages dépensent moins en hôtels et en restaurants et plus en locations saisonnières. Même s'il faut rester prudent avec les premières remontées statistiques de la saison estivale, les estimations de l'Union des métiers et des industries de l'hôtellerie (UMIH) soulignent une baisse de la fréquentation des restaurants de près de 25 % à 30 %.

En 2024 et en 2025, les ménages n'ont pas investi les gains de pouvoir d'achat dans la consommation. Ils les ont plutôt épargnés. Or, avec la baisse de l'inflation, ces gains ne sont pas négligeables, autour de 2 à 3 %. De même, les revenus tirés de l'épargne n'en sont pas sortis et sont capitalisés, à la différence de la pratique américaine.

### **Un rebond fragile sur le marché de l'immobilier**

Entre 2019 et 2024, le nombre de transactions immobilières a diminué de 25 %. Il est passé en dessous de 800 000 en 2024. Avec la baisse des taux d'intérêt, une reprise était constatée depuis le début de l'année. Les taux d'intérêt pour les emprunts immobiliers sont en France passés en moyenne de 4,2 % sur 20 ans en 2023 à 3,2 % en juin 2025. Selon les projections du groupe SeLoger-MeilleursAgents, le nombre de transactions devrait augmenter de 8,2 % en 2025, pour atteindre près de 925 000 ventes. Les prix ont renoué avec la hausse (+0,8 % en moyenne au niveau national, entre septembre 2024 et septembre 2025, selon SeLoger). Sur un an, ils augmentent de 2,3 % à Paris, de 2,5 % à Lyon ou de 3,5 % à Bordeaux, toujours selon SeLoger. Seules certaines villes où les prix s'étaient envolés continuent de voir leurs prix baisser, comme Rennes (-4 %), qui avait connu une hausse de 60 % entre 2015 et 2022.

Les craintes concernant la stabilité politique pourraient affecter le marché du logement. En juin 2024, la dissolution avait gelé les transactions plusieurs semaines. Le marché était finalement reparti en septembre. Avec l'augmentation des taux longs, certaines banques nationales ont déjà relevé leurs taux, en août ou en septembre, de 0,05 % à 0,10 %. Il s'agit d'un signal de hausse après presque deux ans de baisse. Dans ce contexte, beaucoup d'acteurs anticipent une hausse du coût des emprunts plus importante que les ajustements de ces dernières semaines. Au-delà de 3,5 %, les taux deviennent dissuasifs, d'autant plus que l'inflation est faible.

### **La nouvelle crise politique : quel effet sur l'économie française ?**

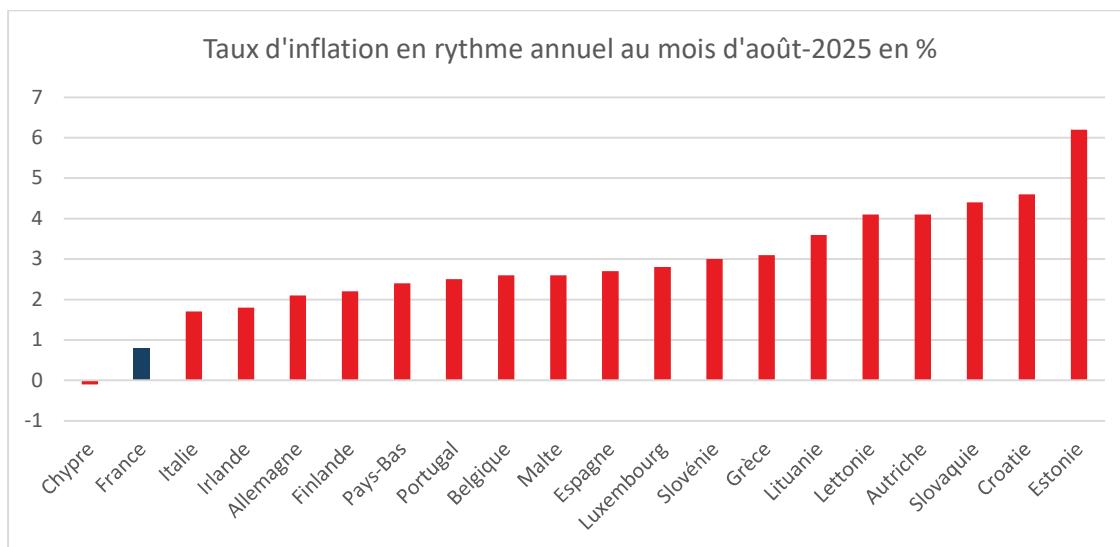
La dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024 avait entraîné une perte de 0,1 point de PIB en 2024, et de 0,3 point en 2025, selon l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE). Depuis le début de l'année, la croissance avait fait preuve de résilience. Après une modeste hausse de 0,1 % au cours des trois premiers mois de l'année, le PIB a progressé de 0,3 % au deuxième trimestre, un chiffre meilleur que prévu. L'atteinte de l'objectif de croissance de 0,7 % sur l'année n'est pas hors de portée, sous réserve que la consommation ne s'effondre pas d'ici la fin de l'année.

Accuser les baby-boomers d'être responsables de l'atonie de la consommation relève du raccourci facile. Certes, les retraités épargnent plus que les actifs, mais ce réflexe s'inscrit dans une dynamique bien plus large : peur du chômage, inquiétude face à la dette publique, vieillissement démographique, incertitudes politiques. L'économie française se trouve ainsi prisonnière d'un paradoxe : jamais les ménages n'ont eu autant de capacités financières, et jamais ils n'ont été aussi prudents dans leur utilisation. L'argent existe, mais il dort. Plus qu'une « génération égoïste », c'est une société inquiète qui se révèle. Tant que la confiance ne sera pas restaurée, la consommation restera bridée, et la croissance française continuera de buter sur ce mur invisible : celui de la peur de l'avenir.

## Stabilité de l'inflation en zone euro

Le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 2,1% en août 2025, contre 2,0% en juillet selon une estimation rapide publiée par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne.

S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, l'alimentation, alcool & tabac devrait connaître le taux annuel le plus élevé en août (3,2%, comparé à 3,3% en juillet), suivi des services (3,1%, comparé à 3,2% en juillet), des biens industriels hors énergie (0,8%, stable comparé à juillet) et de l'énergie (-1,9%, comparé à -2,4% en juillet).



Cercle de l'Epargne – données Eurostat

## Le Canada ou comment sortir de l'ombre de son voisin encombrant ?

Vaste territoire bordé par trois océans, le Canada jouit de ressources énergétiques et minières et sa population dispose d'un niveau de compétences élevé. Pendant des années, le pays a vécu dans l'ombre porté des Etats-Unis en bénéficiant de la multiplication des échanges croisés. Depuis le retour de Donald Trump à la Maison Blanche, il est confronté à un ralentissement économique majeur et plus globalement à un problème de modèle de croissance.

## La conjoncture : le choc tarifaire et le ralentissement

Depuis le début de l'année, le Canada subit de plein fouet les conséquences de la nouvelle politique commerciale protectionniste des Etats-Unis. Le produit intérieur brut a reculé de 2 % au premier trimestre puis de 1,6 % au deuxième, en rythme annualisé. Près des trois quarts des exportations canadiennes prennent la route des États-Unis. Les surtaxes américaines sur l'automobile, l'acier et l'aluminium ont provoqué une contraction brutale des échanges et un déficit de la balance des paiements courants de 21 milliards de dollars au deuxième trimestre.

Pour le moment, le marché du travail résiste, avec un chômage autour de 6,9 %, tandis que l'inflation reflue à 1,7 % en juillet, offrant à la Banque du Canada la possibilité de stabiliser son taux directeur à 2,75 %. Les mises en chantier demeurent dynamiques – environ 260 000 unités annualisées en juillet – mais l'accès au logement reste tendu du fait de l'augmentation de la population.

### **Les finances publiques : une rigueur relative**

Sur le plan budgétaire, le Canada cultive une image de prudence. Le déficit fédéral devrait avoisiner 1,5 % du PIB en 2024-2025, avec une dette publique autour de 42 % du PIB, bien en deçà de la moyenne des pays de l'OCDE. En agrégeant le niveau fédéral et provinces, la dette nette avoisine 75 % du PIB.

### **La productivité : un talon d'Achille**

Depuis une quinzaine d'années, la productivité est le maillon fiable de la croissance canadienne. L'investissement en machines, en technologies de l'information et en capital immatériel demeure trop faible, la recherche-développement plafonne à 1,7 % du PIB contre 3 % aux États-Unis. La Banque du Canada parle d'« urgence nationale ». Sans rebond de la productivité, le potentiel de croissance restera limité, incapable de soutenir à la fois des salaires dynamiques, une transition énergétique coûteuse et un vieillissement démographique inéluctable.

### **L'énergie et les ressources : un levier stratégique**

Le Canada dispose d'un atout majeur avec la richesse de ses ressources naturelles. L'extension de l'oléoduc Trans Mountain, entrée en service en mai 2024, a triplé la capacité d'acheminement du brut vers la côte Pacifique. Elle permet aux producteurs d'échapper au tête-à-tête américain en exportant vers l'Asie. De même, le terminal LNG Canada, qui a expédié son premier cargo de gaz naturel liquéfié à l'été 2025 permet au Canada de devenir un acteur global des marchés pétroliers et gaziers. En diversifiant ses débouchés, le Canada accroît sa souveraineté et renforce son poids dans les négociations commerciales, tout en contribuant à la sécurité énergétique d'alliés européens inquiets des aléas russes ou moyen-orientaux.

### **L'Europe : un partenaire naturel mais encore distant**

L'Union européenne apparaît comme un partenaire alternatif des Etats-Unis. Depuis l'entrée en vigueur provisoire de l'accord CETA en 2017, les échanges bilatéraux ont progressé de plus de 60 %. Pourtant, l'accord n'est pas ratifié par plusieurs États membres, dont la France et l'Italie, ce qui entretient une incertitude juridique. Les flux existent, mais l'intégration reste inachevée. Les deux parties sont pour le moment gagnantes mais les échanges de part et d'autre de l'Atlantique demeure limités. Il y a une réelle possibilité d'améliorer les flux tant en volume qu'en valeur. Le Canada souffre d'un manque d'entreprises installées en Europe à la différence des Etats-Unis qui peuvent compter sur leur multinationales.

Au-delà du commerce, les complémentarités sont évidentes. L'Europe recherche des matières premières critiques – cobalt, nickel, lithium – que le Canada peut fournir dans un cadre de gouvernance démocratique et stable. Des alliances se sont nouées sur l'énergie verte, l'hydrogène, la défense. Le Canada, de son côté, voit dans l'Europe un débouché alternatif, un partenaire technologique et un contrepoids à la dépendance américaine. Mais ces promesses n'atteindront leur pleine portée que si Ottawa investit dans ses capacités minières, dans ses infrastructures portuaires, et si Bruxelles parvient à surmonter ses réticences politiques internes.

### **Un potentiel contrarié**

Le Canada a les moyens de renforcer son poids économique à la condition de réduire sa dépendance aux Etats-Unis. Des années durant, celle-ci s'est avérée gagnante et facile en raison de la proximité et de la langue. Le Canada possède cependant une culture qui diffère de celle des Etats-Unis sur plusieurs points. En matière de protection sociale, le pays ressemble ainsi à ceux de l'Union européenne. Le Canada, fidèle à son image de pays modéré et prudent, a souvent préféré les compromis à l'audace. Mais à l'heure des transitions énergétique, géopolitique et démographique, c'est précisément d'audace dont il a besoin.

### La Réserve fédérale dans le viseur de Donald Trump

La politique monétaire des États-Unis se joue désormais sur *Truth Social*, le réseau social du Président. Il n'a suffi que d'un message envoyé après un dîner pour que la passe d'armes entre la Maison-Blanche et la Réserve fédérale prenne une tournure plus inquiétante. Le 25 août dernier, Donald Trump a publié une lettre affirmant avoir révoqué Lisa Cook, membre du Conseil des gouverneurs de la Fed, pour une présumée fraude hypothécaire. Certes, les présidents peuvent révoquer des responsables de la Fed, mais uniquement « pour motif valable », et aucun ne s'était prévalu de ce pouvoir jusqu'ici. Lisa Cook n'est inculpée d'aucun crime et, a fortiori, n'a été reconnue coupable de rien pour le moment. L'allégation — selon laquelle elle aurait déclaré deux logements comme résidence principale — a d'abord été formulée par Bill Pulte, de la Federal Housing Finance Agency (FHFA), qui a avancé des accusations similaires contre d'autres personnes, sans qu'elles n'aient, à ce stade, donné lieu à des poursuites judiciaires. Lisa Cook a promis de contester sa révocation en justice et, dans l'intervalle, de se maintenir en fonctions.

L'initiative du Président marque une escalade remarquable dans la campagne de ce dernier contre l'indépendance de la banque centrale. Durant son premier mandat, la Fed est demeurée en marge, hormis quelques tensions vite contenues. Elle est devenue la bête noire présidentielle depuis le début du second. Le Président exige bruyamment et publiquement des baisses de taux et juge Jerome Powell, qu'il a nommé lors de son premier mandat, en complet décalage par rapport aux besoins du pays. Il impute à la Fed le blocage du marché du logement par des taux trop élevés. Il a caressé l'idée de la révoquer et a, un temps, tenté d'utiliser le coût de la rénovation du siège de la Fed comme prétexte.

Jusqu'à présent, Jerome Powell et la Fed ont largement ignoré le tollé du Président. Aucune baisse de taux n'est intervenue depuis décembre, même si une détente semble probable en septembre. Cette indifférence s'explique par la solidité des protections juridiques dont bénéficie la Fed. Les mandats des gouverneurs sont longs et leur révocation difficile. La Cour suprême a récemment exclu la banque centrale du champ d'un arrêt facilitant le limogeage des patrons d'agences fédérales. L'attaque contre Lisa Cook prouve que le Président n'a pas abandonné l'idée de peser sur le cours de la Fed.

Donald Trump n'est pas assuré de gagner son bras de fer avec la banque centrale américaine. Concernant la bataille judiciaire autour du cas Lisa Cook, il devra prouver que les faits allégués justifient une révocation. Les documents en cause ont été déposés en 2021, alors que Lisa Cook était encore une simple citoyenne. Il faudra, en outre, démontrer l'intentionnalité de la fausse déclaration. Nul n'attend un dénouement rapide. La probabilité de sa révocation d'ici fin septembre, selon les bookmakers, n'est que de 10 %, et de 25 % d'ici la fin de l'année. Concernant les désignations au sein de la Fed, rien n'est certain. Le choix des présidents des Réserves fédérales régionales pourrait donner lieu à des surprises. Or cinq d'entre eux complètent le Federal Open Market Committee (FOMC) qui fixe les taux directeurs. Ce vote doit intervenir début 2026. Si Lisa Cook est écartée et si le Sénat confirme le nom de son remplaçant ainsi que celui d'Adriana Kugler, autre gouverneure récemment démissionnaire, alors, en principe,

quatre des sept gouverneurs pourraient avoir été nommés par Donald Trump et être en phase avec la ligne de ce dernier. Cependant, même dans ce scénario, une ingérence aussi flagrante paraît peu probable. Christopher Waller et Michelle Bowman, nommés durant le premier mandat Trump, sont reconnus pour leur indépendance et leurs compétences techniques. Le dernier point de pression concerne le remplacement de Jerome Powell au terme de son mandat de Président le 15 mai 2026, sachant que celui de gouverneur court jusqu'au 31 janvier 2028. Après avoir semblé restreindre la liste des candidats, Donald Trump a fait circuler une liste plus longue et parfois fantasque. Parmi les prétendants sérieux, Christopher Waller qui avait prévu, contre le consensus, que l'inflation pourrait refluer sans récession. Si Donald Trump optait pour un loyaliste tel que Kevin Hassett, l'un de ses conseillers économiques, l'aptitude du FOMC à le mettre en minorité offrirait un garde-fou, à moins que cette capacité ne soit sapée par de nouvelles évictions à la Cook.

Le dernier Président qui a essayé de manipuler la Fed fut Richard Nixon. Il fit pression sur Arthur Burns, alors Président, pour abaisser les taux avant l'élection de 1972. L'issue fut calamiteuse. L'inflation s'accrut avant même le choc pétrolier de 1973, et il fallut une décennie pour la juguler. Thomas Drechsel (Université du Maryland) estime qu'un épisode de pression politique de moitié moins intense que celui de l'ère Nixon, appliqué sur six mois, pourrait renchérir les prix de 7 % sur dix ans.

Donald Trump adopte aujourd'hui une posture bien plus décomplexée que « Tricky Dick » lui-même, n'osa jamais. Les marchés sont devenus plus sceptiques à l'égard des États-Unis depuis le mois d'avril 2025. Le dollar a reculé de 9 % face aux autres grandes devises. L'or est en forte hausse depuis que les menaces sur la Fed se précisent. Si les rendements des Treasuries de courte maturité ont reculé avec le tassement conjoncturel, ceux de longue maturité demeurent élevés, traduisant l'inquiétude des investisseurs face au fardeau de la dette et aux menaces pesant sur des institutions économiques comme la Fed.

Dans le même temps, les actions démentent la morosité et évoluent à des plus hauts historiques. Actions, Treasuries et dollar ont tous reculé après l'annonce de la « révocation » de Mme Cook, mais à la marge. Prendre au sérieux les menaces visant l'indépendance de la Fed justifierait sans doute une réaction bien plus nette. Pourquoi, alors, ce calme relatif ? En partie parce que M. Trump a encore beaucoup d'obstacles devant lui. Obtenir une majorité accommodante au FOMC supposerait de convaincre les tribunaux de l'autoriser à révoquer Mme Cook, de faire confirmer par le Sénat plusieurs affidés, et d'amener des gouverneurs plus indépendants à exiger une liste docile de présidents régionaux.

Depuis son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump provoque en permanence, jusqu'au moment où il rencontre de la résistance, ce qui peut l'amener à édulcorer ses projets. Les investisseurs ont intégré les revirements fréquents du Président et font preuve d'une résilience croissante. S'ils considèrent qu'une prise de contrôle totale de la Fed reste peu probable, la guerre menée par le Président contre cette dernière pourrait provoquer de réels dégâts. Il a brisé une norme vieille de plusieurs décennies : l'intangibilité de l'indépendance de la Fed. Si le contrôle politique de la banque centrale devient une revendication récurrente des républicains au fil des cycles électoraux, la polarisation de la politique monétaire deviendra quasi inévitable. Saper la confiance dans les institutions économiques américaines n'est pas sans incidences. La Fed a déjà

été ébranlée par son incapacité à anticiper l'inflation post-pandémie. Les taux plus élevés qu'elle a mis en œuvre ont pu juguler la hausse des prix sans récession, en grande partie parce que les agents économiques faisaient confiance à la Fed pour ramener l'inflation vers sa cible de 2 %, évitant une spirale prix-salaires façon années 1970. Une perte de confiance dans la Fed créerait des difficultés sur le marché obligataire. Le déficit budgétaire américain atteint 7 % du PIB, soit trois fois le niveau de l'époque de Richard Nixon. La dette publique nette avoisine 100 % du PIB. Convaincre les investisseurs d'absorber un volume important de titres publics n'a rien d'aisé. Jusqu'ici, les États-Unis sont restés attractifs grâce au statut de valeur refuge du dollar et parce que la plupart des autres économies avancées s'endettent elles aussi davantage. Cette situation n'est pas inscrite dans le marbre.

La bataille engagée entre Donald Trump et la Réserve fédérale dépasse le simple affrontement institutionnel. En filigrane, elle révèle des Etats-Unis où l'équilibre fragile entre le pouvoir politique et les contre-pouvoirs économiques se fissure. En s'attaquant à l'indépendance de la Fed, le Président remet en cause l'un des piliers de la stabilité financière mondiale. À court terme, ses coups de boutoir peuvent paraître sans effet, tant les marchés s'accordent de ses outrances. Mais à long terme, l'idée même qu'une banque centrale puisse être placée sous la coupe d'un exécutif partisan fragilise la crédibilité de l'ensemble du système monétaire international. Si la Fed cède, c'est la confiance dans le dollar, valeur refuge universelle, qui pourrait vaciller. Et avec elle, l'architecture économique mondiale tout entière.

## L'Inde face au protectionnisme américain

Sept ans se sont écoulés depuis la dernière visite de Narendra Modi en Chine. Son arrivée le 31 août dernier à Tianjin, port situé à environ deux heures de Pékin, marque son retour. Le Premier ministre indien y a assisté à une réunion de l'Organisation de coopération de Shanghai (OCS), un groupement de sécurité eurasiatique dont sont membres la Russie et l'Iran. Cette rencontre symbolise la détente entre l'Inde et la Chine, qui s'étaient affrontées en 2020. Cette réconciliation intervient alors que les relations entre l'Inde et les États-Unis se sont considérablement dégradées en raison de la hausse des droits de douane et de la prise de position de Donald Trump en faveur du Pakistan.

Depuis son indépendance en 1947, l'Inde a choisi de n'adhérer pleinement à aucun grand bloc. Elle revendique toujours un « non-alignement » dans les affaires internationales et refuse d'entrer dans des alliances formelles. Pour autant, elle a oscillé entre les différents camps rivaux. Depuis vingt-cinq ans, l'inclinaison indienne a été largement pro-occidentale. En 2001, les États-Unis ont levé les sanctions liées au programme nucléaire indien. En 2005, ils ont entamé des négociations sur un accord de coopération nucléaire signé en 2008. Il y a neuf ans, Washington a fait de l'Inde un « partenaire majeur de défense », statut offrant l'accès à de nombreuses technologies de pointe sans exiger une alliance formelle. Cette convergence était nourrie par l'intérêt partagé de contenir la puissance chinoise. Certes, les deux pays ont souvent voté dans des camps opposés à l'ONU sur les guerres et les sanctions. Mais aux yeux de nombreux Indiens, les États-Unis étaient devenus un allié fiable. Les volte-face récentes semblent avoir changé la donne et donné raison aux sceptiques qui mettaient en garde contre une dépendance excessive vis-à-vis de Washington. Même certains artisans de ce rapprochement expriment aujourd'hui leur désarroi. Navtej Sarna, ex-ambassadeur à Washington, résume à propos de Donald Trump : « *Nous ne pouvons pas suivre aveuglément quelqu'un qui ne sait pas ce qu'il dira demain.* »

L'Inde dépend moins de ses exportations de biens que d'autres pays d'Asie : l'équivalent de 11 % du PIB, contre 85 % pour le Vietnam. Plusieurs catégories d'exportations importantes, comme les smartphones ou les produits pharmaceutiques, sont pour le moment exemptées. Mais les tarifs élevés remettent en cause la stratégie industrielle de l'Inde qui pouvait espérer récupérer une partie des usines chinoises.

Les Indiens évaluent les conséquences de la nouvelle politique économique américaine. Une escalade commerciale pourrait menacer plusieurs piliers clés de leur économie.

Depuis le 27 août 2025, les États-Unis ont imposé des surtaxes allant jusqu'à 25 % en plus des taux de base déjà applicables aux produits importés d'Inde, portant ainsi le taux global à environ 50 % sur de nombreux produits indiens. Avant cette mesure, les droits de douane moyens appliqués étaient plutôt faibles, avec des taux pondérés de 2 à 3 % selon les secteurs. La hausse est présentée comme une réponse aux importations indiennes de pétrole russe, jugées contraires aux intérêts américains.

Les exportations indiennes de vêtements et textiles sont particulièrement exposées, avec des tarifs passant de 12 % à 62 % selon les segments. Celles de pierres précieuses, bijoux et diamants sont également pénalisées, tout comme celles concernant les pièces automobiles et les produits chimiques.

En revanche, les exportations de services (logiciels, centres d'appel, etc.) échappent à l'augmentation des droits. Elles progressent par ailleurs plus vite que celles concernant les biens.

Les Américains n'ont aucun intérêt à entrer en conflit commercial avec les Indiens, et réciproquement. En effet, les États-Unis sont le premier pourvoyeur d'investissements en Inde (en tenant compte des flux transitant par Singapour et l'île Maurice). De nombreuses entreprises américaines ont créé des centres de services mondiaux — dotés de compétences en code et en finance. Ce secteur a généré 65 milliards de dollars l'an dernier et devrait atteindre 100 milliards de chiffre d'affaires d'ici 2030.

Aux frictions commerciales s'ajoute une querelle en matière de défense. Depuis des années, l'Inde accuse le Pakistan de tolérer, voire d'appuyer, des djihadistes opérant depuis son territoire. Washington a longtemps affirmé partager ces préoccupations. Ce consensus s'est fissuré lors du conflit entre l'Inde et le Pakistan en mai, déclenché après l'assassinat de deux dizaines de personnes au Jammu-et-Cachemire administré par l'Inde. Les États-Unis ont d'abord indiqué que l'Inde pouvait gérer seule la situation, avant de faire volte-face, appelant « les deux parties » à cesser le feu — donnant à New Delhi le sentiment d'être désignée comme agresseur. La colère indienne a redoublé quand Donald Trump a affirmé avoir imposé la paix en menaçant les deux camps d'un embargo commercial américain. Le président a ensuite proposé de médiatiser la question explosive du Cachemire. Depuis des décennies, l'Inde rejette vigoureusement toute médiation extérieure avec le Pakistan. Elle a affirmé s'être désengagée parce qu'elle avait atteint ses objectifs. Au fil des mois, Donald Trump semble pencher plus nettement vers les Pakistanais, allant jusqu'à laisser entendre que ceux-ci l'auraient proposé pour le Nobel. La vexation s'est poursuivie avec l'invitation en juin dernier, à déjeuner à la Maison-Blanche, du chef de l'armée pakistanaise, Field-Marshal Asim Munir — honneur rare pour un militaire étranger. À cette occasion, le président américain a annoncé que les États-Unis aideraient le Pakistan à exploiter ses réserves pétrolières et minières, ajoutant qu'« *un jour* » l'Inde pourrait avoir à acheter de l'énergie à son voisin...

Les relations militaires américano-indiennes pâtiront de cette dispute. Or, au cours des quatre dernières années, l'Inde avait réduit son exposition à la Russie qui ne fournit plus que 36 % des armes importées par le pays. New Delhi craint un désengagement russe en cas de guerre avec la Chine. L'Inde doute aussi de la qualité d'une partie des équipements militaires russes. Or, la montée en puissance de l'armée pakistanaise équipée par Pékin impose à l'Inde de faire de même. Lors du conflit de mai, cinq avions indiens auraient été abattus par des chasseurs chinois.

À Delhi, les autorités espèrent que la colère de Donald Trump contre l'Inde passera. En cas de paix en Ukraine, la question des achats indiens de pétrole à la Russie s'évanouirait. D'ici là, la réponse de l'Inde combinerait sans doute, deux axes. Le premier : chercher un accommodement avec Donald Trump. New Delhi s'est gardée, pour le moment, de riposter aux tarifs américains et même de critiquer directement le président.

Une rencontre entre les deux chefs d'État est possible en marge de l'Assemblée générale de l'ONU en septembre. Le second axe consistera à resserrer les liens avec d'autres partenaires. Depuis 2021, le pays a signé une demi-douzaine d'accords commerciaux, dont un avec le Royaume-Uni ; il espère conclure bientôt avec l'Union européenne. Côté armements, il pourrait s'en remettre davantage à la France ou à Israël, qui fournissent déjà plus de 45 % de ses importations. Depuis le retour de Donald Trump au pouvoir, l'Inde se rapproche à nouveau de la Russie. Les deux gouvernements entendent accroître les échanges bilatéraux. Vladimir Poutine pourrait être reçu à New Delhi d'ici la fin de l'année.

Comme l'illustre le récent voyage de Narendra Modi à Tianjin, les relations entre la Chine et l'Inde se réchauffent. Pendant des années, aucun touriste ne circulait entre les deux pays. Certes, aucun avion commercial ne relie encore l'Inde et la Chine, mais un arrangement sur le différent frontalier a permis d'organiser une rencontre entre les deux dirigeants. Les discussions se déplacent désormais sur le terrain économique. Depuis les heurts de 2020, l'Inde a refusé de nombreux investissements chinois et bloqué des visas de dirigeants. Pourtant, sur la période, les importations indiennes en provenance de Chine ont augmenté : 114 milliards de dollars sur l'année close en mars, soit 75 % de plus en cinq ans. Les exportations de l'Inde intègrent de nombreux composants chinois, traduisant une intégration croissante des deux économies. Des flux de capitaux et de savoir-faire chinois pourraient soutenir l'industrie indienne, favoriser une montée en gamme manufacturière et réduire la dépendance aux importations. Le gouvernement indien prend son temps pour négocier avec la Chine, de peur de s'aliéner définitivement les Américains. Pour répondre à l'affront infligé par Donald Trump, le gouvernement souhaite accélérer les réformes intérieures longtemps repoussées afin de mieux résister aux pressions externes. S'attaquer aux rigidités domestiques permettrait de gagner en compétitivité et en croissance.

## GRAPHIQUES

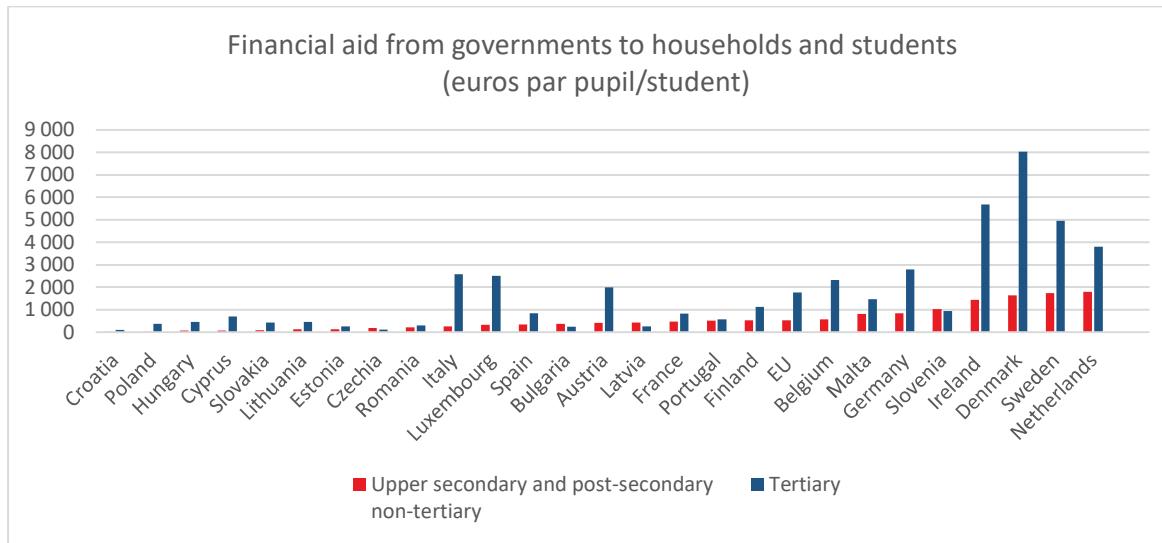
### L'aide financière aux élèves

En 2022, l'aide financière versée par les gouvernements aux ménages et aux étudiants de l'Union européenne s'est élevée en moyenne à 533 € par élève dans l'enseignement secondaire supérieur et post-secondaire non tertiaire, et à 1 766 € par étudiant dans l'enseignement supérieur.

Les montants les plus élevés d'aide publique par étudiant de l'enseignement supérieur ont été enregistrés au Danemark (8 024 €), en Irlande (5 692 €) et en Suède (4 948 €), tandis que les niveaux les plus faibles étaient relevés en Grèce (20 €), en Croatie (97 €) et en Tchéquie (115 €).

Pour l'enseignement secondaire supérieur et post-secondaire non tertiaire, les pays les plus généreux en matière de soutien financier étaient les Pays-Bas (1 790 €), la Suède (1 741 €) et le Danemark (1 644 €). À l'inverse, les montants les plus réduits étaient observés en Croatie (7 €), en Pologne (16 €) et en Hongrie (76 €).

Parmi les pays de l'Union européenne, le niveau d'aide financière accordée aux ménages et aux étudiants était plus élevé pour l'enseignement supérieur que pour l'enseignement secondaire supérieur et post-secondaire non tertiaire, à l'exception de la Bulgarie, de la Tchéquie, de la Lettonie et de la Slovénie.

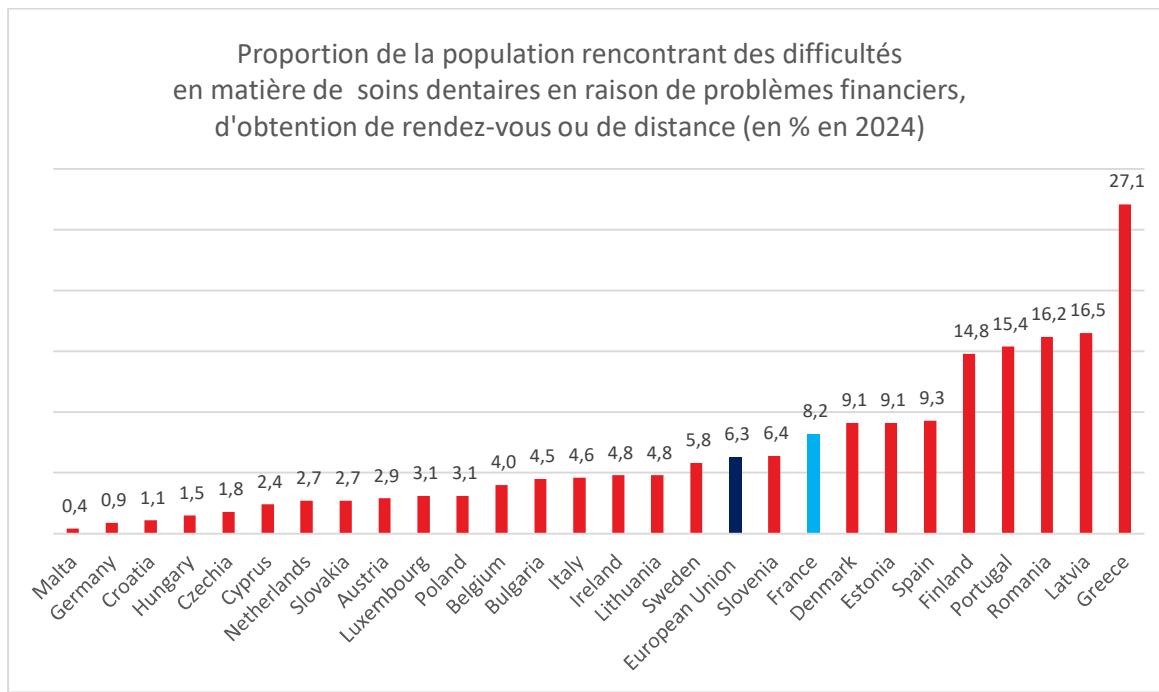


Cercle de l'Epargne – données Eurostat

### L'accès aux soins dentaires en Europe

En 2024, 6,3 % des personnes âgées de 16 ans ou plus dans l'Union européenne ayant eu besoin de soins dentaires ont déclaré ne pas avoir pu y accéder en raison de motifs financiers, de listes d'attente trop longues ou de l'éloignement des praticiens. Les proportions les plus élevées de besoins dentaires non satisfaits ont été relevées en Grèce (27,1 %), en Lettonie (16,5 %) et en Roumanie (16,2 %), tandis que les plus faibles concernaient Malte (0,4 %), l'Allemagne (0,9 %) et la Croatie (1,1 %).

Les données mettent également en évidence un fort gradient social : en 2024, la part des personnes exposées au risque de pauvreté ayant déclaré ne pas avoir pu accéder à des soins dentaires atteignait 13,7 %, contre seulement 5,1 % parmi celles n'étant pas considérées comme à risque. Ce schéma se retrouve dans l'ensemble des pays de l'Union européenne. Les écarts les plus marqués dans la déclaration de besoins dentaires non satisfaits ont été observés en Roumanie, où 43,5 % des personnes exposées au risque de pauvreté ont signalé de tels besoins contre 12,6 % parmi celles n'étant pas à risque, soit un écart de 30,9 points de pourcentage (pp). En Grèce, l'écart est du même ordre, 52,8 % des personnes à risque ont déclaré des besoins non satisfaits contre 22,7 % des personnes non à risque, soit un écart de 30,1 pp. Des différences importantes ont également été relevées en Lettonie (24,5 pp) et au Portugal (20,5 pp). À l'inverse, les écarts les plus réduits ont été constatés en Allemagne (1,3 pp), à Malte (1,5 pp) et en Pologne (1,7 pp), où la proportion de besoins dentaires non satisfaits varie peu entre les populations à risque et celles qui ne le sont pas.



Cercle de l'Epargne – données Eurostat

## AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

### Lundi 8 septembre

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

En **Allemagne**, les résultats du commerce extérieur et de la production industrielle de juillet seront dévoilés.

Au **Japon**, seront publiées la seconde estimation du PIB du deuxième trimestre ainsi que la balance des paiements de juillet.

En **Espagne**, l'indicateur confiance des consommateurs de juillet sera publié.

En **Chine**, les chiffres du commerce extérieur de la balance commerciale en août seront disponibles.

### Mardi 9 septembre

En **France**, seront présentés les résultats de la production industrielle de juillet, les prix des logements anciens du deuxième trimestre ainsi que les recettes fiscales de l'État sur la même période.

Une réunion de **l'Eurogroupe** est programmée.

**L'Union européenne** diffusera une **évaluation de la valeur économique du sport** dans ses États membres.

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

Au **Japon**, les commandes de machines pour juillet seront diffusées, renseignant sur l'investissement des entreprises.

### Mercredi 10 septembre

Pour **l'Union européenne**, Eurostat diffusera des données actualisées sur les décès par suicide sont actualisées, offrant un éclairage sur la santé publique en Europe. Les chiffres relatifs à la protection temporaire pour le mois de juillet 2025 sont publiés, apportant un suivi des flux migratoires et démographiques.

Aux **États-Unis**, seront publiés les chiffres de l'indice des prix à la production (PPI) pour le mois d'août.

En **Chine**, les résultats de l'inflation (CPI et PPI) du mois d'août seront rendus publics.

En **Espagne**, la production industrielle de juillet sera publiée.

## Jeudi 11 septembre

Eurostat publiera de nouvelles estimations de l'espérance de vie en 2024 sont rendues publiques, accompagnées d'analyses sur les évolutions démographiques. Une mise en avant est consacrée aux enfants dans l'**Union européenne**, avec un regard sur leur situation sociale et démographique.

À **Francfort**, la Banque centrale européenne annoncera sa décision de politique monétaire et tiendra sa conférence de presse.

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

En **Italie**, seront publiés les résultats de la production industrielle de juillet.

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

## Vendredi 12 septembre

Au **Royaume-Uni**, seront publiés le PIB mensuel de juillet, la production industrielle et les données sur la construction.

En **Chine et au Japon**, l'indicateur PSCI Thomson Reuters de septembre sera communiqué.

En **Chine**, il sera possible de suivre consulter les chiffres relatifs à l'évolution des nouveaux prêts bancaires et des prêts en cours en août.

Au **Japon**, les chiffres de juillet de la production industrielle et de l'utilisation des capacités seront disponibles.

Dans la **zone euro**, la production industrielle de juillet sera communiquée.

En **Allemagne**, les résultats définitifs de l'inflation en août sont attendus.

Aux **États-Unis**, l'Université du Michigan diffusera son estimation préliminaire de septembre sur la confiance des ménages.

En **Espagne**, la lecture finale de l'IPCH d'août sera publiée.

Au **Canada**, les résultats de l'enquête trimestrielle sur les services du deuxième trimestre seront diffusés. Les chiffres des permis de construire du mois de juillet seront communiqués.

## Lundi 15 septembre

En **France**, La Banque de France communiquera le niveau des réserves nettes de change pour le mois d'août.

En **Chine**, seront publiés les indicateurs d'activité du mois d'août : production industrielle, ventes au détail, investissement en actifs fixes et immobilier.

Aux **États-Unis**, l'indice manufacturier Empire State FED de New York de septembre sera publié.

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

Dans la **zone euro**, seront communiqués les résultats de la balance commerciale de juillet. Les données relatives aux postes vacants au deuxième trimestre 2025 seront diffusées. Un dossier est consacré aux conditions de vie en Europe, avec un focus sur les privations matérielles et les difficultés économiques des ménages.

En **Italie**, le montant de la balance commerciale en juillet sera diffusé.

Au **Royaume-Uni**, l'indice des prix immobiliers Rightmove de septembre sera communiqué.

Au **Canada**, les statistiques mensuelles des ventes manufacturières et les ventes de grossistes en juillet seront rendus publiques.

### **Mardi 16 septembre**

En **France**, les données détaillées sur le coût du travail au deuxième trimestre seront rendues publiques.

Aux **États-Unis**, seront publiées les chiffres des ventes au détail, le taux d'utilisation des capacités ainsi que celui de la production industrielle d'août et l'indice NAHB du marché immobilier de septembre.

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

Au **Canada**, l'inflation (IPC) d'août ainsi que les données relatives aux mises en chantiers ce même mois d'août seront rendues publiques.

En **Italie**, la lecture finale de l'inflation d'août sera publiée.

Au **Japon**, l'indice d'activité de l'industrie tertiaire de juillet est attendu.

Dans **l'Union européenne**, seront diffusés les indices du coût de la main-d'œuvre pour le deuxième trimestre. Un article consacré aux mobilités des citoyens européens et leur installation dans d'autres pays sera également disponible.

Au **Royaume-Uni**, les données relatives à l'emploi et à l'évolution du chômage en juillet seront disponibles.

## **Mercredi 17 septembre**

Pour **l'Union européenne**, les chiffres de l'inflation harmonisée pour août 2025 et un recueil de chiffres clés sur les conditions de vie en Europe seront diffusés.

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. La Réserve fédérale annoncera sa décision de politique monétaire et publiera ses projections.

Au **Royaume-Uni**, seront publiées les données d'inflation (CPI, RPI et PPI) d'août.

Au **Canada**, une décision de la BoC sur les taux d'intérêt est attendue. Les chiffres des achats de titres par des étrangers en juillet seront diffusés.

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

## **Jeudi 18 septembre**

En **France**, les chiffres des créations d'entreprises enregistrées en août seront disponibles.

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

Aux **États-Unis**, seront publiés les chiffres hebdomadaires des inscriptions au chômage, l'indice de la Fed de Philadelphie pour septembre, l'indicateur Avancé US et l'indice des indicateurs avancés du Conference Board pour août.

Dans **l'Union européenne**, seront publiées les immatriculations automobiles du mois d'août. La balance des paiements de juillet 2025 sera diffusée apportant ainsi un éclairage la situation financière extérieure de l'Union européenne.

## **Vendredi 19 septembre**

En **France**, une série de publications sur l'emploi salarié, salaires et durée du travail au deuxième trimestre (résultats définitifs) seront disponibles. Seront aussi diffusées les enquêtes de conjoncture de septembre concernant le commerce de gros, le bâtiment, le commerce de détail et l'automobile, l'industrie, les services, ainsi que l'indicateur de climat des affaires.

Au **Japon**, l'inflation nationale d'août sera publiée.

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

En **Italie**, seront diffusées les statistiques du commerce extérieur de juillet.

Dans la **zone euro**, la Banque centrale européenne publiera le compte courant de juillet. Des données sur les effectifs de professionnels de santé en 2023 (dentistes, pharmaciens, kinésithérapeutes) au sein des États membres de l'Union européenne sont diffusées.

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

Aux **États-Unis**, seront publiés 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 et cinq ans.

### **Lundi 22 septembre**

Dans **l'Union européenne**, sera publiée l'estimation flash de la confiance des consommateurs de septembre.

En **Chine**, le taux Préférentiel de Prêt de la PBoC de septembre sera publié.

Aux **États-Unis**, l'indice activité nationale de la Fed de Chicago d'août sera communiqué.

Aux **Canada**, l'indice des prix des produit industriels (IPPI) et l'indice des prix des matières premières (RMPI) d'août seront rendus publics.

### **Mardi 23 septembre**

Dans **la zone euro, en France, en Allemagne, au Royaume-Uni, au Japon et aux États-Unis**, seront publiés les indices PMI flash de septembre.

Aux **États-Unis**, seront dévoilées les reventes de logements d'août et les indicateurs conjoncturels de la Fed de Richmond pour le mois de septembre.

### **Mercredi 24 septembre**

Aux **États-Unis**, seront publiées les ventes de logements neufs d'août.

Au **Japon** les indicateurs PMI de septembre seront communiqués.

En **Allemagne**, il sera possible de consulter les indicateurs IFO de septembre.

Aux **États-Unis**, les chiffres des ventes de logements neufs en août seront diffusés.

### **Jeudi 25 septembre**

En **France**, on pourra consulter la dette publique au sens de Maastricht pour le deuxième trimestre ainsi que les résultats de l'enquête de confiance des ménages en septembre.

Eurostat publiera, pour **l'Union européenne**, un panorama sur les régions européennes, incluant des indicateurs démographiques, sociaux et éducatifs. Il sera également possible de suivre l'évolution des immatriculations de voitures en août.

En **Allemagne**, l'indicateur Confiance des consommateurs gfk de septembre sera disponible.

Aux **États-Unis**, les résultats de la croissance au deuxième trimestre d'une part, données relatives aux commandes de biens durables et les chiffre de la balance commerciales en août d'autre part seront disponibles. Il sera également possible de consulter les indicateurs conjoncturels de la Ged de Kansas City pour le mois de septembre.

### **Vendredi 26 septembre**

En **France**, seront publiés, pour le mois de juillet, le volume des ventes dans le commerce et l'indice de production dans les services.

Aux **États-Unis**, seront publiés les revenus et dépenses des ménages d'août, incluant l'indice des prix PCE. Les données relatives à la consommation personnelle réelle en août et les résultats de la croissance en juillet sont également attendus.

Au **Canada**, sera diffusé le PIB mensuel (par industrie) de juillet.

Au **Japon**, les résultats provisoires de l'inflation en septembre seront publiés.

En **Italie**, les indicateurs confiance des entreprises et confiance des consommateurs de septembre seront attendus.

En **Espagne**, il sera possible de prendre connaissance des résultats de la croissance au deuxième trimestre.

### **Lundi 29 septembre**

Dans **l'Union européenne**, seront publiés les résultats complets des enquêtes de climat (ESI) de septembre.

### **Mardi 30 septembre**

En **France**, plusieurs indicateurs seront disponibles : l'inflation provisoire de septembre, la consommation des ménages en biens (août), la construction de locaux et de logements (août), ainsi que les prix de production et d'importation de l'industrie pour le même mois.

Pour **l'Union européenne**, une mise à jour des données sur les ressortissants de pays tiers soumis à une obligation de quitter le territoire et les retours effectifs pour le deuxième trimestre 2025 sera disponible, illustrant les tendances migratoires.

En **Allemagne**, les données relatives à l'évolution du nombre de chômeurs en septembre seront rendues publiques.

En **Chine**, seront rendus publics les indices PMI officiels (manufacturier et non-manufacturier) de septembre.

## LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
<b>PIB Mds d'euros 2024</b>	2 918	4 304	2 177	1 590	15 044
<b>PIB par tête en 2024</b> <b>En euros</b>	42 185	50 764	36 893	32 483	43 196
<b>Croissance du PIB 2024</b>	+1,1 %	-0,3 %	+0,5 %	+3,2 %	+0,7 %
<b>Deuxième trimestre 2025</b>	+0,3 %	-0,1 %	-0,1 %	+0,7 %	+0,1 %
<b>Inflation</b> <b>En % - juillet 2025</b>	0,9	1,8	1,7	2,7	2,0
<b>Taux de chômage</b> <b>En % - juillet 2025</b>	7,6	3,7	6,0	10,4	6,2
<b>Durée annuelle du Travail</b> <b>(2024)</b>	1499	1338	1704	1624	-
<b>Âge légal de départ à la retraite (2022)</b>	62	65	67	65	-
<b>Ratio de dépendance</b> <b>(2024)* en %</b>	34,8	35,2	38,4	30,8	34,3
<b>Dépenses publiques</b> <b>En % du PIB 2024</b>	57,5	48,9	50,7	45,4	49,5
<b>Solde public</b> <b>En % du PIB 2024</b>	-5,8	-2,2	-3,8	-3,0	-3,0
<b>Dette publique</b> <b>En % du PIB 2024</b>	113	63	136,6	102,3	89,3
<b>Balance des paiements courants</b> <b>En % du PIB – déc., -24</b>	+0,4	+5,7	+1,4	+3,0	+2,8
<b>Échanges de biens</b> <b>En % du PIB – déc., -24</b>	-2,8	+5,6	+2,5	-2,5	+1,1
<b>Parts de marché à l'exportation</b> <b>En % 2024</b>	2,5	6,6	2,6	1,7	22,8
<b>Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut déc., -24</b>	18,0	20,2	11,2	13,4	15,2
<b>Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (05/09/2025)</b>	3,448	2,663	3,533	3,254	-

\*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 : -----