RÉFLEXIONS QUE SUGGÈRE L'ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE
Série 3
à partir d'avril 2025 :
le grand chambardement du monde

Christian BIALÈS

Ancien élève de l'École normale supérieure Paris-Saclay
Agrégé de l'Université
Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion
www.christian-biales.fr

Ce site se veut **évolutif. Pour cela il fait l'objet d'un enrichissement documentaire régulier.**

© Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.
Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.
Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALÈS
Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion
Montpellier (France)
www.Christian-Biales.fr

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi mettre un lien vers cette page

<u>Remarques préalables</u> :

1. ***Ce document concerne essentiellement la situation de l'année scolaire 2024-2025.***
2. ***Il doit beaucoup aux analyses que l'on peut trouver chez des experts reconnus et que j'apprécie tout spécialement, surtout ceux des Echos, de l'OFCE, d'Eurostat, ceux de Xerfi comme Alexandre Mirlicourtois, et Patrick Artus en particulier.***
3. ***En complément, il est recommandé de consulter notre « Historique de l'euro » pour la période couverte par les présentes « Réflexions ».***

Réflexion préalable sur le « grand retournement du monde »

Article de François Miquet-Marty, Les Echos, le 13 avril 2025

« Que s'est-il passé ? Quelles transformations a accompli en moins de quarante ans le "grand retournement du monde", des idéaux d'une mondialisation ouverte aux fermetures actuelles ?
Le "*temps de l'ouverture*" (1989-2001) fut engagé par la chute du mur de Berlin en 1989, la fin de l'Union soviétique en 1991, la publication du livre de Francis Fukuyama (« The End of History and the Last Man », Free Press, 1992), et l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001.
Le "*temps de la fermeture*" (2022-2025) est consacré par l'invasion de l'Ukraine par la Russie (24 février 2022) et la politique de la seconde administration Trump (depuis le 20 janvier 2025), puis culmine avec la guerre commerciale actuelle.
Si l'on entend dépasser la seule explication par la personnalité du président américain, il me semble que <u>ce "grand retournement" est notamment imputable à deux fractures essentielles</u>, totalement différentes par leurs histoires et leurs natures.
La première intervient sur la scène économique internationale : c'est la "Guerre des empires" (Fayard, 2010), avec la Chine contre les Etats-Unis, pour reprendre le titre d'un ouvrage de François Lenglet.
La seconde fracture est au sein des sociétés occidentales : ce que j'appelle le "trumpisme culturel", conforté par les idéaux de "fermeture".
La guerre des empires s'affirme pratiquement depuis le début des années 2000, de manière protéiforme (droits de douane, routes de la soie, soupçons d'ingérences des grandes entreprises…). Cette guerre a été avivée par les chocs mondiaux de ce premier quart de siècle, qui ont plaidé pour un "découplage".
La crise financière de 2008 a encouragé la Chine à se désolidariser d'un Occident fragile ; la période Covid de 2020 a incité chacun à reprendre une maîtrise de sa souveraineté ; l'amplification des écarts de compétitivité et les rivalités sur des secteurs stratégiques (l'automobile électrique notamment) ont amplifié ces divergences ; la guerre en Ukraine a accéléré le processus de sanctions (contre la Russie).
Cette guerre des empires a été accélérée par les perspectives de pénuries de ressources dans un monde fini. Dès 2010, le conflit Chine-Japon sur les terres rares a conduit Pékin à suspendre les exportations, et en 2011 l'UE publia sa première liste officielle de matières premières critiques.
L'essor des véhicules électriques intensifia la demande mondiale de lithium, puis le Covid fit prendre conscience de l'enjeu stratégique des dépendances aux ressources. En 2020 fut créée l'Alliance européenne pour les matières premières.
Quant à lui, *le trumpisme culturel* se déploie depuis une dizaine d'années (au sein des sociétés états-uniennes mais également européennes), selon des ressorts très différents de ceux qui attisent la guerre des empires. Il se nourrit pour une large part du désenchantement face au "projet occidental", quand celui-ci ne parvient pas à améliorer significativement la situation du plus grand nombre.
Fascinante mise en cause, multiforme, où la vérité compte moins, où la science est moins digne de confiance, où le pluralisme fait moins recette, où les notions d'argumentation et d'esprit critique s'effacent, où le rapport de force fait loi et où le faible est décrié.
Ce trumpisme culturel est aussi alimenté par les tentations du repli, comme l'a notamment montré David Goodhart. Désormais, 45 % des Français estiment qu'il "faut se protéger davantage du monde

d'aujourd'hui“ (contre 30 % en 2009), et seuls 25 % qu'il faut « s'ouvrir davantage au monde d'aujourd'hui » (33 % en 2009), selon le baromètre de la confiance politique Sciences Po - Cevipof de février 2025.
Il est enfin nourri par une réaction aux évolutions sociétales et culturelles post 2000 : diversité, droits des minorités, multiculturalisme, wokisme, déclin religieux, etc. (“Cultural Backlash : Trump, Brexit and Authoritarian Populism“, Pippa Norris et Ronald Inglehart, Presses universitaires de Cambridge, 2019).
Ces deux histoires, la guerre économique et le trumpisme culturel, procèdent donc des dynamiques très différentes et relèvent de natures différentes également : la guerre économique s'entend comme une concurrence pour une hiérarchie mondiale, vise les empires adverses, procède d'une logique de puissance. Elle est une idée ancienne : dès 1789, sous l'impulsion d'Alexander Hamilton, premier secrétaire d'État au Trésor, les États-Unis instaurèrent des tarifs douaniers pour soutenir leur industrie naissante face à la concurrence anglaise… Le trumpisme culturel, lui, s'entend comme un combat culturel, vise les élites intellectuelles, et en partie les valeurs de progrès et celles des Lumières.
Pourtant, ces deux histoires convergent aujourd'hui comme un précipité, à mon sens à la faveur de trois similitudes essentielles qui les lient de manière structurelle.
La première consiste en la crainte de modèles concurrents : la Chine, sur la scène économique internationale, et les “minorités“, sur les scènes culturelles intérieures.
La deuxième similitude réside en une fragilité de soi, perçue ou réelle : risque de vulnérabilité des États-Unis face à la Chine, déclassement des citoyennes et des citoyens de situations moyennes ou modestes.
La troisième similitude procède d'un espoir commun : la démondialisation, à la fois au service d'une puissance impériale retrouvée par le repli sur soi, et contre les élites occidentales promotrices des valeurs d'un monde ouvert.
Ainsi Francis Fukuyama semble loin et le rêve d'une mondialisation ouverte par le commerce international s'apparente de plus en plus à une illusion originelle de candeur ou de négligence des passions qui guident vraiment le monde. Les deux dynamiques des guerres commerciales et du trumpisme culturel sont parvenues, malgré leurs différences, à sceller un pacte d'une redoutable puissance ».

Réflexions préalables sur l'économie américaine :

• Réflexion sur deux privilèges des États-Unis

Les États-Unis ont incontestablement des facteurs qui en font encore l'économie la plus performante dans le monde. Et le président Trump et son gouvernement comptent sur la stratégie « MAGA » (Make America Great Again) pour développer encore les avantages relatifs et compétitifs de l'économie américaine.
Il faut ajouter que les États-Unis bénéficient au moins de deux privilèges qui leur permettent de défendre efficacement leur leadership mondial : **une arme monétaire avec le dollar**, monnaie internationale incontestée, et **une arme juridique avec le droit extraterritorial américain**.
• On parle depuis longtemps du *« privilège exorbitant » du dollar* comme monnaie de réserve internationale et comme véhicule monétaire incontesté pour les transactions commerciales et financières. Cette double qualité explique d'abord que les entreprises américaines, parce qu'elles font payer leurs clients étrangers en dollar, n'ont pas de risque de change et ensuite et surtout qu'il y a à la fois une forte demande de dollars pour participer à l'économie internationale et une forte demande internationale des titres de la dette américaine, donc en dollar. D'où pression à la baisse des taux d'intérêt américains qui sont alors inférieurs au taux de rendement des investissements américains, ce qui permet aux États-Unis de supporter un déficit extérieur important, de consommer et d'investir plus qu'ils ne produisent et qu'ils n'épargnent. On peut dire que les États-Unis font payer ce déficit par leurs créanciers ! De même, on peut dire que les pays qui ont des engagements en dollar dans leurs banques centrales accordent une aide extérieure aux États-Unis. De plus, le dollar est fabriqué à coût nul ou presque et vendu chèrement, c'est-à-dire à sa valeur faciale contre des bonnes importations : c'est le « gain de seigneuriage » ; autrement dit, les États-Unis peuvent régler leurs paiements et d'acquérir des actifs à l'extérieur au simple coût d'émission de leur monnaie. Les flux occasionnés ne figurent pas dans les statistiques commerciales, mais dans les flux financiers, en dette commerciale et souveraine essentiellement. À ce titre, les États-Unis

fonctionnent un peu comme un hedge fund, usant à plein de l'effet de levier de dette : ils se financent à coût peu élevé, s'agissant d'une dette réputée la meilleure au monde et investissent à l'étranger surtout en actifs risqués et donc rémunérateurs, empochant la différence de rendement.
C'est essentiellement parce que le dollar est la monnaie de réserve mondiale qu'il est très demandé. Et contrairement au cas des monnaies qui n'ont pas le statut de monnaie internationale de référence, le taux de change du dollar évolue de façon indépendante de l'état de la balance commerciale et les États-Unis sont privés du mécanisme normal de la dépréciation de leur monnaie qui pourrait comme dans le cas normal rééquilibrer de manière endogène et quasi-automatique l'équilibre des comptes extérieurs. Le dollar a donc une nette tendance à être surévalué ; d'où la perte de compétitivité, la désindustrialisation, la destruction d'emplois et le grignotage progressif du niveau de vie des classes les moins favorisées.
Voici l'évolution récente du taux de change de l'euro/dollar :



À cause des déficits jumeaux dont l'économie américaine souffre de plus en plus car le déficit commercial comme le déficit budgétaire ne cessent de s'accroître, le taux de change d'équilibre PPA (parité des pouvoirs d'achat) se situe plutôt vers 1,50 dollar par euro ; ce qui représenterait une dépréciation d'environ 30%, laquelle dépasserait les 20% de droits de douane....

Notes :

1- *« le rôle dominant du dollar dans le système monétaire et financier international est un atout et non un handicap pour les États-Unis »*

Analyse de Patrick Artus dans son Ecoflash Economie du 11 avril : en voici l'introduction (l'analyse complète est reprise plus loin dans le paragraphe sur « les risques du pari de D. Trump »).
« Une thèse répandue dans les milieux proches de Donald Trump (en particulier par Stephen Miran [voir plus loin le paragraphe : « L'explication : la "doctrine Miran" et le projet d'"accord de Mar-a-Lago" »], qui est le nouveau président du Council of Economic Advisors) est que le rôle dominant du dollar dans l'économie mondiale est un handicap pour les États-Unis, parce que le niveau élevé de la demande de dollars provoque une surévaluation de la monnaie américaine, et est la cause de la désindustrialisation des États-Unis. D'où la proposition de forcer la vente d'une partie de leurs réserves en dollars par les autres pays, pour causer une dépréciation du dollar, sous la menace de droits de douane qui seraient mis en place par les États-Unis s'ils refusaient de vendre des dollars, et d'apprécier leurs devises.
Mais en réalité, émettre la monnaie qui a un rôle dominant dans le système monétaire et financier international est un atout. Cette situation permet d'attitrer des capitaux internationaux, de pouvoir conserver un déficit extérieur très important et une dette extérieure croissante, de financer les investissements avec l'endettement international. La modernisation de l'économie américaine que permet ce "privilège exorbitant" du dollar compense largement la perte de l'industrie bas de gamme due au dollar fort.

De plus, le recul de la demande mondiale de dollars, et de titres du Trésor des États-Unis, non seulement conduirait à une dépréciation du dollar, mais aussi à une forte hausse des taux d'intérêt à long terme des États-Unis. Stephen Miran imagine forcer les pays à acheter de la dette à très long terme du Trésor. Mais si ces achats compensent les ventes, il n'y aura pas de dépréciation du dollar ».

2- *Dans Les Echos du 16 avril, la Professeure d'économie à Paris Panthéon-Assas Catherine Lubochinsky fait des réflexions importantes et souhaite même que l'on défie la suprématie du dollar* :

« (…) Le scénario états-unien est différent [de celui du Royaume-Uni fin septembre 2022] mais révèle une fois de plus que les marchés financiers peuvent constituer des garde-fous contre des politiques économiques incohérentes, voire erratiques.

Si dans un premier temps les ventes massives d'actions ont été accompagnées d'achats de titres de dette du Trésor et ont ainsi permis une baisse des taux américains, dans un second temps, ce sont à la fois une baisse des prix des actions et une hausse simultanée des taux qui se sont produites reflétant une défiance généralisée vis-à-vis de l'économie américaine. Ces comportements ayant été similaires pour les investisseurs internationaux, le dollar a baissé, et ce malgré la hausse des taux. La corrélation classique entre hausse des taux et hausse du dollar n'a pas fonctionné. Les fluctuations massives en quelques jours ont fait craindre une crise de liquidité. Ceci explique les interventions de membres de la Federal Reserve Bank signalant qu'elle était prête, si besoin, à intervenir. Évidemment, la volte-face de Trump - une suspension pour 90 jours des droits de douane, exemption faite des importations technologiques en provenance de Chine - a redonné espoir aux "marchés". Pour combien de temps ?

Deux leçons peuvent être tirées de cette séquence sur les marchés financiers incluant les prémisses d'une crise financière, comme l'indique l'envolée des écarts de taux des emprunts de catégorie spéculative.

La première porte sur l'interaction entre finance et politique : l'oreille de Trump n'est pas restée insensible aux interventions des patrons des plus grandes banques et sociétés de gestion d'actifs ayant contribué à l'élection de Trump (attirés par l'annonce d'une dérégulation du secteur financier).

La deuxième est qu'il est urgent, dans un monde multipolaire, de défier la suprématie du dollar dans le système monétaire international. Pour l'instant, seul l'euro a les attributs nécessaires pour concurrencer le dollar. Il est temps d'uniformiser les règles juridiques comptables et fiscales des marchés financiers en Europe et de finaliser l'intégration financière de la zone euro ».

• Concernant *l'extraterritorialité du droit américain*, « les lois dites d'Amato-Kennedy et Helms-Burton votées en 1996 protègent à l'excès les intérêts économiques des USA. Il s'agissait a priori d'étouffer les ennemis de l'Amérique (rogue states). Ces lois interdisent à toute entreprise de commercer avec eux (Cuba, Libye, Iran, Irak, Birmanie, Corée du Nord, etc). Au-delà de la dimension géopolitique, les économistes parlent désormais de militarisation du commerce et de la politique commerciale (*weaponization)*. On note par exemple l'utilisation croissante de la coercition, par exemple *via* l'extraterritorialité du droit américain. L'administration américaine fait de plus en plus souvent pression sur les entreprises étrangères afin qu'elles s'alignent sur l'agenda politique américain. Les entreprises européennes ont ainsi été menacées de ne plus pouvoir commercer avec les États-Unis si elles s'installaient en Iran.

Les récalcitrants font l'objet de poursuites par les autorités américaines. La sanction est l'exclusion des marchés américains. Malgré les désaccords des autres gouvernements, cette loi est toujours en vigueur, elle a même élargi son domaine d'action. (…) Tout ce que le droit international ne condamne pas spécifiquement est donc autorisé14. (note 14 : le droit international distingue cinq compétences qui autorisent un État à édicter une législation nationale à caractère extraterritorial. 1) La compétence personnelle active (poursuite de nationaux pour des faits commis en dehors du territoire nationale). 2) La compétence personnelle passive (un de ses ressortissants est victime d'un acte illicite commis par un étranger en dehors de son territoire). 3) Compétence de sécurité (intérêts vitaux de sa sécurité nationale). 4) Les effets substantiels (un État peut exercer sa juridiction pour éviter les effets substantiels sur son territoire d'un acte commis hors de son territoire). 5) Compétence universelle (si la menace concerne la communauté internationale). Dans ce contexte, Washington s'est attribué une compétence générale d'application du droit international. Il crée un état permanent d'incertitude juridico-économique en faveur des intérêts américains. Le gouvernement des États-Unis dispose ainsi d'une arme politique efficace. Cette loi constitue un atout

fondamental en faveur pour la Maison Blanche dans la guerre commerciale qu'elle engage "tous azimuts". (…) Le droit économique devient de plus en plus important et la plupart des affaires passées avec les entreprises américaines sont, en cas de contentieux, traités auprès des tribunaux de New York, ce qui constitue un grand avantage pour les firmes nationales. Le droit est une arme économique violente appliquée par les États-Unis, avec une législation punitive sans appel auprès d'autres tribunaux internationaux. (…) Les entreprises les plus sanctionnées sont européennes. (…) Notons pourtant que les faits reprochés ne sont répréhensibles ni devant l'ONU ou l'OMC, ni le FMI. Ces lois agressives concernent aujourd'hui tous les pays et firmes en relation directe ou indirecte avec les marchés commerciaux, financiers ou monétaires américains. (…) La capacité du droit américain à s'imposer partout dans le monde, même quand les activités se déroulent en dehors de son territoire ne manque pas d'interroger sur la violence accrue du leadership économique américain pour s'approprier, directement ou indirectement, les entreprises et technologies dans le monde entier. Le droit américain est une arme économique, une "machine de guerre juridico-administrative". (…) ».

• Réflexions sur les difficultés que rencontre l'économie américaine et qui peuvent expliquer la politique radicale menée par l'Administration Trump.

• L'économie américaine connaît des difficultés, parce qu'elle montre déjà des signes plus ou moins inquiétants : les prévisions de croissance révisées à la baisse (notamment sous l'effet des coupes budgétaires, parce que le moteur du commerce extérieur risque de se gripper et qu'en même temps la demande intérieure a plutôt tendance à s'essouffler dans un contexte où le commerce mondial commence à reculer, et aussi parce que les gains de productivité risquent de souffrir d'une concentration forte et croissante de la richesse patrimoniale des ménages et des entreprises, ce qui peut freiner les innovations, et d'une diminution des moyens du système de recherche, spécialement scientifique), donc risque de montée du chômage, des anticipations d'inflation qui s'envolent (l'augmentation des droits de douane pénalisent certes les pays visés mais aussi les États-Unis et leurs consommateurs, pas tellement par l'effet des mesures de rétorsion mais par l'effet boomerang de cette augmentation sur les prix intérieurs), les effets négatifs de l'expulsion de travailleurs immigrés sur l'offre de travail, les salaires, les coûts et donc aussi les prix (et soulignons que l'inflation est un phénomène auto-réalisateur, avec des conséquences sur de nombreux mécanismes comme l'arbitrage consommation/épargne, qui va de surcroît mettre en difficulté la Fed).

Surtout, les États-Unis souffrent depuis longtemps, donc structurellement, de deux déficits considérables, un déficit budgétaire, d'où une dette publique qui atteint des sommets, et un déficit commercial qui s'aggrave sans cesse ; et à ces déficits jumeaux s'ajoute une forte désindustrialisation qui, outre ses conséquences économiques négatives, entraîne des problèmes socio-politiques conséquents :

• **Le déficit et la dette publics**



La situation des États-Unis deviendrait rapidement très difficile si la qualité de leur dette souveraine était mise en cause d'une manière ou d'une autre. Or, malgré la puissance monétaire, économique et politique encore dominante des États-Unis (sans parler de leur puissance militaire), cette mise en cause pourrait avoir lieu dans au moins quatre cas :

- Une évolution particulièrement inquiétante des finances publiques américaines.
- Des manipulations financières affectant le marché des titres de dette publique des États-Unis, comme forcer les détenteurs de dette du Trésor américain à la vendre pour l'échanger contre des titres à plus long terme.
- La mise en cause de certains aspects de l'État de droit (mise en cause de la séparation des pouvoirs, mise en cause de l'indépendance de la Fed, …).
- Une volonté gouvernementale de déprécier le dollar pour réduire le déficit extérieur, puisqu'une dépréciation importante du dollar nuirait à la valeur de la dette américaine.

Remarque : en octobre 2022, Marina Halac (Yale University) et Pierre Yared (Columbia University) ont fait paraître un article, « A Théorie of Fiscal Responsability and Irresponsability ».
On lit notamment dans l'introduction :
« La trajectoire de la dette publique aux États-Unis depuis 1970 illustre cette dynamique.

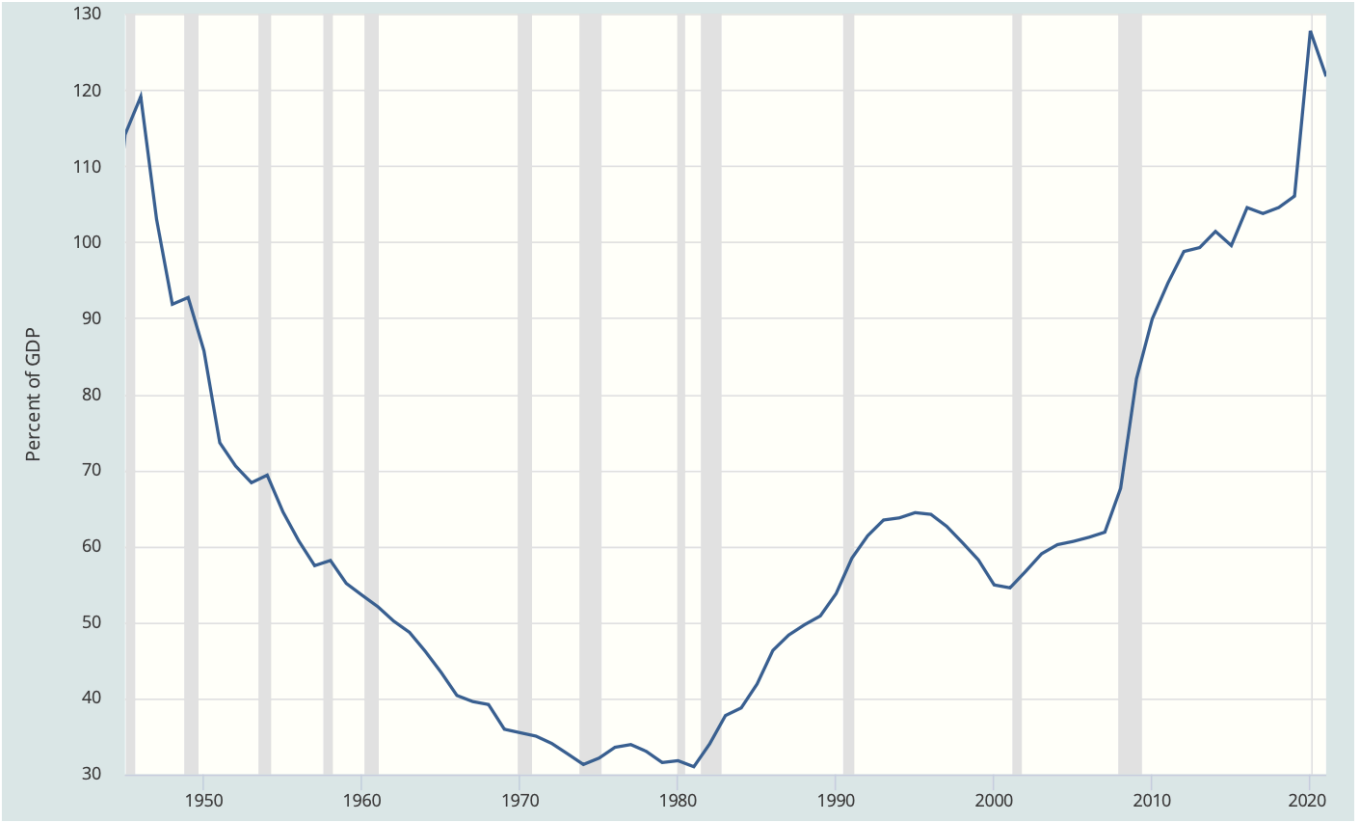
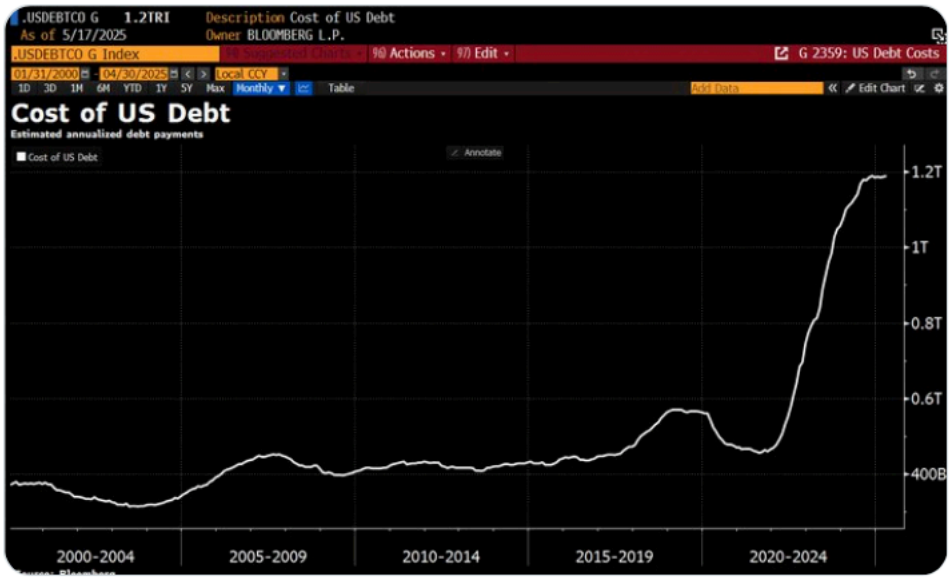


Figure 1: Federal debt held by the public as percent of GDP. Shaded areas indicate U.S. recessions. Sources: OMB; St. Louis Fed. Retrieved from FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/FYGFGDQ188S.

La figure 1 montre la dette publique américaine en pourcentage du PIB depuis 1945. L'embargo pétrolier de l'OPEP de 1973, la révolution iranienne de 1979 et la désinflation Volcker de 1980 ont mis fin à une baisse de la dette publique qui a duré des décennies après la Seconde Guerre mondiale, la dette publique par rapport au PIB augmentant de 38% au cours de trois récessions entre 1974 et 1983. Cette expansion de la dette a persisté pendant le boom économique des années 1980 sous l'administration Reagan et pendant la récession de 1990 et la première guerre du Golfe, après quoi une combinaison d'augmentations d'impôts et de réductions des dépenses sous les administrations Bush et Clinton a ralenti et finalement rendu négatif le taux de croissance de la dette par rapport au PIB. Français Cette baisse de la dette a été stoppée après la récession de 2001 et le début de la guerre contre le terrorisme, avec une explosion de la dette lors de la crise financière mondiale de 2008. Cette crise a à son tour inauguré une nouvelle période de consolidation budgétaire, les limites de dépenses établies dans le cadre de la loi de contrôle budgétaire de 2011 contribuant à ralentir la croissance de la dette. Plus récemment, au lendemain de la pandémie de COVID-19, suite au déploiement des vaccins au printemps 2021, le Congrès a privilégié une politique budgétaire souple avec un plan de relance historiquement important.

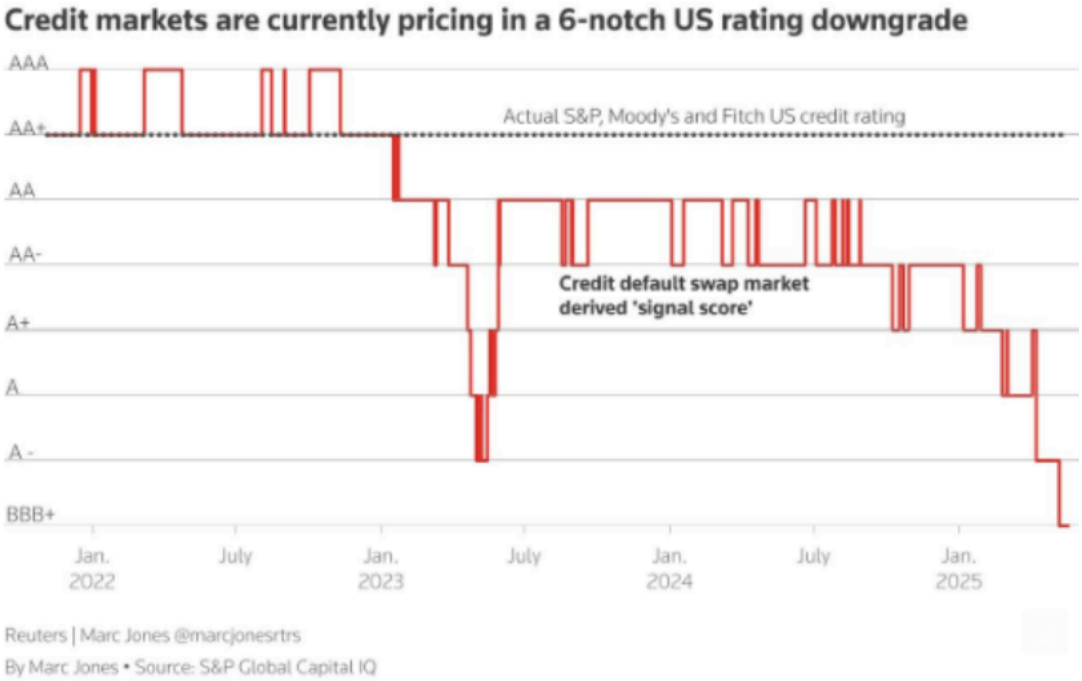
Dans cet article, nous proposons un mécanisme d'économie politique qui explique la présence de régimes budgétaires ponctués de périodes de crise, comme ceux de la figure 1. Notre modèle se concentre sur l'interaction dynamique entre des gouvernements successifs enclins au déficit et soumis à des chocs budgétaires “i.i.d“. Nous montrons que l'économie effectue des transitions endogènes entre un régime budgétairement responsable et un régime budgétairement irresponsable, ces transitions se produisant lors de crises où les besoins budgétaires sont importants. Dans le régime budgétairement responsable, les gouvernements limitent leurs dépenses afin d'éviter une transition vers l'irresponsabilité budgétaire. Dans le régime budgétairement irresponsable, les gouvernements dépensent excessivement, même par rapport à leurs biais, précipitant des crises qui conduisent au rétablissement de la responsabilité budgétaire ».

Dans l'« European Economic Review » est paru le 9 avril un article d'Alvaro Fernandez-Gallardo (Banque d'Espagne) et d'Ivan Paya (Université d'Alicante et Université de Lancaster), « Public debt burden and crisis severity », dont voici le résumé :
« Des études théoriques récentes ont mis en évidence que le niveau de la dette publique et le coût unitaire du service de la dette $(r - g)$ jouent tous deux un rôle dans la soutenabilité des finances publiques. Cet article s'appuie sur cette littérature et introduit une nouvelle approche pour analyser la relation entre les ralentissements économiques et les risques liés à la dette souveraine en considérant le fardeau total de la dette publique, c'est-à-dire l'interaction entre le niveau de la dette et $r - g$. Nous menons cette analyse pour 18 économies avancées sur une période de 150 ans, mettant en évidence trois résultats inédits. Premièrement, nous démontrons que le niveau de la dette publique et le différentiel taux d'intérêt-croissance transmettent des informations distinctes sur l'état des finances publiques, renforçant l'argument en faveur de l'intégration de ces deux mesures dans l'évaluation des risques liés à la soutenabilité de la dette souveraine. Deuxièmement, nous offrons une perspective historique à long terme sur le rôle du fardeau total de la dette publique dans la détermination de la gravité des récessions et du rythme des reprises ultérieures. Nos résultats démontrent qu'un endettement public élevé est associé à des contractions économiques plus profondes, à des baisses plus marquées de l'investissement, à des pressions déflationnistes et à des contractions prononcées du crédit en période de récession. Une analyse plus approfondie des mécanismes de transmission plausibles suggère qu'un endettement total élevé au début des récessions est lié à des politiques accommodantes plus limitées en période de crise financière. Troisièmement, nous documentons les effets de rétroaction des crises financières sur les composantes du fardeau total de la dette publique, démontrant que le niveau et le coût de la dette publique se détériorent systématiquement, augmentant ainsi le risque de crises de la dette souveraine au lendemain des turbulences financières".

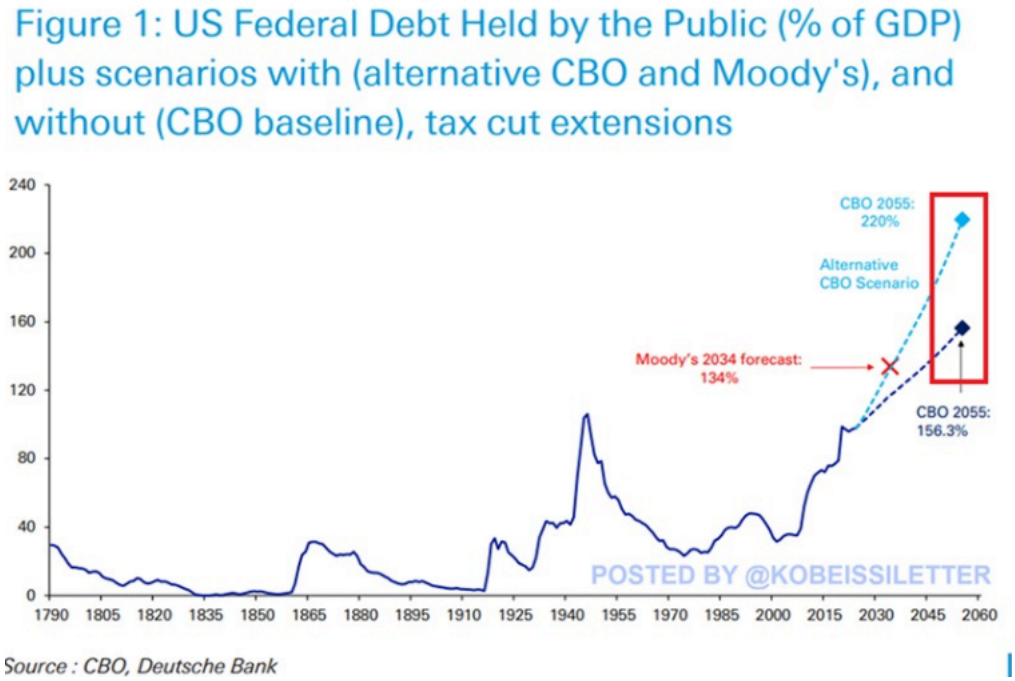


Le vendredi 16 mai, les États-Unis ont perdu leur note AAA, la plus élevée : Moody's Ratings a abaissé la note du pays de Aaa à Aa1 en raison d'une augmentation de la dette publique et d'une charge d'intérêts plus élevée. « Les administrations américaines successives et le Congrès ne sont pas parvenus à s'entendre sur des mesures visant à inverser la tendance aux importants déficits budgétaires annuels et à la hausse des charges d'intérêt. Nous ne pensons pas que les propositions budgétaires actuellement à l'étude permettront d'aboutir à des réductions significatives et pluriannuelles des dépenses obligatoires et des déficits ».

Note : « Les marchés du crédit anticipent actuellement [mi-mai] une dégradation de la note de crédit des États-Unis de 6 niveaux, ce qui leur donnerait une note de BBB, légèrement supérieure à la note d'investissement » (Barchart)



De son côté, le 21 mai, « The Kobeissi Letter », sur X, reprend le schéma suivant sur l'évolution possible de la dette publique américaine ; et suit son commentaire :

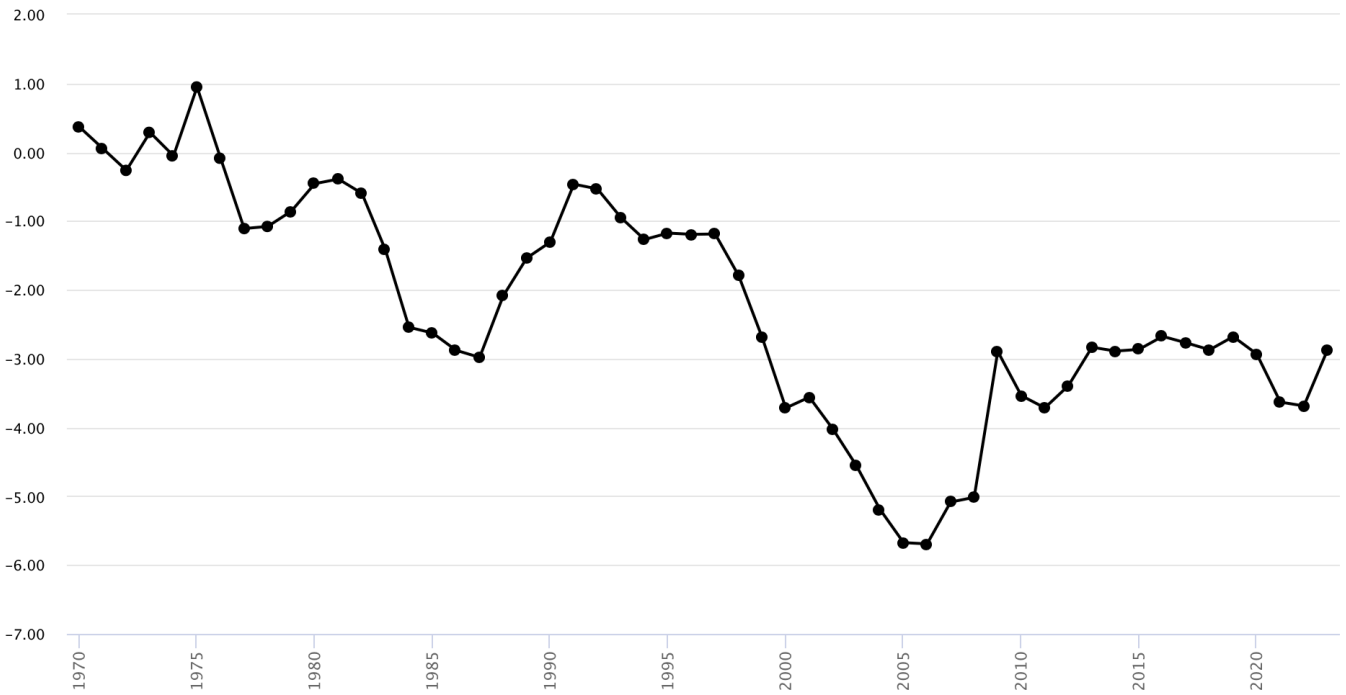


« Cela représenterait une augmentation considérable de 64 points de pourcentage par rapport à la projection de référence.
Dans ce cas, le déficit budgétaire atteindrait 12,3 % du PIB d'ici 2054, soit 5 points de pourcentage de plus que la prévision de base. Ce serait même plus élevé que les 9,8 % enregistrés en 2009. À titre de comparaison, en 2020, le déficit a atteint 14,7 % du PIB, soit un niveau inférieur à celui de la Seconde Guerre mondiale. La crise de la dette est un euphémisme ».

- **Le déficit commercial**

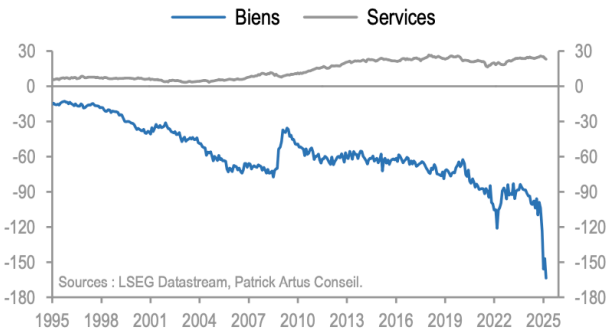


Balance commerciale (% du PIB), États-Unis



Perspective monde, date de consultation: 13/05/2025, source: Banque mondiale

Graphique 1a
Etats-Unis : balance commerciale des biens et services (données mensuelles, en Md$)



Graphique 1b
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)



Dans son Flash Economie du 15 mai (n°54), Patrick Artus répond à la **question de savoir pourquoi les États-Unis ont un déficit extérieur aussi important**. Voici sa réponse, accompagnée des graphiques 1a et 1b ci-dessus :

« Le déficit extérieur des États-Unis est attribué par l'administration Trump soit à la surévaluation du dollar, due à son rôle de monnaie de réserve, soit au protectionnisme des autres pays.
Mais en réalité, ce déficit extérieur a quatre origines :
- la désindustrialisation des États-Unis, qui est un phénomène normal compte tenu de leurs avantages comparatifs ;
- la déformation du revenu aux États-Unis au détriment des salariés, particulièrement des salariés à revenus faibles, qui leur impose de s'endetter (d'où la faiblesse du taux d'épargne des ménages) pour consommer ;
- le besoin très important d'investissement, en particulier dans les nouvelles technologies, qui dépasse les capacités d'épargne des États-Unis ;
- le déficit public permanent (depuis 2000) des États-Unis ».

Dans son développement, P. Artus donne les informations suivantes :
- sur la surévaluation supposée du dollar :

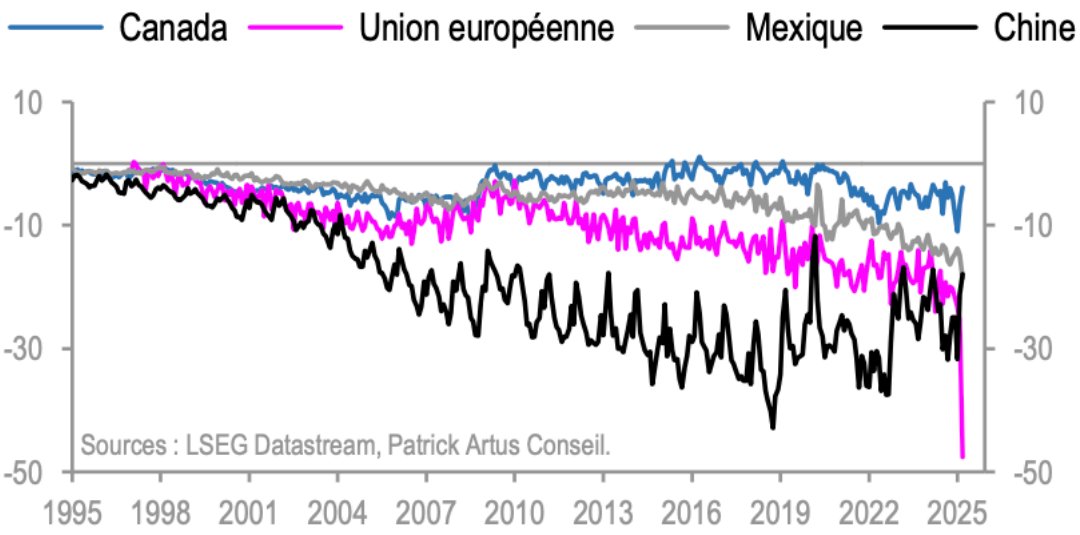
Graphique 2
Etats-Unis : Taux de change effectif réel du dollar
(100 : 2010)



Commentaire de P. Artus : « On voit effectivement une surévaluation réelle du dollar, mais seulement de 2001 à 2003, et depuis 2022. En moyenne, le dollar n'est pas surévalué ». Notre propre commentaire est beaucoup plus nuancé : on ne peut pas complètement invalider l'argument de l'administration Trump ;

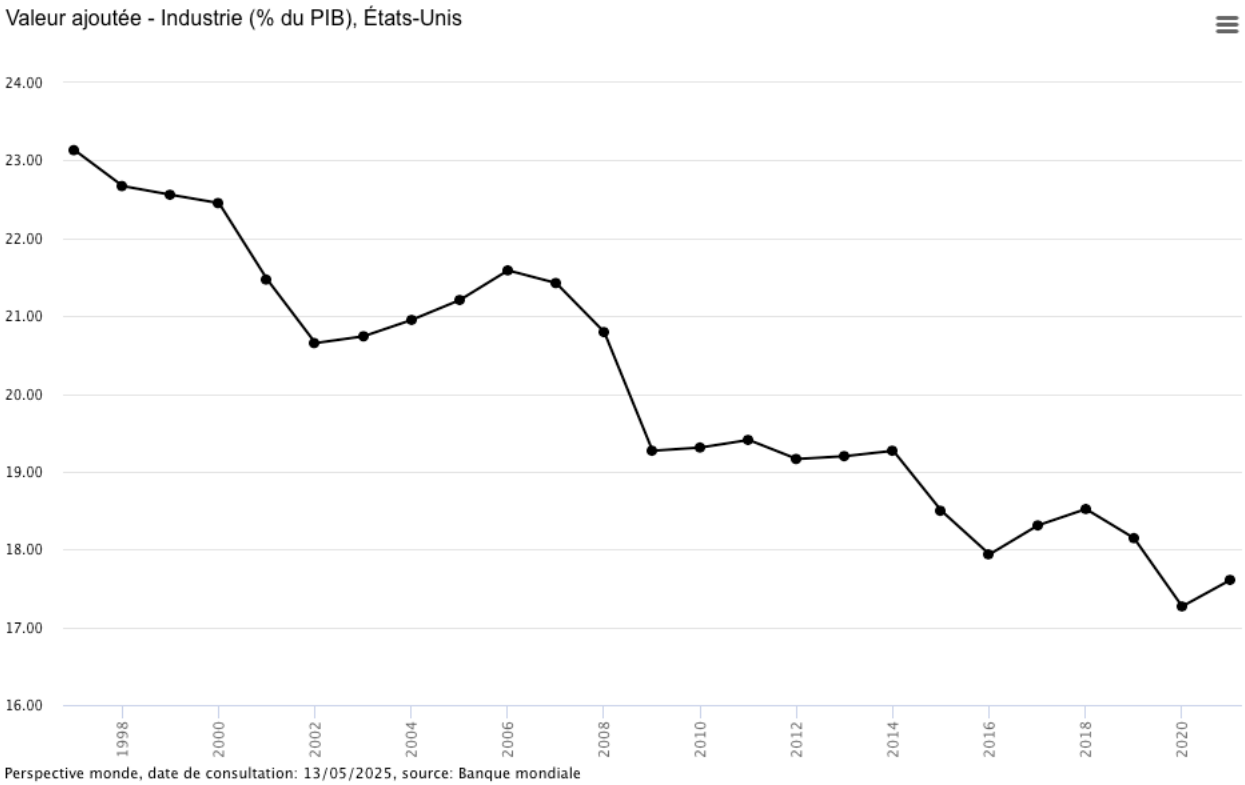
- sur l'explication par le protectionnisme des autres pays :

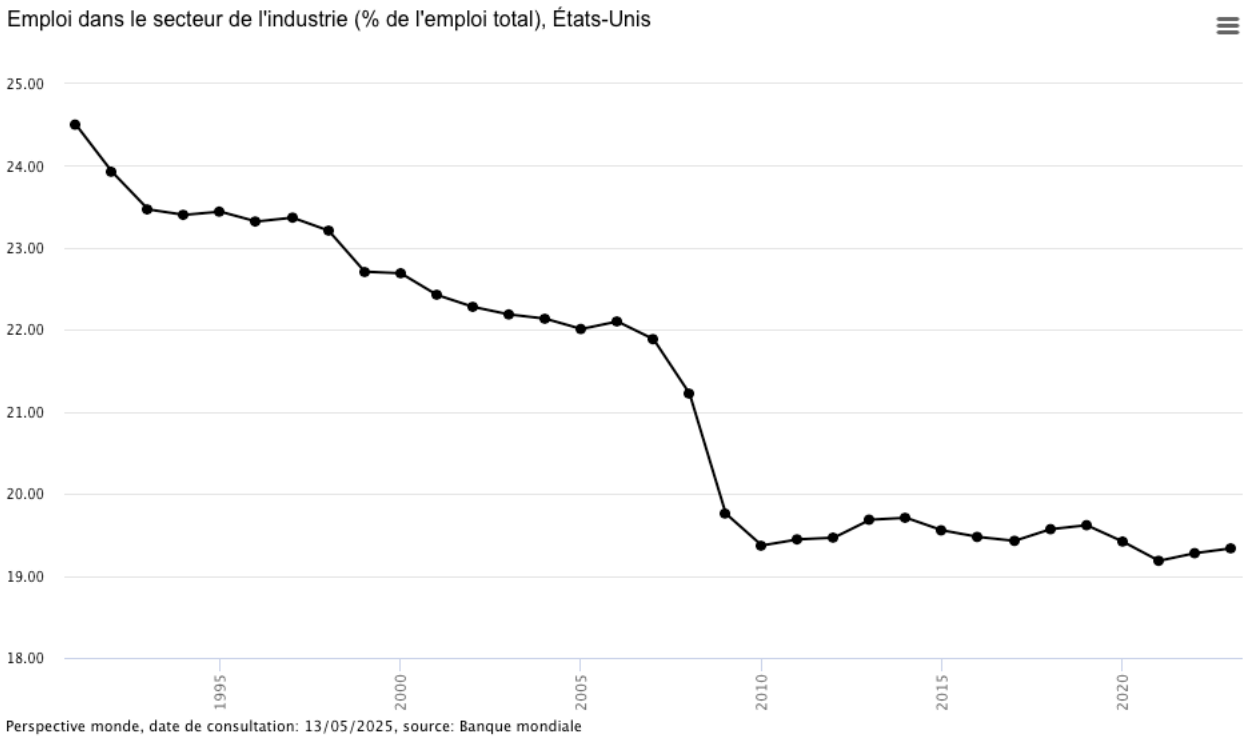
Graphique 3
Etats-Unis : balance commerciale avec le Canada, le Mexique, la Chine et l'Union européenne (données mensuelles, en Md$)



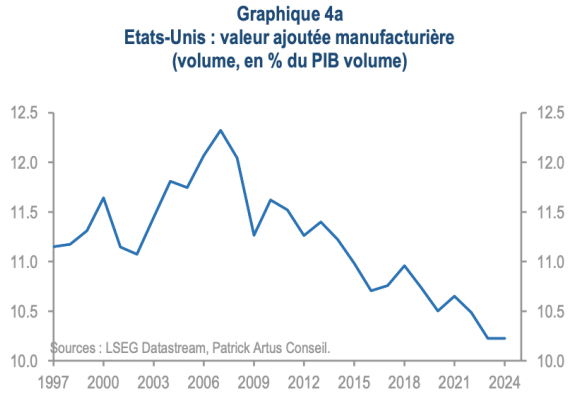
Commentaire de P. Artus : « l'explication par le protectionnisme des autres pays ne tient pas. Les États-Unis ont des déficits commerciaux très importants vis-à-vis du Mexique, du Canada, de l'Union européenne (Graphique 3), tous pays avec lesquels ils sont en libre-échange ». Il n'empêche que ce graphique explique bien pourquoi la guerre commerciale lancée par D. Trump a visé – comme par hasard - ces pays-là, ainsi d'ailleurs que la Chine.

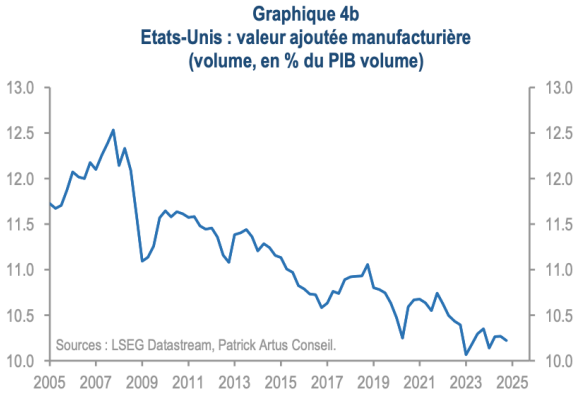
- **La désindustrialisation.**





Le poids de l'industrie manufacturière dans le PIB recule surtout depuis 2008 (**Graphiques 4a/b**), ce qui est une évolution normale : les Etats-Unis n'ont pas d'avantage comparatif pour produire des produits industriels milieu-bas de gamme, leur avantage comparatif réside dans la production de services technologiques, de services financiers. Il est donc normal qu'une partie de leur industrie se soit relocalisée dans les pays émergents (Mexique, Chine, **Graphique 3**, plus haut).



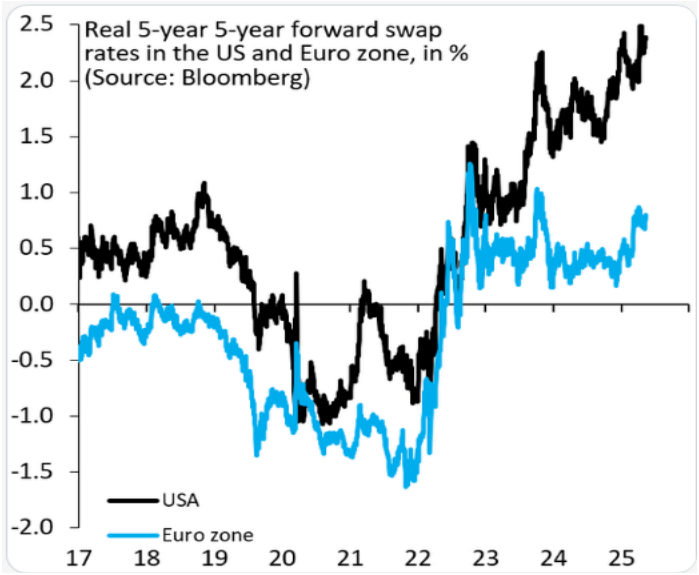


Source : Flash Economie du 15 mais (n°54) ; Patrick Artus

Un article intéressant est paru en mai 2012, « **The China Syndrome : Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States** », de D. H. Autor (MIT), D. Dorn (CEMFI, Madrid) et G. H. Hanson (Université de Californie), dont voici le résumé :
« Nous analysons l'effet de la concurrence croissante des importations chinoises entre 1990 et 2007 sur les marchés du travail américains locaux. Nous explorons les variations d'exposition aux importations entre les marchés, résultant des différences initiales de spécialisation sectorielle, tout en instrumentant les importations à partir de l'évolution des importations chinoises par secteur vers d'autres pays à revenu élevé. Cette exposition croissante accroît le chômage, réduit la participation au marché du travail et les salaires sur les marchés du travail locaux. De manière prudente, elle explique un quart du déclin global contemporain de l'emploi manufacturier américain. Les prestations de transfert pour le chômage, l'invalidité, la retraite et les soins de santé augmentent également fortement sur les marchés du travail exposés ». Signalons que cette année, Kirill Borusyak (Université de Berkeley), Peter Hull (Brown University) et Xavier Jaravel (London School of Economics) ont fait paraître un article « A Practical

Guide to Shift-Share Instruments » pour discuter de la méthode employée dans l'article de leurs collègues.
On verra plus loin que l'un des buts de la politique de D. Trump est d'enrayer la désindustrialisation. Notons ici qu'après son prédécesseur, le Président Trump met sur la sellette en particulier le secteur de la pharmacie : il veut baisser le prix des médicaments, estimant que « les citoyens américains paient des prix plus élevés que les autres pays pour le même comprimé provenant de la même usine ». Selon les statistiques de l'EFPIA, le lobby américain du secteur, les ventes aux États-Unis représentent plus de 67% des ventes des nouveaux traitements ; une baisse des prix aurait donc des conséquences sur tout le secteur. Celui-ci est en effet très sensible, ce qui explique que la recherche économique s'y intéresse : citons l'article paru en mai 2022 de Pierre Dubois (Toulouse School of Economics), Ashvin Gandhi (University of Califronia) et Shohana Vasserman (Standford Graduate School of Business), « Bargaining and International Reference Princing in the Pharmaceutical Industry ». En voici le résumé :
« (…) Cet article évalue les effets d'une politique américaine de prix de référence internationaux qui plafonnerait les prix sur les marchés américains par rapport à ceux pratiqués dans les pays de référence. Nous estimons un modèle structurel de l'offre et de la demande de produits pharmaceutiques aux États-Unis et dans des pays de référence comme le Canada, où les prix sont fixés par un processus de négociation entre les entreprises pharmaceutiques et le gouvernement. Nous simulons ensuite l'équilibre contrefactuel sous de telles règles de prix de référence internationaux, permettant aux entreprises d'internaliser les externalités internationales introduites par ces politiques. Nous constatons qu'en général, ces politiques entraîneraient des baisses de prix bien plus faibles aux États-Unis que des hausses de prix dans les pays de référence. L'ampleur de ces effets dépend du nombre, de la taille et de la structure du marché des pays de référence. Nous comparons ces politiques à une négociation directe des prix aux États-Unis ».

Note : le post suivant sur X de Robin Brooks, du 14 mai, contient un graphique :



Pour Robin Brooks, « il s'agit du graphique le plus important des marchés actuellement. Les taux réels à long terme aux États-Unis se sont découplés de ceux de la zone euro. S'il s'agit d'une prime de risque, comme le pensent les marchés, elle justifie un dollar plus faible. Mais s'il s'agit de prévisions de croissance plus fortes, le dollar est actuellement trop bas. Les marchés restent la contrainte ultime pour l'administration Trump, comme dans Trump 1.0. Les turbulences du marché obligataire après le 2 avril sont à l'origine du retour en arrière sur les tarifs douaniers réciproques ; les garde-fous fonctionnent donc. Je suis du côté de la croissance… ». Mais des interlocuteurs de Robin Brooks font une analyse différente ; comme Marcel Kasumovitch, qui est du côté du dollar plus faible et qui pense que l'accord de Mar-A-Lago est bien réel ; un autre se demande si ce ne sont pas les attentes envers la zone euro qui ne sont pas trop faibles.

Conséquence : cette situation impose de toute façon aux États-Unis une réaction urgente et forte.

En effet, les « déficits jumeaux » atteignent ensemble des valeurs tellement alarmantes que cela présente aujourd'hui le grand danger de remettre en cause le statut du dollar et l'hégémonie américaine. Et si, d'une manière ou d'une autre, le leadership américain était très contesté et/ou si la santé de l'économie américaine se dégradait encore, ce pourrait être à l'origine d'une crise systémique qui serait préjudiciable à toute l'économie mondiale en général mais à l'Occident en particulier dont certains annoncent d'ores et déjà la défaite…

On constate déjà que l'on va vers un monde non seulement chamboulé par les Trumponomics mais complètement renversé :
En riposte à la politique commerciale agressive du Président américain, on apprend fin mars 2025 (30 mars, Séoul) la préparation d'un accord de libre-échange trilatéral « complet et équitable » entre la Chine, le Japon et la Corée du Sud (20% de la population mondiale, ¼ du PIB mondial, 20% du commerce mondial) ! L'objectif est de « garantir des conditions équitables à l'échelle mondiale » pour favoriser un environnement commercial mondial « libre, ouvert, équitable, non discriminatoire, transparent et inclusif », ces mots étant précisément choisis pour se distinguer des propos de D. Trump. Les trois pays ont exprimé le désir de promouvoir une réforme de l'OMC, en particulier pour encourager l'adhésion de nouveaux pays au Partenariat économique régional global (RCEP) qui réunit déjà 15 pays d'Asie-Pacifique. Dans un communiqué distinct, la Chine précise : « L'unilatéralisme et le protectionnisme se propagent, exerçant une forte pression sur les échanges mondiaux. Les trois pays doivent assumer leur responsabilité pour préserver le système commercial multilatéral et promouvoir l'intégration régionale ».

Deux contributions significatives nous persuadent de la gravité de la situation américaine actuelle.

- **La réflexion de Yanis Varoufakis (5 mai) :**

« Il y a des limites à l'ampleur des déséquilibres, tant en termes de déficits commerciaux que de ratio profits/rentes. Les ruptures sont inévitables. Plus on les retarde, plus elles sont douloureuses – une vérité que les centristes n'ont jamais reconnue, même lorsque le krach de 2008 les a détruits.
Les partisans de Trump ont osé poser la question pressante que les centristes [les gouvernements européens et anglais] refusent d'aborder : que se passera-t-il après le Dark Deal, une fois que les déséquilibres créés par le déficit commercial américain se seront révélés insoutenables et massifs ?
Les solutions qu'ils proposent peuvent paraître malavisées, bancales, voire folles, mais au moins l'équipe de Trump a-t-elle cerné le problème de la classe dirigeants américaine : comment maintenir l'hégémonie américaine face à la désindustrialisation rapide du pays, avec le dilemme de Triffin qui pèse sur eux, et maintenant que les rentes financières sont remplacées par ce que j'appelle les rentes du cloud ? À l'inverse, les responsables politiques britanniques et européens sont complètement dépassés, courant comme des poulets décapités, oscillant entre bravade creuse et servilité envers Donald Trump ».
Cette réflexion est un extrait de ce que l'on rapporte plus loin, à la fin du paragraphie IV.
Note : sur YouTube, Yanis Varoufakis s'entretient de la situation avec le professeur norvégien Glenn Diesen (connu aussi pour être un propagandiste de V. Poutine) : https://www.youtube.com/watch?v=nN1QmCsYuf0 Le titre donné à la visio est « New Economic World Order & Europe's Suicide ».

- **La conférence d'Emmanuel Todd faite à Budapest le 8 avril**

(https://www.youtube.com/watch?v=kuc-Asdcj00)
Ici aussi, on prend un extrait de cette conférence dont on recommande fortement l'écoute intégrale.
« À partir du début des années 2000, le libre-échange et le choix libéral des États-Unis ou de l'Occident avait abouti à la destruction d'une bonne partie de l'appareil industriel américain. Donc, je partais avec la vision d'un système occidental en expansion mais qui perdait, qui explosait en son centre. Et donc, j'avais pu prévoir que l'industrie américaine ne serait pas suffisante pour produire suffisamment d'armement pour les Ukrainiens pour nourrir leur guerre contre les Russes. Mais au-delà de ça, j'étais tombé sur un

indicateur très important qui était la capacité respective de la Russie et des États-Unis à éduquer et à produire des ingénieurs et je m'étais aperçu que la Russie, malgré sa population deux fois et demi plus petite que celle des États-Unis était capable de produire plus d'ingénieurs et sans doute de techniciens qualifiés que les États-Unis ; tout simplement parce que aux États-Unis 7% des étudiants font des études d'ingénieur alors que la proportion en Russie doit être proche de 25% (…) et en plus aux États-Unis il y a une chute du niveau éducatif, et en amont de cette chute l'effondrement de ce qui avait fait la force des États-Unis, à savoir, la tradition de mission éducative protestante. (…) Alors de mettais aussi en évidence que dans la défaite de l'Occident une interprétation de la violence américaine et de la préférence américaine pour la guerre qu'on a vu dans toute l'histoire des guerres américaines sans fin ; je l'expliquais par ce vide religieux. (…) Donc, j'emploie dans mon livre à plusieurs reprises le mot de nihilisme. (…) Donc, je n'ai pas eu de problème pour prédire la défaite américaine. Elle est venue plus vite que prévu. Mais la guerre n'est pas finie. (…) La révolution du trumpisme est un phénomène historique classique puisqu'elle succède à une défaite militaire. Ça ne veut pas dire que la révolution n'a pas de causes internes, mais ça veut dire que la défaite militaire produit un effet de délégitimation des classes supérieures qui ouvre la voie à une bouleversement politique. Les exemples historiques sont très nombreux. (…) Je suis convaincu que si la guerre avait été gagnée en Ukraine par les États-Unis, les démocrates auraient gagné les élections et on serait dans une autre période historique. (…) Cette approche nous permet de comprendre le décalage entre les Américains et les Européens : les Américains ont compris leur défaite, pas les Européens. (…) C'est la raison pour laquelle on se trouve dans une situation absurde où les gouvernements européens – je pense aux Anglais et aux Français – qui n'ont pas été capables de gagner la guerre avec les Américains et qui s'imaginent qu'ils pourraient la gagner sans les Américains ; et ils pressentent que l'admission de la défaite produira en Europe comme aux États-Unis une délégitimation des classes supérieures, une délégitimation de ce que j'appelle moi-même les oligarchies occidentales, ce qui pourrait ouvrir la porte à un certain type de processus révolutionnaire. (…) Pour moi, l'âge de la démocratie correspondait à l'époque où l'ensemble de la population savait lire et écrire et avait atteint le stade de l'alphabétisation de masse mais où peu de gens avaient fait des études supérieures et donc, en gros, les élites très peu nombreuses, pour exister socialement et surtout politiquement dans un suffrage universel, devaient s'adresser à toute la population. Ce qui est apparu dans l'ensemble du monde développé après la seconde guerre mondiale, c'est le développement de l'éducation secondaire et encore plus supérieure qui a procédé à une restratification des sociétés avancées : on a vu apparaître partout des masses de gens qui avaient fait des études supérieures (30 à 40%) dans les jeunes générations. (…) Ces gens des catégories supérieures se sentaient plus proches les uns des autres que de leur propre peuple. (…) D'où un processus de fragmentation des sociétés avancées et la menace de la démocratie. (…) Maintenant, on vit un moment tout-à-fait particulier : la défaite face à la Russie est un choc de réalité dans la toute puissance de l'idéologie mondialisée. (…) Cela produit un effondrement pas seulement économique mais aussi un effondrement de la croyance de l'Occident en sa supériorité. (…) Je pense que le bon concept pour comprendre ce qui se passe, c'est le concept de dislocation et quand il y a une révolution, quand un système unifié se disloque, toutes sortes de choses apparaissent dont il est très difficile de dire quelles sont celles qui vont être les plus importantes. Il y a une chose dont je suis sûr à ce stade, c'est que la solidarité apparente des populismes est un phénomène transitoire, lié à la dislocation du système mondial ou mondialisé parce que la réalité de ce qui se passe c'est en fait l'idéologie mondialisée qui dit que les peuples n'existent plus, que les nations n'existent plus, et ce qui va réapparaître c'est les nations, c'est les peuples ; or, tous ces peuples ont des intérêts nationaux différents. (…) Je pense à des systèmes nationaux, des nations qui ont chacune leur histoire, chacune leur tradition familiale, chacune leur tradition religieuse ou ce qui en reste et qui vont être toutes différentes. Et donc on est au stade 1 de la dislocation, qui sépare les États-Unis de l'Europe. Mais devant nous on a la dislocation de l'Union européenne (…) J'ai senti dans mon livre dejà l'émergence d'un axe protestant ou post-protestant qui irait de l'Amérique jusqu'à l'Estonie et la Lettonie en traversant toute la Scandinavie. (…) ».

Note **:** lors de sa conférence, Emmanuel Todd, en tant qu'anthropologue, évoque très rapidement la question de la mortalité infantile. Par définition, le taux de mortalité infantile mesure la survie des enfants (de moins de cinq ans) mais il reflète aussi les conditions sociales, économiques et environnementales dans lesquelles vivent les enfants et les autres membres de la société, y compris leurs soins de santé. Par

conséquent, le taux de mortalité infantile permet d'identifier les populations vulnérables. C'est enfin un indicateur (le 4ème) des OMD (Objectifs du Millénaire pour le Développement).
C'est la hausse du taux de mortalité infantile en URSS qui lui a fait prédire son effondrement (voir son livre « La chute finale » paru chez Robert Laffont en 1976). Et c'est cet indicateur qui lui permet aujourd'hui non seulement d'expliquer la stabilisation de la Russie (il cite à ce propos l'ouvrage de David Teurtrie, « Russie, le retour de la puissance », Dunod Poche, janvier 2024) mais aussi de prédire, avec toute l'humilité qui s'impose face à la complexité insondable de la réalité, *la défaite de l'Occident*, qui est le titre de l'ouvrage que lui-même a fait paraître, également en janvier 2024, chez Gallimard, et auquel il fait souvent référence dans sa conférence.
Voici les dernières statistiques concernant les taux de mortalité infantile dans le monde :

Taux de natalité, de mortalité, (pour 1000 habitants), taux de mortalité infantile (pour 1000 naissances) en Europe et autres pays développés de l'OCDE

Pays	Taux de natalité 2023		Taux de mortalité 2023		Taux de mortalité infantile 2022	
Union européenne - 27 pays (à partir de 2020) (a)	**8,2**	**(p)**	**10,8**	**(p)**	**3,3**	
Allemagne	8,3	(p)	12,3	(p)	3,2	
Autriche	8,5		9,8		2,4	
Belgique	9,4	(p)	9,4	(p)	2,9	
Bulgarie	8,9		15,7		4,8	
Chypre	11,1	(p)	7,2	(p)	3,1	
Croatie	8,3		13,3		4,1	
Danemark	9,7		9,8		3,3	
Espagne	6,7	(p)	9,0	(p)	2,6	
Estonie	8,0		11,7		2,2	
Finlande	7,8		11,0		2,0	
France	9,9	(p)	9,2	(p)	4,0	
Grèce	6,8	(p)	12,2	(p)	3,0	
Hongrie	9,1		13,4		3,6	
Irlande	10,3		6,6		3,2	
Italie	6,4	(p)	11,2	(p)	2,3	
Lettonie	7,7		14,9		2,4	
Lituanie	7,2		12,9		3,0	
Luxembourg	9,5		6,6		3,5	
Malte	8,1		7,3		5,3	
Pays-Bas	9,2	(p)	9,5	(p)	3,2	
Pologne	7,4		11,1		3,8	
Portugal	8,1		11,2		2,6	
Roumanie	8,0	(p)	12,7	(p)	5,7	
Slovaquie	9,0		10,0		5,4	
Slovénie	8,0		10,2		2,5	
Suède	9,5		9,0		2,2	
Tchéquie	8,4		10,4		2,3	
Autres pays d'Europe (a) (b)						
Albanie	8,9	(1)	8,6	(1)	6,5	
Biélorussie	7,1	(b)	13,3	(b)	1,9	(b)
Bosnie-et-Herzégovine	7,3	(p)	10,0	(p)	:	
Islande	11,0		6,6		1,4	
Kosovo	15,5	(3)	8,1	(3)	8,7	(4)
Liechtenstein	9,1	(p)	6,8	(p)	0,0	
Macédoine (du Nord)	9,2		11,0		4,6	(2)
Moldavie	9,7	(p)	13,7	(p)	9,0	(p)
Monténégro	11,4	(1)	11,5	(1)	1,4	(2)
Norvège	9,4		7,9		1,9	
Royaume-Uni	10,0	(b)	9,5	(b)	3,7	(b)
Russie	8,9	(b)	12,3	(b)	3,5	(b)
Serbie	9,2		14,7		4,0	
Suisse	9,0	(p)	8,1	(p)	3,8	
Ukraine	7,1	(3)	14,8	(3)	7,2	(2)
Autres pays développés de l'OCDE (b)						
Australie	11,5		7,0		3,2	
Canada	9,1		7,9		4,3	
Chili	9,0		6,5		4,1	
Colombie	13,5		5,4		9,8	
Corée du Sud	4,6		6,7		2,1	
Etats-Unis	10,6		8,7		5,3	
Israël	18,6		5,5		2,8	
Japon	6,0		12,3		1,6	
Mexique	15,7		6,2		10,3	
Nouvelle-Zélande	11,5		7,3		4,3	
Turquie	11,2	(a)	6,2	(a)	9,2	(a)

(p) provisoire
(1) 2022
(2) 2021
(3) 2020
(4) 2019

Sources :
(a) Eurostat, Bilan démographique et taux bruts au niveau national [demo_gind], dernière mise à jour : 11/07/2024 ; Date d'extraction : 21/07/2024 ; Taux de mortalité infantile [demo_minfind], dernière mise à jour : 01/08/2024 ; Date d'extraction : 02/08/2024
(b) ONU, World Population prospects: The 2024 revision (https://population.un.org/wpp/).

Ce tableau se passe de commentaires !

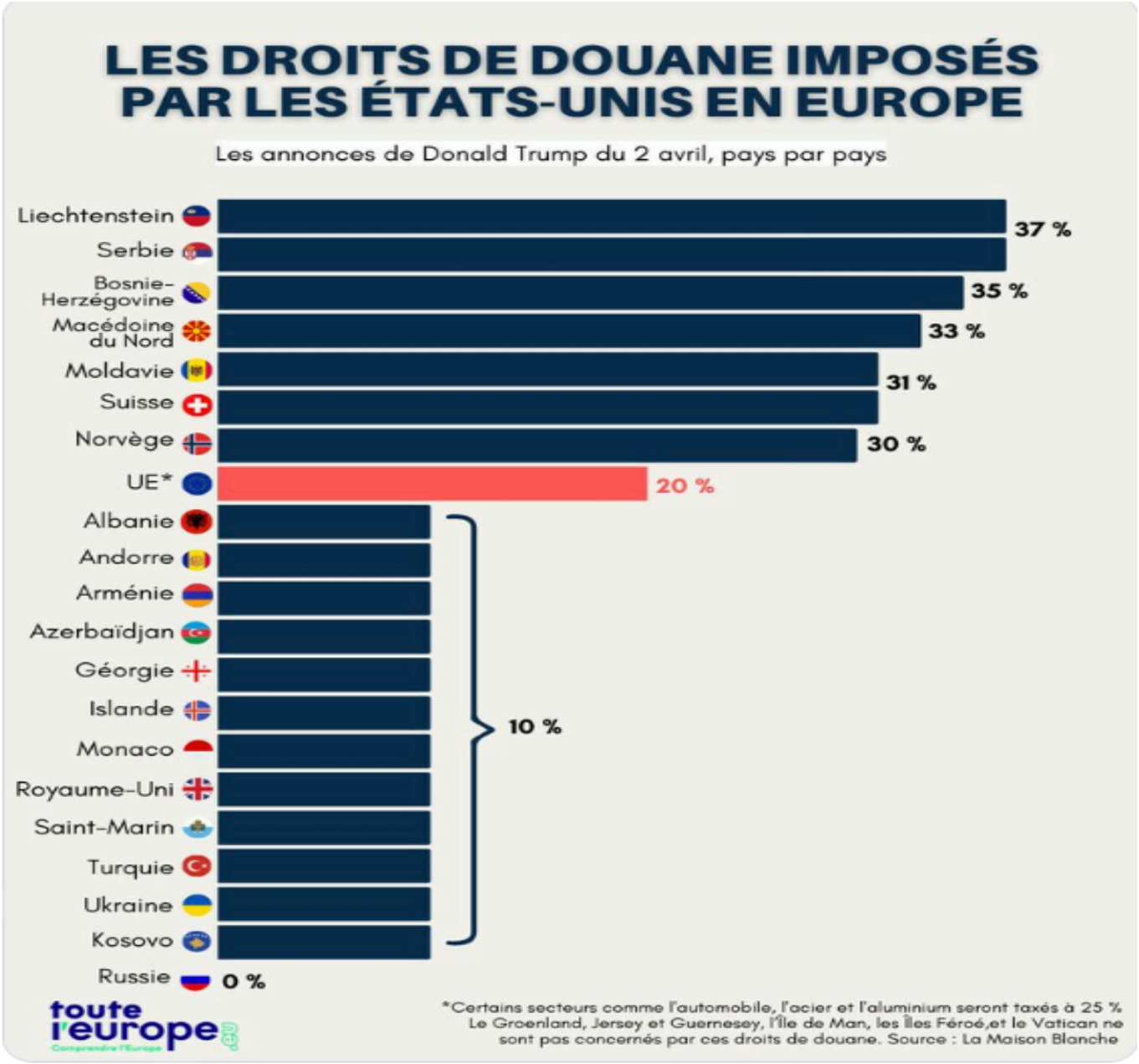
Remarques :

1- Le 9 mai a lieu traditionnellement à Moscou un grand défilé pour la commémoration de la victoire de l'URSS sur l'Allemagne. Cette année, c'était l'anniversaire des 80 ans de cette victoire. Et le défilé a pris à cette occasion une signification tout-à-fait exceptionnelle qui conforte l'hypothèse d'une « défaite de l'Occident » défendue par Emmanuel Todd dans la mesure où Vladimir Poutine était entouré de 24 chefs d'État, dont Xi Jinping et Lula, autrement dit les responsables des BRICS et du « Sud Global », mais pas seulement puisqu'il y avait aussi ceux de la Slovaquie et de la Biélorussie. C'est aussi la preuve que le Président Trump a échoué - au moins pour l'instant - à isoler la Russie de la Chine.
2- Une vidéo sur YouTube montre que l'économie russe est loin d'avoir été complètement annihilée par les sanctions et par le coût de la guerre en Ukraine : https://www.youtube.com/watch?v=pHZia-X12Cw

3- On a vu qu'Emmanuel Todd considère que la situation de la Russie est stabilisée et que la mortalité infantile a un rôle important dans l'analyse. L'économiste David Cayla est d'accord avec lui pour affirmer que « la démographie, c'est de la politique ». Mais, les informations statistiques que donnent D. Cayla sur l'évolution démographique de la Russie dépassent largement la mortalité infantile : https://g-r-s.fr/ce-que-nous-dit-la-demographie-de-letat-de-la-russie/.
Cela conduit à une conclusion bien différente de celle d'E. Todd : il y a un déclin démographique, un affaissement de l'espérance de vie et une surmortalité (à cause en particulier d'une très mauvaise gestion de la crise du Covid, aggravée par un « délabrement du système de santé »).

I- La guerre commerciale engagée par les États-Unis : les faits

La guerre commerciale mondiale est ouverte par le Président Trump le 2 avril (le « jour de la libération » - liberation day) en détaillant les augmentations de droits de douane qui s'appliqueront dès la fin de la journée. C'est la mise en application de ce qu'il avait annoncé non seulement quelques jours auparavant (le mercredi 24 mars) mais aussi dès sa campagne électorale – ce qui est d'ailleurs dans le prolongement de la politique qu'il avait appliquée lors de son premier mandat.
Le mercredi 2 avril au soir (heure française), le Président américain D. Trump déclare en effet au monde une guerre commerciale : les États-Unis vont imposer dans les tout prochains jours des droits de douane « réciproques », individualisés par pays avec un plancher de 10%. En ce qui concerne l'Europe, ses produits supporteront des taxes de 20% (ceux de la Chine supporteront des taxes de 34% !). Ce retour en force du protectionnisme relance chez les économistes le débat entre protectionnisme et libre-échange.



5:30 PM · 3 avr. 2025 · **206** vues

Ces droits sont dits « réciproques » dans la mesure où ils sont déterminés proportionnellement à l'importance du déficit bilatéral américain rapporté aux échanges bilatéraux, pays par pays.

Avant d'envisager des mesures de représailles, en particulier dans le secteur des services, la Présidente de la Commission, U. von der Leyen affirme qu'il n'est pas encore trop tard pour négocier.
Dès le jeudi 3, les marchés et les bourses plongent ; les chaînes d'approvisionnement sont sous pression, le prix du pétrole diminue et celui de l'or va de record en record (l'once est montée à 3167 dollars), notamment sous l'effet des achats massifs des banques centrales parce qu'elles cherchent à réduire l'importance du dollar dans leurs réserves ; ce qui nuit à la suprématie de la monnaie américaine ; d'où un cercle vicieux possible.
À un peu plus de 10h du matin, on a les chiffres suivants :

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
VN 30	1.283,18	1.342,46	1.282,99	-93,76	-6,81%	09:59:55
Nikkei 225	34.751,00	34.843,50	33.729,50	-974,87	-2,73%	08:30:28
OMXS30	2.418,12	2.429,53	2.402,35	-60,57	-2,44%	10:05:54
Euro Stoxx 50	5.206,75	5.211,55	5.171,05	-97,20	-1,83%	10:05:57
SBF 120	5.837,21	5.847,36	5.808,03	-105,71	-1,78%	09:50:45
Hang Seng	22.792,00	22.992,00	22.565,00	-410,53	-1,77%	09:59:59
CAC 40	7.727,31	7.732,16	7.677,09	-131,52	-1,67%	10:05:45
WIG20	2.704,46	2.711,35	2.688,79	-43,53	-1,58%	10:05:45
FTSE MIB	37.887,00	37.923,00	37.638,00	-567,20	-1,48%	10:05:56
AEX	889,13	889,84	883,53	-12,39	-1,37%	10:05:45
ATX	4.063,93	4.267,77	4.040,35	-63,04	-1,53%	09:34:59
DAX	22.043,77	22.083,84	21.805,77	-331,33	-1,48%	10:05:57
SMI	12.386,10	12.447,10	12.353,10	-179,69	-1,43%	10:05:57
SZSE Component	10.365,73	10.481,60	10.328,02	-147,39	-1,40%	09:44:48
FTSE 100	8.526,50	8.529,26	8.475,69	-81,98	-0,95%	10:05:56
IBEX 35	13.220,53	13.227,92	13.104,29	-115,17	-0,86%	10:05:57
S&P/ASX 200	7.859,70	7.934,50	7.768,00	-74,80	-0,94%	07:04:59
KOSPI	2.486,70	2.488,92	2.437,43	-19,16	-0,76%	08:29:59
TA 35	2.454,81	2.454,92	2.426,69	-8,88	-0,36%	10:05:55
Tadawul All Share	11.958,44	11.989,94	11.836,96	-66,61	-0,55%	09:50:55
BSE Sensex	76.298,17	76.493,74	75.807,55	-319,27	-0,42%	09:50:57
DJ Shanghai	462,99	465,80	460,78	-1,80	-0,39%	08:59:59
Nifty 50	23.274,65	23.306,50	23.145,80	-57,70	-0,25%	10:05:57
Shanghai	3.342,01	3.358,43	3.319,61	-8,12	-0,24%	08:59:59
BEL 20	4.341,30	4.342,30	4.276,00	-2,87	-0,07%	10:05:45
MSCI World	3.664,48	3.673,72	3.660,39	-4,05	-0,11%	10:05:45
China A50	13.262,98	13.320,53	13.138,83	-17,47	-0,13%	08:59:59
Budapest SE	89.731,32	90.250,64	89.218,54	0,00	0,00%	02/04
Bovespa	131.190	131.424	130.393	+43	+0,03%	02/04
Taiwan Weighted	21.298,22	21.390,52	21.235,99	+18,05	+0,08%	02/04
PSI	6.991,42	6.993,71	6.881,03	+33,42	+0,48%	10:05:45
Dow Jones	42.225,32	42.382,27	41.629,70	+235,36	+0,56%	02/04
IDX Composite	6.510,62	6.510,62	6.417,24	+38,26	+0,59%	27/03
BIST 100	9.579,73	9.627,70	9.530,67	+56,42	+0,59%	09:50:58
S&P 500	5.670,97	5.695,31	5.571,48	+37,90	+0,67%	02/04
MOEX Russia Index	2.957,77	2.964,60	2.942,40	+31,38	+1,07%	10:05:56
RTSI	1.101,99	1.104,54	1.095,87	+11,68	+1,07%	10:05:56
Nasdaq	17.601,05	17.716,52	17.181,27	+151,15	+0,87%	02/04

Dans un tel contexte, il est intéressant de publier quelques figures et tableaux, tirés du « Panorama du commerce EU-UE » publié par le CEPII en mars 2025, qui expriment les liens de dépendance commerciale entre les pays européens et les États-Unis, ainsi que les principaux éléments de la balance des paiements de l'UE, au 4ème trimestre 2024, publiés par Eurostat le 4 avril 2025 ; ainsi qu'un tableau instructif publié par Rexecode le 9 avril :

Figure 7: Exposition par pays sur les exportations de biens

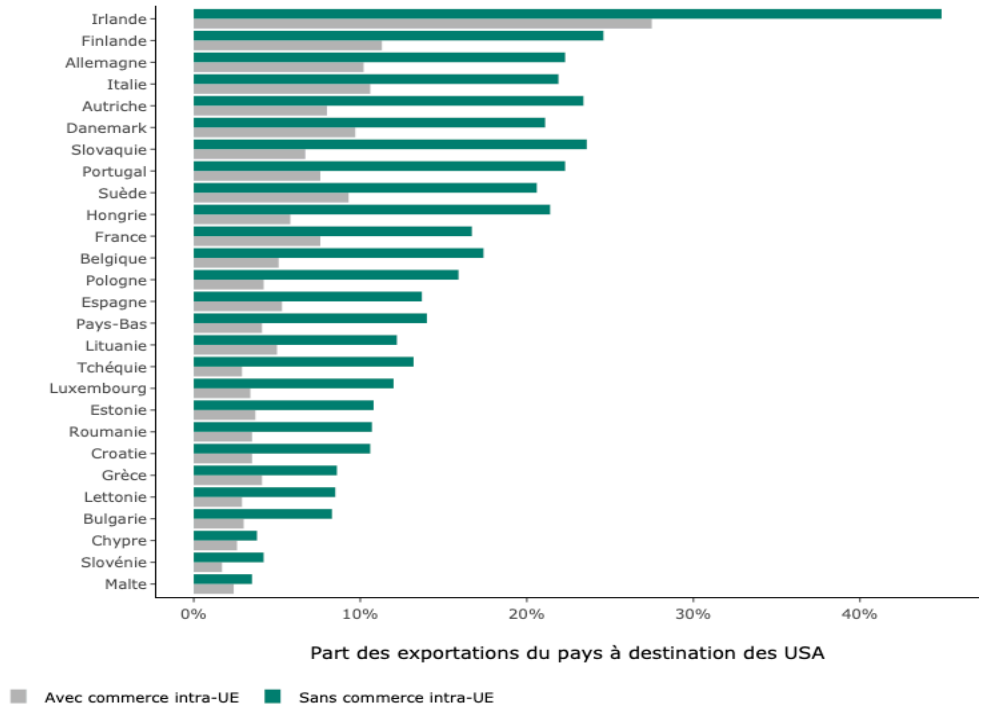


Figure 11: Exposition par pays sur les exportations de services

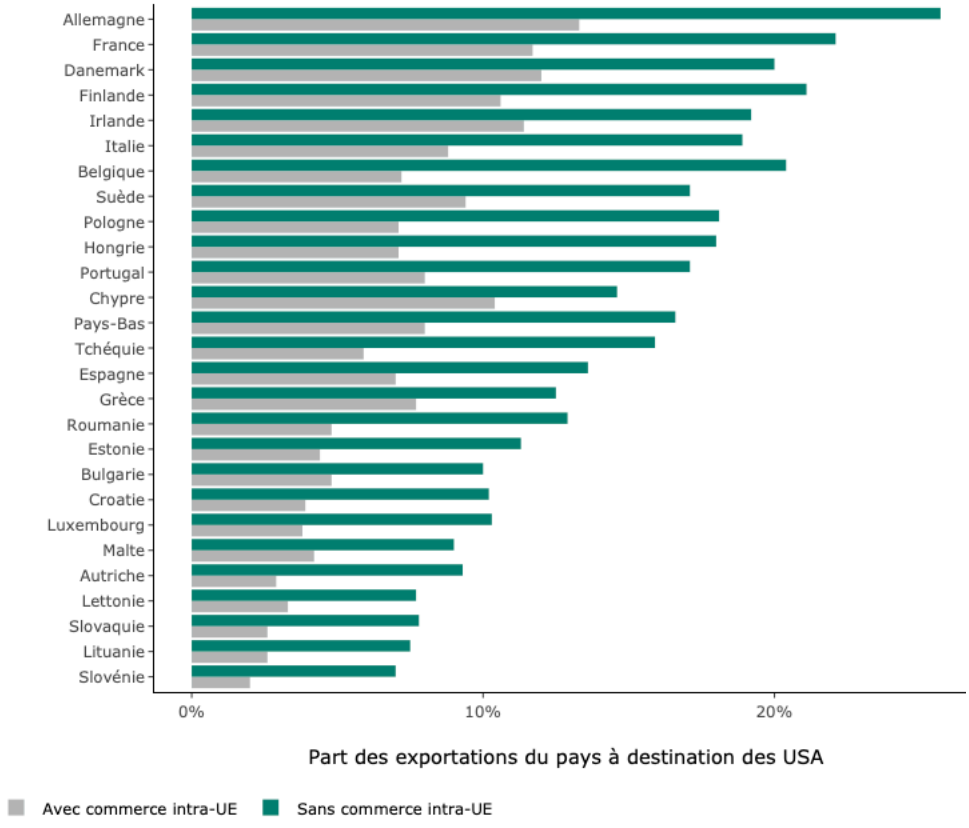
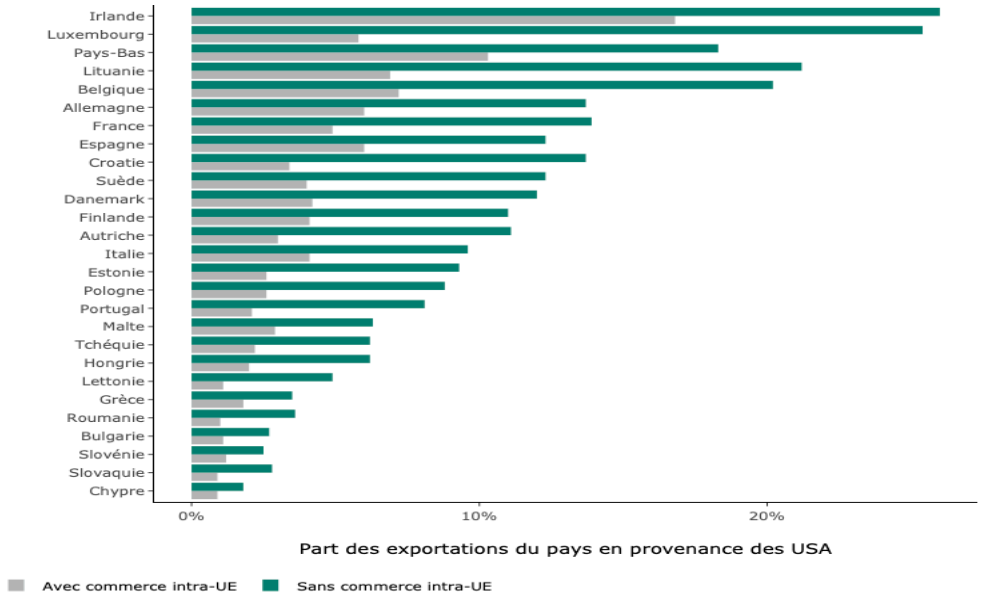


Figure 8: Exposition par pays sur les importations de biens



Note de lecture : la Figure 7 et la Figure 8 représentent la part des exportations (importations) de chaque pays à destination des États-Unis (en provenance des Etats-Unis). Par exemple, pour la figure Figure 7 : En 2023, 44,9% des exportations irlandaises ont pour destination les États-Unis (hors flux intra-UE), et 27,5% des exportations irlandaises ont pour destination les États-Unis (en incluant les flux intra-UE). Source : BACI (CEPII)

Figure 12: Exposition par pays sur les importations de services

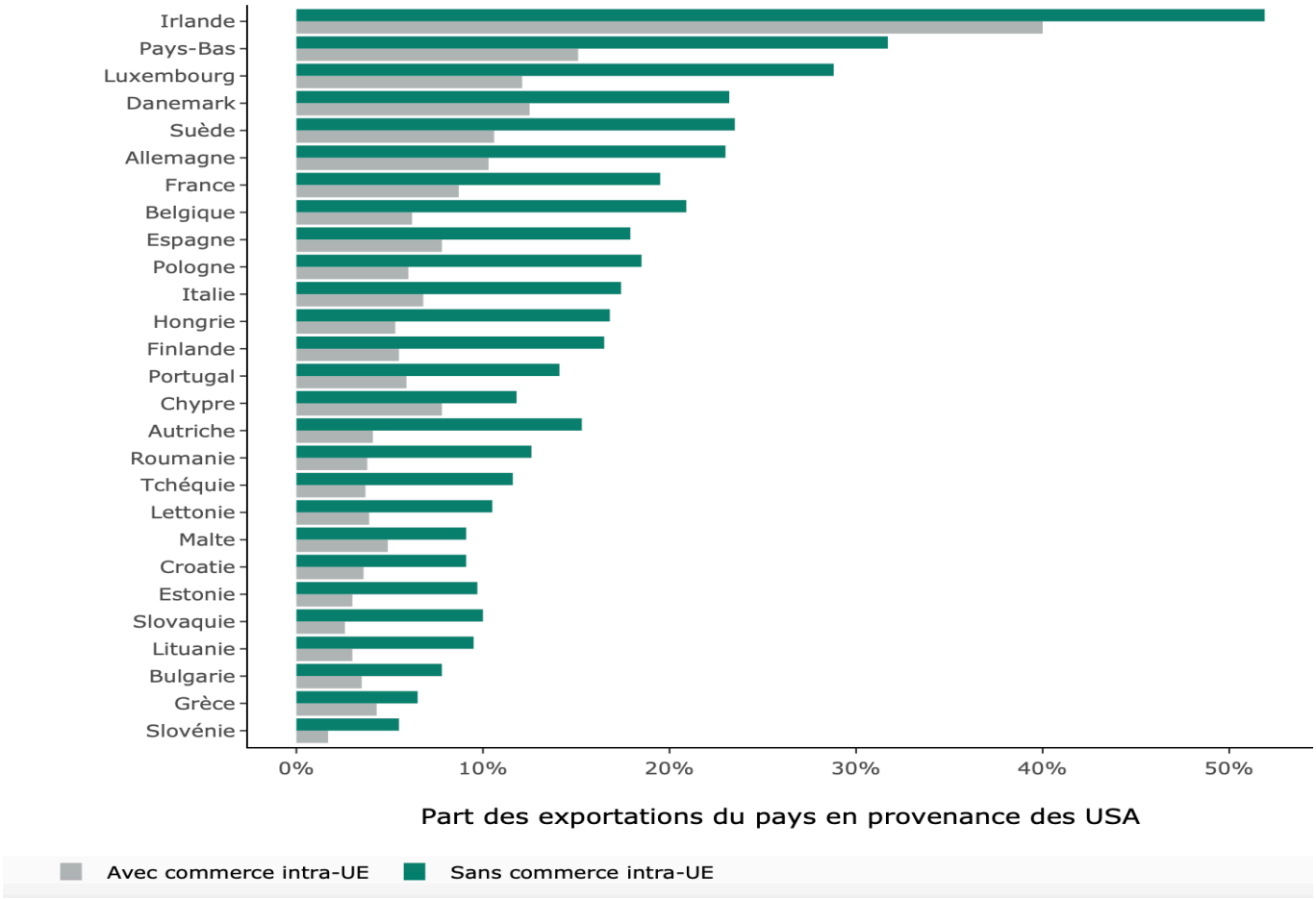


Table 3: Protection commerciale de l'UE sur les importations en provenance des Etats Unis, par secteur

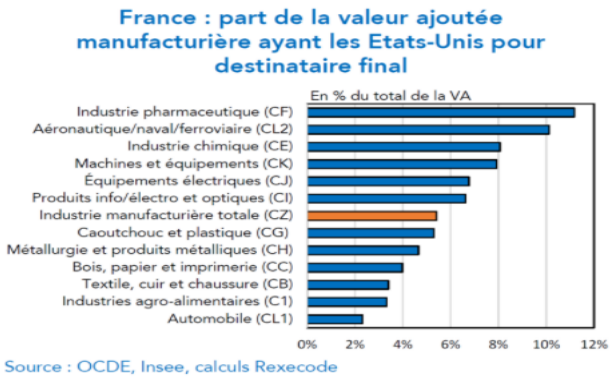
Section du Système Harmonisé	Droit de douane moyen (%)[a]	Importations (mds USD)	Part des USA dans le commerce mondial (%)	Part des USA dans les importations européennes (%)
Produits animaux	36.1	1.48	11.2	4.2
Produits alimentaires	11.8	4.04	9.7	5.9
Graisses, huiles	8.0	0.24	2.2	1.5
Chaussures, chapeaux	7.8	0.21	1.3	0.7
Textiles	7.4	2.02	3.6	1.4
Matériel de transport	6.4	38.89	12.5	17.1
Produits végétaux	6.2	7.51	14.1	9.9
Plastiques, caoutchouc	5.4	11.53	13.4	13.6
Articles en pierre	3.4	2.72	8.1	13.8
Cuirs, peaux	3.1	0.47	3.1	3.0
Métaux	2.5	8.70	7.2	5.2
Chimie, pharmacie	2.3	76.55	13.9	26.3
Articles divers	1.7	1.97	4.6	3.1
Armes, munitions	1.6	0.91	30.1	38.7
Machines, appareils	1.1	63.52	8.6	9.6
Bois	1.0	1.10	8.7	8.9
Produits minéraux	0.6	94.72	11.3	15.2
Instruments	0.4	32.32	17.8	29.5
Pierres précieuses	0.3	6.77	6.8	13.1
Pâte à papier	0.0	2.75	14.4	14.6
Œuvres d'art	0.0	2.03	26.1	37.5

[a] Le droit de douane moyen correspond à la moyenne de l'équivalent ad-valorem des droits de douanes appliqués. Pour plus d'informations sur la méthodologie, voir Guimbard et al. (2012)

Table 4: Protection commerciale des Etats-Unis sur les importations en provenance de l'UE, par secteur

Section du Système Harmonisé	Droit de douane moyen (%)[a]	Importations (mds USD)	Part de l'UE dans le commerce mondial (%)	Part de l'UE dans les importations des USA (%)
Chaussures, chapeaux	11.2	3.44	10.5	10.7
Textiles	10.2	6.98	8.7	5.9
Produits alimentaires	9.4	19.89	23.0	20.5
Produits animaux	9.2	4.51	15.8	10.9
Cuirs, peaux	7.3	3.67	26.7	24.8
Graisses, huiles	5.7	2.20	9.7	14.1
Plastiques, caoutchouc	4.4	14.36	14.1	13.3
Articles en pierre	4.4	5.86	18.4	23.0
Matériel de transport	3.1	84.63	24.6	20.1
Produits végétaux	2.7	3.11	8.5	5.2
Pierres précieuses	2.0	9.70	7.2	12.2
Chimie, pharmacie	1.5	148.63	28.3	48.1
Métaux	1.5	24.18	12.3	14.4
Articles divers	1.5	7.68	10.9	6.3
Armes, munitions	1.3	1.94	26.9	46.3
Bois	1.2	3.40	20.0	13.7
Machines, appareils	1.1	129.64	12.7	14.3
Produits minéraux	0.7	16.73	4.1	6.2
Instruments	0.5	33.98	20.9	26.7
Pâte à papier	0.0	4.45	20.4	16.0
Œuvres d'art	0.0	2.74	24.0	43.1

[1] Le droit de douane moyen correspond à la moyenne de l'équivalent ad-valorem des droits de douanes appliqués. Pour plus d'informations sur la méthodologie, voir Guimbard et al. (2012)



Note 1 : En décembre 2024, la Direction générale du Trésor public (français) a publié un document sur les échanges entre la France et les États-Unis (https://www.tresor.economie.gouv.fr/PagesInternationales/Pages/cbfabd17-6151-4f49-a8ad-e5f6a123db5d/files/2378051b-0157-438a-a95e-b18fb347882e) , dont voici quelques extraits :

« Les exportations françaises vers les États-Unis ont été portées en 2023 par l'aéronautique (7,9 Md€, soit 17,6 % du total), les produits pharmaceutiques (4,1 Md€, 9,0 %) et les boissons (3,9 Md€, 8,7 %). Ces trois catégories de marchandises sont en recul par rapport à 2022, en particulier les boissons, dont les exportations reculent de 20,6 %, soit 1 Md€. Outre les boissons, les navires, dont les paquebots de croisière (-1,3 Md€), et les produits pharmaceutiques (- 650 M€) sont les catégories dont les exportations reculent le plus fortement. Les machines et équipements d'usage général, portés par la progression des exportations d'éoliennes, s'établissent à la 4ème place (2,7 Md€, 6,0 %), devant les parfums et cosmétiques (2,5 Md€, 5,5 %).

À l'importation, la France a principalement importé depuis les États-Unis des hydrocarbures (12,2 Md€, 23,6 % du total), des produits de la construction aéronautique (9,4 Md€, 18,2 %) et des produits pharmaceutiques (4,8 Md€, 9,2 %). Après avoir fortement augmenté en 2022 suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les importations d'hydrocarbures diminuent nettement en 2023, passant de 21,8 Md€ à 12,2 Md€. En particulier, les importations de gaz naturel liquéfié ont diminué de 15,9 Md€ en 2022 à 6,6 Md€ en 2023. (…)

La R&D est au cœur de nos relations économiques. Les entreprises américaines sont la première source de dépenses de R&D étrangère en France avec 2,2 Md$ (MESRI-SIES, 2021). En 2023, 16 % des projets d'investissement en R&D et ingénierie sont d'origine américaine (Business France). Réciproquement, les entreprises françaises ont financé la R&D américaine à hauteur de 5,1 Md$ en 2021 (BEA).

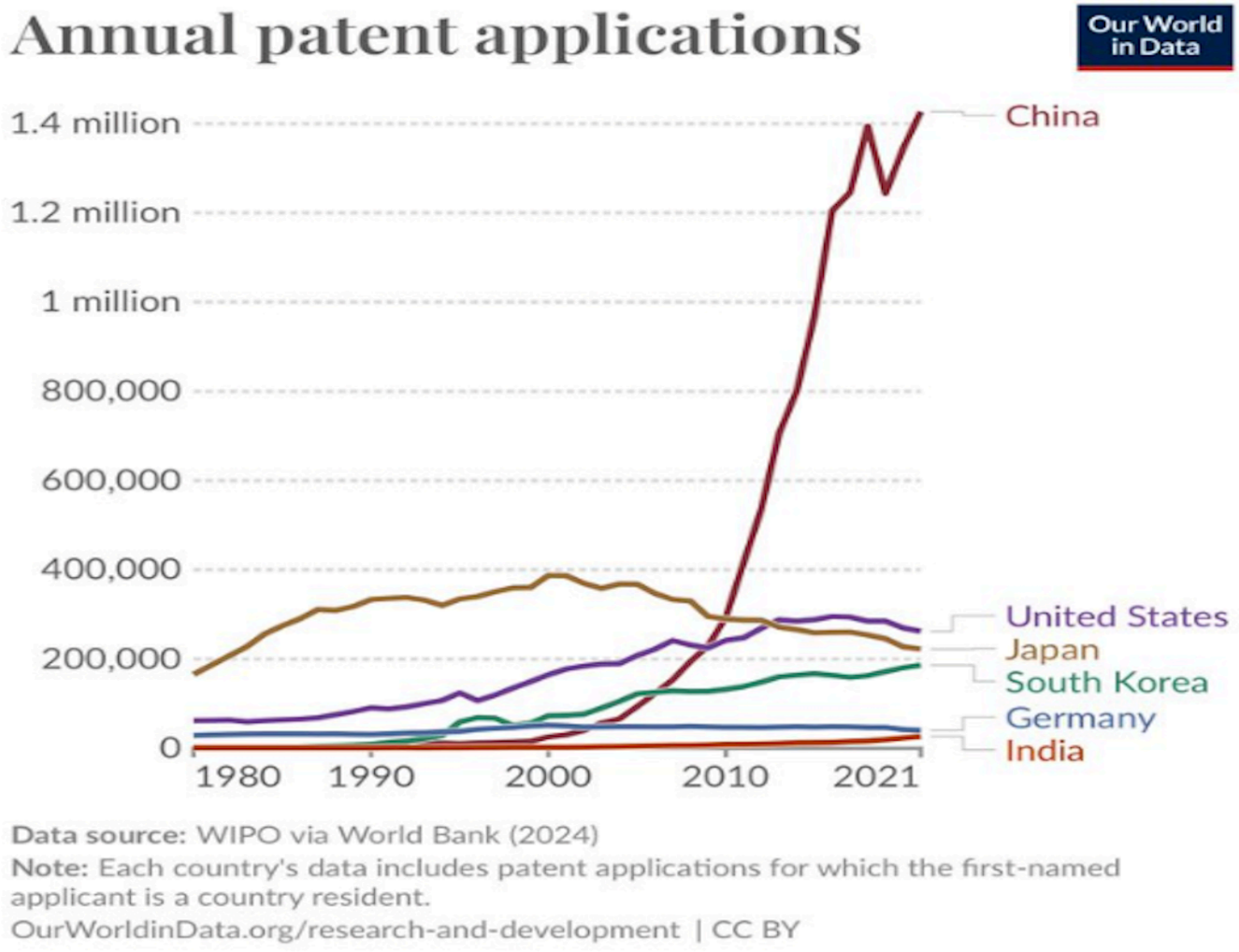
Des échanges économiques très intenses dans les domaines de pointe. Les entreprises françaises sont historiquement très présentes aux États-Unis dans les domaines de haute technologie, liés notamment à la défense, à la sécurité, à la santé et à la biométrie. En outre, les États-Unis comptent 11 communautés French Tech, soit 16 % du total des communautés internationales. Selon l'AmCham, la chambre de commerce américaine en France, en 2023, 84 % des investisseurs américains considèrent favorablement ou très favorablement l'écosystème d'innovation français ».

Tableau : Les emplois associés aux IDE aux États-Unis en 2021, *en milliers*

	Emplois aux États-Unis	*... dont industrie manufacturière*
Royaume-Uni	1328,0	236,5
Japon	963,4	533,1
Allemagne	923,6	318
Canada	866,3	154,5
France	**741,2**	**213,6**

Source : BEA, 2021, par pays de l'investisseur ultime

Note 2 sur les pays les plus innovateurs :

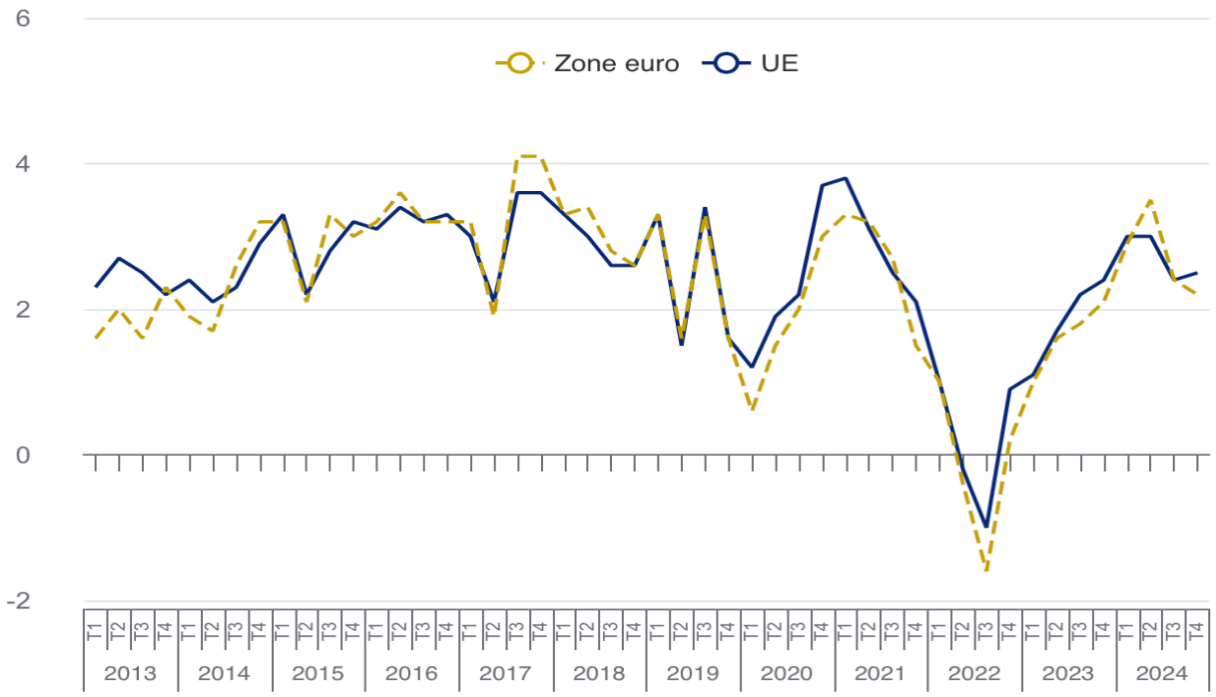


Note 3 : L'Irlande est responsable à elle seule de 46 des 82 milliards de dollars de déficit commercial des États-Unis avec l'Union européenne dans le domaine pharmaceutique.

Note 4 : l'indice Sentix de confiance des investisseurs est tombé pour la zone euro à -19,5 en avril contre -2,9 en mars, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis octobre 2023 et il est inférieur aux prévisions de -10,0 des analystes interrogés par Reuters.

Balance du compte des opérations courantes

Corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier, en % du PIB



eurostat

Compte des opérations courantes et compte de capital de l'UE

– données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

		Opérations courantes	Biens	Services	Revenus primaires	Revenus secondaires	Opérations courantes en % du PIB	Compte de capital
T4 2023	Crédit	1 347,2	639,2	365,6	301,4	41,0	30,8%	32,2
	Débit	1 243,8	553,9	321,6	299,9	68,4	28,4%	39,7
	Solde	103,4	85,3	44,0	1,5	-27,5	2,4%	-7,6
T1 2024	Crédit	1 385,6	651,6	379,7	313,2	41,1	31,3%	12,2
	Débit	1 253,4	541,3	333,2	311,1	67,8	28,4%	25,3
	Solde	132,2	110,4	46,5	2,1	-26,7	3,0%	-13,1
T2 2024	Crédit	1 427,2	662,0	397,6	325,8	41,9	32,0%	16,5
	Débit	1 293,2	563,4	342,0	316,5	71,3	29,0%	25,1
	Solde	133,9	98,5	55,6	9,3	-29,5	3,0%	-8,6
T3 2024	Crédit	1 402,0	651,2	380,9	325,9	44,0	31,1%	15,8
	Débit	1 294,5	565,1	342,0	316,1	71,3	28,7%	23,5
	Solde	107,5	86,1	38,8	9,8	-27,3	2,4%	-7,6
T4 2024	Crédit	1 425,5	651,7	390,3	333,3	50,3	31,3%	16,0
	Débit	1 312,3	563,6	342,9	329,6	76,3	28,8%	21,9
	Solde	113,2	88,1	47,4	3,7	-26,0	2,5%	-5,9

Source: Eurostat (données sources: bop_eu6_q)

Compte des opérations courantes de la balance des paiements de la zone euro

– données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (mrds d'euros) –

	2023	2024			
	T4	T1	T2	T3	T4
Solde des opérations courantes	79,0	108,9	133,4	90,1	83,2
Solde du compte des biens	83,4	105,3	97,5	84,1	84,2
Solde du compte des services	34,9	34,3	52,0	35,6	46,0
Solde du compte des revenus primaires	5,5	3,9	28,2	13,2	3,3
Solde du compte des revenus secondaires	-44,9	-34,6	-44,2	-42,8	-50,3
Solde des opérations courantes en % du PIB	2,1%	2,9%	3,5%	2,4%	2,2%

Source: BCE

eurostat

Principaux partenaires de l'UE

Au quatrième trimestre 2024, sur la base de données non corrigées des variations saisonnières, l'**UE** a enregistré des excédents du compte courant avec le **Royaume-Uni** (+49,0 mrds d'euros), la **Suisse** (+28,3 mrds d'euros), les **centres financiers offshore** (+21,7 mrds d'euros), les **États-Unis** (+20,6 mrds d'euros), le **Canada** (+12,8 mrds d'euros), **Hong-Kong** (+10,6 mrds d'euros), le **Brésil** (+8,4 mrds d'euros) et le **Japon** (+7,9 mrds d'euros). Des déficits ont été enregistrés avec la **Chine** (-49,4 mrds d'euros), la **Russie** (-1,5 mrds d'euros), et l'**Inde** (-1,3 mrds d'euros).

Compte financier de l'UE

Sur la base de données non corrigées des variations saisonnières, au quatrième trimestre 2024:

- les avoirs relatifs aux investissements directs de l'**UE** ont augmenté de 62,3 mrds d'euros et
- les engagements liés aux investissements directs ont augmenté de 45,2 mrds d'euros.

En conséquence, l'**UE** a été un investisseur direct net envers le reste du monde à hauteur de 17,1 mrds d'euros.

En même temps,

- les investissements de portefeuille ont enregistré une sortie nette de capitaux de 82,4 mrds d'euros, tandis que
- les autres investissements enregistraient une entrée nette de capitaux de 43,7 mrds d'euros.

Compte financier de l'UE

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

	2023	2024			
	T4	T1	T2	T3	T4
Compte financier net	55,0	147,9	147,1	206,5	90,0
Acquisition nette d'actifs	-400,9	600,2	114,0	450,8	-9,3
Accroissement net des passifs	-455,9	452,3	-33,1	244,3	-99,4
Investissements directs nets	-17,2	141,9	110,0	39,3	17,1
Acquisition nette d'actifs	-365,0	167,3	-65,6	26,4	62,3
Accroissement net des passifs	-347,8	25,4	-175,6	-12,9	45,2
Investissements de portefeuille nets	-68,6	-49,2	-111,4	-49,4	82,4
Acquisition nette d'actifs	29,3	143,5	145,1	164,2	189,1
Accroissement net des passifs	97,9	192,7	256,6	213,6	106,7
Autres investissements nets	112,2	18,5	120,1	226,1	-43,7
Acquisition nette d'actifs	-93,7	252,8	6,1	269,7	-295,0
Accroissement net des passifs	-205,9	234,2	-114,1	43,6	-251,3
Dérivés financiers et options sur titre des salariés nets	18,6	12,7	18,7	-8,8	21,7
Avoirs de réserve	9,9	24,0	9,6	-0,8	12,6

Sources: Eurostat (données sources: bop_eu6_q)

Compte des biens de l'UE, répartition par principaux pays partenaires

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

Partenaire	Période	Crédit	Débit	Solde
Total	2023T4	661,1	563,8	97,3
	2024T4	672,0	573,6	98,4
Royaume-Uni	2023T4	91,8	45,8	46,0
	2024T4	90,0	45,7	44,3
États-Unis	2023T4	128,4	74,5	53,9
	2024T4	140,2	70,8	69,3
Suisse	2023T4	41,9	32,5	9,3
	2024T4	39,6	34,0	5,6
Chine*	2023T4	68,0	109,1	-41,1
	2024T4	58,7	121,9	-63,3
Russie	2023T4	9,2	10,7	-1,5
	2024T4	8,1	9,3	-1,3
Japon	2023T4	17,0	15,4	1,6
	2024T4	18,4	14,1	4,3
Canada	2023T4	11,7	5,9	5,9
	2024T4	13,5	6,2	7,3
Hong-Kong	2023T4	8,9	4,6	4,2
	2024T4	8,8	4,7	4,1
Inde	2023T4	12,9	12,8	0,1
	2024T4	12,5	14,4	-1,8
Brésil	2023T4	8,1	10,5	-2,3
	2024T4	9,0	11,2	-2,2
Centres financiers offshore	2023T4	25,5	15,0	10,6
	2024T4	22,8	14,0	8,8
Autres pays	2023T4	246,5	231,7	14,8
	2024T4	259,3	231,9	27,3

* À l'exclusion d'Hong-Kong

Source: Eurostat (données source: bop_eu6_q)

Compte des services de l'UE, répartition par principaux pays partenaires

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

Partenaire	Période	Crédit	Débit	Solde
Total	2023T4	374,5	349,9	24,6
	2024T4	403,9	369,7	34,2
Royaume-Uni	2023T4	70,5	60,7	9,8
	2024T4	74,2	63,9	10,2
États-Unis	2023T4	83,9	120,4	-36,5
	2024T4	91,3	135,1	-43,8
Suisse	2023T4	40,8	22,7	18,1
	2024T4	43,0	25,4	17,5
Chine*	2023T4	16,2	12,7	3,5
	2024T4	18,2	12,8	5,5
Russie	2023T4	3,0	1,3	1,7
	2024T4	1,7	1,1	0,6
Japon	2023T4	10,3	5,4	4,9
	2024T4	11,3	5,7	5,6
Canada	2023T4	6,7	5,1	1,6
	2024T4	7,1	5,3	1,8
Hong-Kong	2023T4	6,8	3,6	3,3
	2024T4	9,1	4,0	5,1
Inde	2023T4	6,4	8,6	-2,2
	2024T4	7,6	9,7	-2,1
Brésil	2023T4	5,8	2,6	3,2
	2024T4	5,9	2,6	3,3
Centres financiers offshore	2023T4	27,5	26,1	1,4
	2024T4	28,5	28,7	-0,1
Autres pays	2023T4	103,3	84,2	19,1
	2024T4	114,9	79,2	35,7

* À l'exclusion d'Hong-Kong

Source: Eurostat (données source: bop_eu6_q)

eurostat

Investissements directs de l’UE, répartition par principaux pays partenaires

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

Partenaire	Période	Acquisition nette d'actifs	Accroissement net des passifs	Net
Total	2023T4	-365,0	-347,8	-17,2
	2024T4	62,3	45,2	17,1
Royaume-Uni	2023T4	-50,5	-42,2	-8,3
	2024T4	-21,7	-15,1	-6,6
États-Unis	2023T4	-170,7	-252,0	81,3
	2024T4	39,3	33,6	5,7
Suisse	2023T4	-78,7	-41,3	-37,4
	2024T4	27,6	26,5	1,1
Chine*	2023T4	-1,9	5,8	-7,6
	2024T4	-5,3	2,9	-8,2
Russie	2023T4	-6,6	-1,3	-5,2
	2024T4	-0,1	0,8	-0,9
Japon	2023T4	1,4	2,1	-0,7
	2024T4	4,0	6,7	-2,8
Canada	2023T4	-19,8	-23,9	4,0
	2024T4	-12,6	0,8	-13,4
Hong-Kong	2023T4	-22,0	-43,5	21,5
	2024T4	-3,3	-43,5	40,2
Inde	2023T4	1,1	0,6	0,5
	2024T4	2,7	1,4	1,2
Brésil	2023T4	4,0	13,0	-9,0
	2024T4	4,3	1,4	2,9
Centres financiers offshore	2023T4	-11,3	-43,0	31,8
	2024T4	11,0	-40,4	51,4
Autres pays	2023T4	-32,0	34,4	-66,4
	2024T4	13,1	26,5	-13,4

* À l'exclusion d'Hong-Kong

Source: Eurostat (données source: bop_eu6_q)

eurostat

Solde du compte courant – données nationales (intra-UE + extra-UE)

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

	2023	2024			
Pays	**T4**	**T1**	**T2**	**T3**	**T4**
Belgique	3,9	0,7	-2,6	-2,3	-1,1
Bulgarie	-0,3	-0,3	-0,7	0,9	-1,8
Tchéquie	0,3	4,5	-0,3	-0,1	1,4
Danemark	10,7	7,8	13,7	14,9	15,2
Allemagne	71,9	82,7	60,3	53,3	50,4
Estonie	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,2
Irlande	-0,5	14,9	35,5	23,0	18,2
Grèce	-7,3	-3,8	-4,5	0,3	-7,3
Espagne	8,8	12,0	12,8	14,7	8,6
France	4,3	-6,5	-1,6	4,8	14,8
Croatie	-1,0	-3,0	-1,3	4,8	-1,6
Italie	5,2	0,3	6,2	8,3	9,9
Chypre	-0,5	-0,9	-0,3	0,0	-1,2
Lettonie	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	0,1
Lituanie	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4
Luxembourg	2,9	1,9	0,6	5,7	3,7
Hongrie	-1,3	2,7	1,7	0,4	-0,1
Malte	0,3	0,2	0,4	0,5	0,2
Pays-Bas	33,2	26,6	22,3	24,9	38,9
Autriche	3,8	8,1	0,0	1,3	2,3
Pologne	3,2	4,6	0,3	-3,9	0,7
Portugal	-0,9	1,7	0,8	3,6	0,0
Roumanie	-5,7	-4,2	-7,5	-8,5	-9,4
Slovénie	0,6	0,7	0,7	1,1	0,6
Slovaquie	-0,8	-0,1	-0,8	-1,0	-1,7
Finlande	1,3	-1,0	-1,6	2,0	1,4
Suède	9,7	9,5	14,6	8,1	9,7
Islande	-0,1	-0,2	-0,3	0,3	-0,6
Norvège	19,9	21,1	19,5	17,7	17,9
Suisse	14,4	9,9	17,6	5,7	10,4

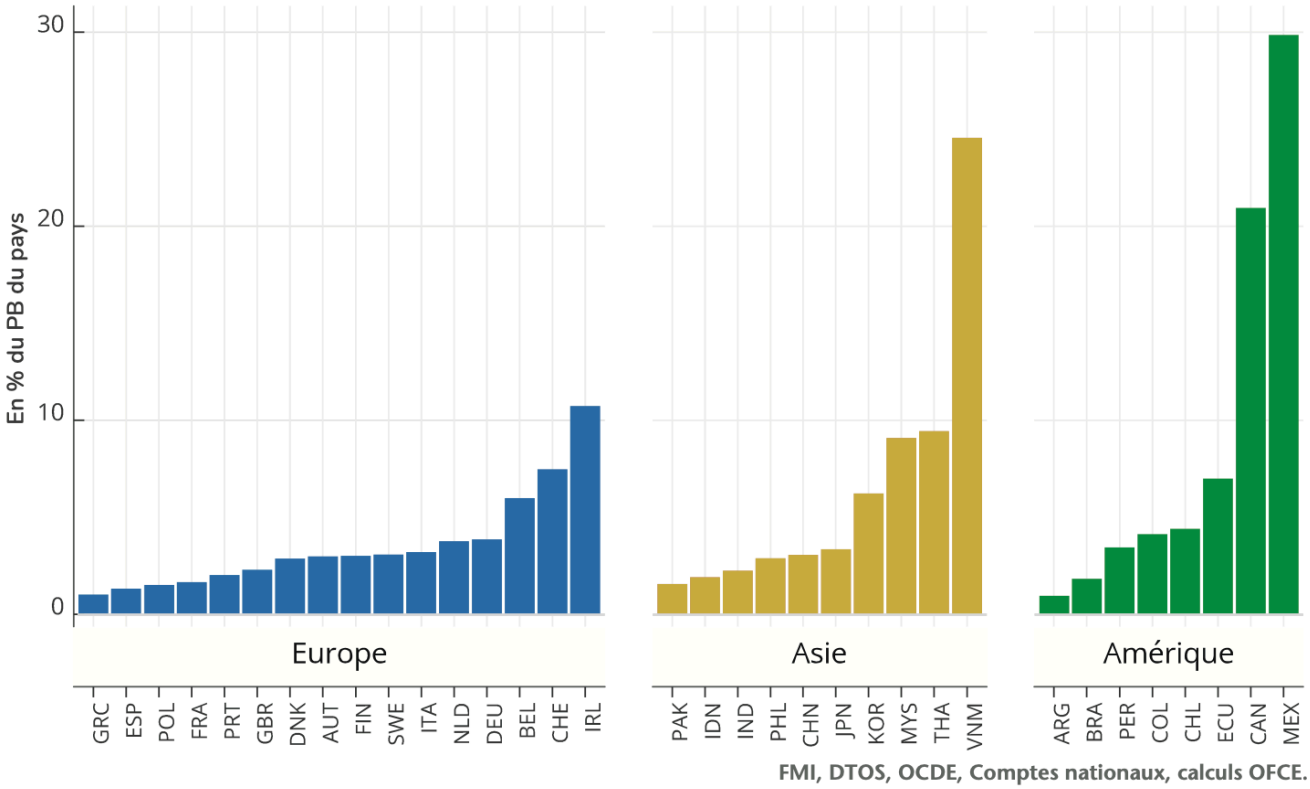
Solde du commerce de services – données nationales
(intra-UE + extra-UE)

– données non corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier (en mrds d'euros) –

	2023	2024			
Pays	T4	T1	T2	T3	T4
Belgique	1,1	-1,5	-2,6	-4,1	-1,8
Bulgarie	1,8	1,5	1,9	2,8	1,6
Tchéquie	0,6	1,2	1,4	1,0	0,5
Danemark	-0,5	0,0	1,4	3,8	0,3
Allemagne	-12,1	-9,6	-19,5	-27,0	-17,9
Estonie	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7
Irlande	-7,3	9,3	24,5	9,9	4,8
Grèce	2,8	1,4	6,0	12,0	3,3
Espagne	20,6	19,8	27,2	31,7	21,7
France	9,7	7,7	16,5	17,7	13,3
Croatie	1,8	0,9	3,4	9,0	1,7
Italie	-3,2	-5,4	0,6	2,9	-5,2
Chypre	2,1	1,3	2,1	2,7	2,2
Lettonie	0,5	0,4	0,6	0,6	0,7
Lituanie	1,8	2,0	2,3	2,3	2,1
Luxembourg	9,7	8,7	9,3	9,5	10,1
Hongrie	2,3	2,1	2,4	3,2	2,4
Malte	1,5	1,5	1,8	1,9	1,7
Pays-Bas	10,5	7,6	11,7	7,8	11,0
Autriche	1,2	5,1	-1,0	-0,5	2,2
Pologne	9,7	10,0	10,4	10,3	9,5
Portugal	6,2	6,3	7,8	10,8	7,1
Roumanie	3,2	2,9	3,0	2,8	2,7
Slovénie	0,8	0,8	0,9	1,1	0,9
Slovaquie	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1
Finlande	-2,4	-2,4	-1,3	-0,7	-0,8
Suède	-2,5	-2,4	-1,1	-2,3	-1,7
Islande	0,2	0,1	0,5	0,9	0,2
Norvège	-1,9	-1,6	-1,8	-1,7	-1,6
Suisse	-9,1	-6,3	-7,3	-8,6	-10,0

Un autre document important est publié le 9 avril par l'OFCE sur la situation mondiale (https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2025/OFCEpbrief143.pdf) dont on extrait le graphique suivant :

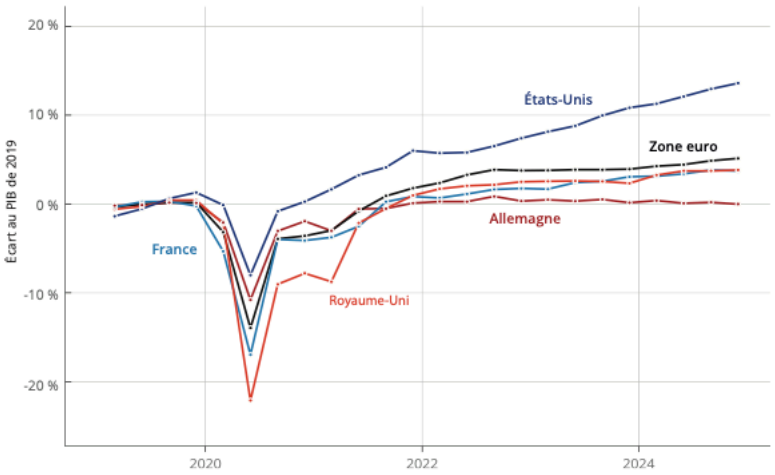
Graphique 2. **Part des exportations vers les États-Unis**



Note : La part des exportations vers les États-Unis dans les exportations totales du pays est calculée en moyenne sur les années 2022 et 2023.

L'ODCE publie ce même mercredi 9 avril un autre document, sur la France cette fois-ci (https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2025/OFCEpbrief144.pdf). En voici les premiers graphique et tableau :

Graphique 1. **Évolution du PIB**



Eurostat, INSEE, Destatis, BEA. prévision OFCE avril 2025.

Note: Écart du PIB en volume aux prix chaînés par rapport à la moyenne de 2019.

Tableau 1. **Cadrage macroéconomique pour l'économie française**

En %	2023	2024	2025	2026
Croissance hors choc	**1,5**	**1,4**	**1,4**	**1,4**
Politique monétaire et taux longs	-0,7	-0,6	0,3	0,6
Politique budgétaire	0,3	0,5	-0,4	-0,5
dont politique budgétaire des partenaires	*0,0*	*-0,3*	*0,0*	*0,1*
Énergie	-0,5	-0,1	0,1	0,0
Incertitude globale	0,0	-0,2	-0,6	0,0
dont politique nationale	*0,0*	*-0,1*	*-0,3*	*0,0*
Effets indirects par la demande mondiale[a]	-0,1	0,1	-0,2	-0,2
Autres effets[b]	0,6	0,2	-0,1	-0,2
Croissance observée et prévue	**1,1**	**1,1**	**0,5**	**1,1**

Insee, prévision OFCE avril 2025.

[a] hors transmission des politiques budgétaires des partenaires par la demande mondiale.

[b] dont les effets sur les chaines d'approvisionnement, l'effet des Jeux Olympiques de Paris, les conséquences de la politique commerciale.

Note de lecture : L'incertitude globale conduit à réduire la croissance du PIB de 0,2 point en 2024, 0,6 point en 2025. En 2025, la politique monétaire et les taux, ainsi que l'énergie contribuent positivement à la croissance du PIB (+0,4 pt), tandis que la politique budgétaire, l'incertitude et les autres chocs contribuent négativement (-1,2 pt). Finalement, la croissance prévue du PIB en 2025 est 1,4 + 0,4 – 1,3 = + 0,5 %.

Note : La croissance hors choc correspond à la croissance potentielle (1,2 %), plus la fermeture de l'*output-gap* (estimé à -1,3 point de PIB en 2024) et l'acquis potentiel sur la croissance.

Les indices boursiers en fin de cette journée du 3 avril :

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
CAC 40	7.598,98	7.740,91	7.585,00	-259,85	-3,31%	17:35:59
SBF 120	5.754,40	5.858,50	5.744,17	-188,52	-3,17%	17:35:59
Euro Stoxx 50	5.114,65	5.219,35	5.102,55	-189,30	-3,57%	17:38:58
Dow Jones	40.807,89	41.173,62	40.621,93	-1.417,43	-3,36%	20:37:52
S&P 500	5.435,22	5.498,28	5.415,66	-235,66	-4,16%	20:40:48
Nasdaq	16.665,47	16.889,34	16.571,50	-935,57	-5,32%	20:40:47
Russell 2000	1.920,56	1.966,30	1.909,14	-124,80	-6,10%	20:40:47
S&P 500 VIX	28,06	29,26	24,93	+6,55	+30,45%	20:40:46
S&P/TSX	24.424,95	24.844,60	24.371,53	-882,23	-3,49%	20:40:46
Bovespa	131.337	132.552	130.182	+146	+0,11%	20:25:30
S&P/BMV IPC	54.007,09	54.874,93	53.001,11	+206,16	+0,38%	20:40:47
MSCI World	3.544,47	3.673,72	3.538,39	-124,06	-3,38%	20:40:45
DAX	21.700,36	22.147,45	21.670,96	-690,48	-3,08%	17:38:59
FTSE 100	8.474,74	8.608,48	8.453,22	-133,74	-1,55%	17:35:57
AEX	877,42	889,84	875,01	-24,10	-2,67%	17:35:59
IBEX 35	13.191,20	13.281,30	13.107,40	-159,00	-1,19%	17:35:59
FTSE MIB	37.070,83	37.942,07	37.006,92	-1.383,37	-3,60%	17:35:57
SMI	12.271,60	12.447,10	12.251,60	-294,19	-2,34%	17:35:58
PSI	6.967,03	7.026,93	6.881,03	+9,03	+0,13%	17:35:59
BEL 20	4.294,73	4.346,31	4.276,01	-49,44	-1,14%	17:35:59
ATX	4.001,00	4.267,77	4.001,00	-125,97	-3,05%	17:44:59
OMXS30	2.385,16	2.429,53	2.376,42	-93,53	-3,77%	17:30:59
MOEX Russia Index	2.862,60	2.972,49	2.853,76	-63,79	-2,18%	17:40:00
RTSI	1.068,68	1.107,48	1.065,38	-21,63	-1,98%	17:40:00
WIG20	2.635,76	2.711,35	2.634,29	-112,23	-4,08%	17:05:59
Budapest SE	87.225,64	89.732,95	86.885,19	-2.505,68	-2,79%	17:15:59
BIST 100	9.484,26	9.627,70	9.484,26	-39,05	-0,41%	17:09:59
TA 35	2.448,47	2.464,96	2.426,69	-15,22	-0,62%	16:29:59
Tadawul All Share	11.882,65	12.007,26	11.836,96	-142,40	-1,18%	14:15:59
Nikkei 225	34.735,93	35.044,73	34.102,00	-989,94	-2,77%	07:00:00
S&P/ASX 200	7.859,70	7.934,50	7.768,00	-74,80	-0,94%	07:04:59
Shanghai	3.342,01	3.358,43	3.319,61	-8,12	-0,24%	08:59:59
SZSE Component	10.365,73	10.481,60	10.328,02	-147,39	-1,40%	09:44:59
China A50	13.262,98	13.320,53	13.138,83	-17,47	-0,13%	08:59:59
DJ Shanghai	462,99	465,80	460,78	-1,80	-0,39%	08:59:59
Hang Seng	22.849,81	22.998,30	22.638,21	-352,72	-1,52%	09:59:59
Taiwan Weighted	21.298,22	21.390,52	21.235,99	+18,05	+0,08%	02/04

Mais le mercredi 9 au soir (heure française, 13h18 heure locale), **volte-face du Président américain** : par un message sur Truth Social il suspend pendant 90 jours les droits de douane réciproques qui

venaient d'entrer en vigueur le matin même (mais en maintenant le taux mondial plancher de 10%), tout en augmentant substantiellement ceux imposés à la Chine, qui apparaît bien, de ce fait, la véritable cible des États-Unis, prouvant une accélération de la guerre impériale que la Chine et les États-Unis se livrent depuis un certain temps (125% pour les droits américains et 84% pour ceux de la Chine). La justification que donne la Maison Blanche de ce revirement est que le plan du Président a consisté à attendre que 75 pays le contactent pour lui proposer un « deal ». « Nous souhaitons coopérer avec nos alliés et avec nos partenaires commerciaux qui n'ont pas pris de mesures de rétorsion » dit le Secrétaire d'État Scott Bessent. Mais peut-être aussi que les réactions très négatives de toutes les places boursières y sont pour quelque chose : D. Trump a sans doute compris que de nombreux acteurs de la vie économique non seulement américaine mais mondiale, à commencer par la frange la plus aisée de ses électeurs, ont exprimé par la chute vertigineuse des cours boursiers à la fois leur grand désappointement et leur totale désapprobation ; et leur forte crainte d'une récession et d'un développement de l'inflation, bref, d'un grave épisode de stagflation. En ce mercredi 9, le soulagement des Européens est certain mais fragile dans la mesure où la suspension des droits « majorés » ne concerne a priori que les pays qui n'ont pas répliqué aux restrictions américaines, or, l'UE venant d'annoncer les premières mesures de rétorsion…
Note : dans Les Echos du 16 avril, Guillaume de Calignon et Richard Hiault envisagent la possibilité que l'UE décide de mesures de rétorsion concernant les services américains : « (…) C'est une piste à explorer car, si l'UE dégage un excédent commercial dans les biens vis-à-vis des États-Unis, elle affiche un déficit dans les services. Les géants américains de la technologie ont besoin de l'accès au marché européen pour leur modèle économique, basé sur la monétisation des données de leurs utilisateurs. La taille du marché de l'UE reste d'ailleurs son principal atout. Une telle mesure pourrait faire mal, notamment aux entreprises dont les dirigeants sont proches de Trump. Il s'agirait d'une décision moins handicapante pour les économies que des mesures de rétorsion qui pénaliseraient les importations européennes en provenance des États- Unis. Les consommateurs européens, qui utilisent Facebook, WhatsApp ou X (ex-Twitter) ne seraient pas touchés puisque ces services sont gratuits. Une telle taxe pourrait même favoriser l'émergence d'alternatives européennes. Mais c'est aussi un pari car si les États-Unis prennent des mesures de rétorsion et si les Européens ne peuvent plus utiliser Google ou les logiciels de Microsoft, cela deviendra un vrai problème. Beaucoup d'entreprises dépendent de ces sociétés pour leurs infrastructures digitales ».

Voici le tableau des principaux indices boursiers en ce **jeudi 10 après-midi**, à comparer avec le tableau similaire du 3 avril :

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
CAC 40	7.218,99	7.384,47	7.162,13	+355,97	+5,19%	15:12:45
SBF 120	5.438,24	5.593,00	5.426,36	+234,71	+4,51%	14:57:45
Euro Stoxx 50	4.873,05	5.041,85	4.840,95	+250,91	+5,43%	15:12:52
Dow Jones	40.608,45	40.778,70	37.275,69	+2.962,86	+7,87%	09/04
S&P 500	5.456,90	5.481,34	4.948,43	+474,13	+9,52%	09/04
Nasdaq	17.124,97	17.202,94	15.270,28	+1.857,06	+12,16%	09/04
Russell 2000	1.911,30	1.933,63	1.730,83	+150,59	+8,55%	09/04
S&P 500 VIX	36,65	39,01	34,44	+3,03	+9,01%	15:12:31
S&P/TSX	23.727,03	23.805,46	22.228,00	+1.220,13	+5,42%	09/04
Bovespa	127.796	128.649	122.887	0	0,00%	09/04
S&P/BMV IPC	52.527,67	52.721,89	49.874,04	0,00	0,00%	09/04
MSCI World	3.515,67	3.520,24	3.461,75	+50,91	+1,47%	15:12:45
DAX	20.713,47	21.397,00	20.571,60	+1.033,81	+5,25%	15:12:52
FTSE 100	7.999,88	8.165,35	7.963,52	+320,40	+4,17%	15:12:49
AEX	832,60	856,53	828,28	+36,15	+4,54%	15:12:45
IBEX 35	12.428,87	12.825,96	12.341,72	+605,37	+5,12%	15:12:52
FTSE MIB	34.753,00	36.070,00	34.564,00	+2.022,43	+6,18%	15:12:49
SMI	11.346,20	11.932,80	11.277,40	+475,97	+4,38%	15:12:52
PSI	6.456,43	6.620,06	6.436,65	+202,47	+3,24%	15:12:45
BEL 20	4.059,20	4.176,40	4.040,60	+196,98	+5,10%	15:12:45
ATX	3.746,23	3.881,47	3.558,36	+144,09	+4,00%	14:44:59
OMXS30	2.297,14	2.370,17	2.187,22	+121,38	+5,58%	15:12:51
MOEX Russia Index	2.790,38	2.801,19	2.742,48	+139,69	+5,27%	15:12:50
RTSI	1.021,03	1.024,99	997,69	+51,11	+5,27%	15:12:50
WIG20	2.553,71	2.603,96	2.521,46	+119,96	+4,93%	15:12:45
Budapest SE	83.392,57	85.696,95	82.858,14	0,00	0,00%	09/04
BIST 100	9.503,59	9.581,24	9.466,76	+228,09	+2,46%	14:57:49
TA 35	2.435,38	2.454,60	2.426,64	+63,64	+2,68%	15:12:52
Tadawul All Share	11.502,54	11.605,09	11.415,39	+405,89	+3,66%	14:15:59
Nikkei 225	34.609,00	34.639,39	32.320,66	+2.894,97	+9,13%	07:00:00

Voici aussi pour ce jeudi 10 au matin la situation des marchés de taux souverains :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	11,060	11,135	11,040	+0,115	+1,05%	848,1	677,2	09/04
Allemagne	2,5795	2,6750	2,5570	-0,0450	-1,71%	0,0	-170,9	09/04
Australie	4,326	4,484	4,274	-0,034	-0,78%	174,7	3,8	07:37:07
Autriche	3,034	3,176	3,004	-0,024	-0,78%	45,4	-125,4	09/04
Bangladesh	12,415	12,415	12,355	+0,000	+0,00%	983,6	812,7	09/04
Belgique	3,228	3,339	3,202	-0,014	-0,43%	64,8	-106,0	09/04
Brésil	14,795	15,133	14,795	-0,063	-0,42%	1.221,6	1.050,7	00:00:19
Bulgarie	3,850	3,850	3,850	0,000	0,00%	127,0	-43,8	08/04
Canada	3,202	3,289	3,121	+0,067	+2,14%	62,2	-108,6	00:28:59
Chili	5,500	5,500	5,490	+0,010	+0,18%	292,1	121,2	08/04
Chine	1,655	1,661	1,655	-0,004	-0,24%	-92,3	-263,2	07:36:53
Chypre	3,128	3,203	3,116	-0,052	-1,64%	54,9	-116,0	09/04
Colombie	11,900	12,100	11,900	+0,055	+0,46%	932,0	761,2	09/04
Corée du Sud	2,686	2,718	2,681	-0,042	-1,54%	10,5	-160,4	07:37:00
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	-0,000	0,00%	443,1	272,2	09/04
Croatie	3,124	3,124	3,124	0,000	0,00%	54,5	-116,4	08/04
Danemark	2,361	2,504	2,362	-0,047	-1,95%	-21,9	-192,8	09/04
Égypte	22,409	22,409	21,295	+1,839	+8,94%	1.983,0	1.812,1	09/04
Espagne	3,338	3,487	3,324	-0,002	-0,06%	75,9	-95,0	09/04
États-Unis	4,288	4,293	4,272	-0,108	-2,46%	170,9	0,0	07:37:13
Finlande	2,896	2,981	2,852	+0,006	+0,21%	31,6	-139,2	09/04
France	3,389	3,390	3,388	+0,009	+0,27%	80,9	-89,9	07:36:14
Grèce	3,550	3,678	3,560	+0,010	+0,28%	97,0	-73,8	09/04
Hong-Kong	3,278	3,278	3,278	-0,061	-1,83%	69,9	-101,0	02:23:01
Hongrie	7,120	7,200	7,200	+0,220	+3,19%	454,0	283,2	09/04
Île Maurice	5,551	5,651	5,651	0,000	0,00%	297,2	126,3	09/04
Inde	6,547	6,629	6,534	+0,074	+1,14%	396,7	225,9	09/04
Indonésie	7,130	7,248	7,124	-0,010	-0,14%	455,1	284,2	05:30:52
Irlande	2,997	2,998	2,997	-0,033	-1,09%	41,8	-129,1	07:36:14
Islande	6,768	6,818	6,814	+0,042	+0,62%	418,9	248,0	09/04
Israël	4,440	4,440	4,440	+0,064	+1,46%	186,1	15,2	09/04
Italie	3,882	3,980	3,860	+0,029	+0,75%	130,3	-40,6	09/04
Japon	1,349	1,377	1,280	+0,077	+6,05%	-123,0	-293,9	04:00:26
Kazakstan	15,307	15,307	15,307	+0,000	+0,00%	1.272,8	1.101,9	09/04
Kenya	13,520	13,520	13,520	0,000	0,00%	1.094,1	923,2	09/04

Note sur « obligations d'État et courbes de rendement », par S.M. Ali Abbas et E. Togo, du FMI, mars 2025

« Depuis des siècles, les États se tournent vers les investisseurs pour financer leurs activités, principalement grâce à l'émission d'obligations. Aujourd'hui, le marché mondial de la dette souveraine des États représente 100 000 milliards de dollars, soit presque la taille de l'ensemble de l'économie mondiale. Mais que sont les obligations d'État ? Qu'est-ce qui détermine le prix auquel les investisseurs les achètent ? Que révèlent les « courbes de rendement » de ces obligations sur l'état d'une économie ?

Prenons l'exemple d'un État dont les dépenses sont supérieures de 100 dollars à ses recettes. Pour financer ce déficit, il peut emprunter auprès des investisseurs en émettant une obligation. L'obligation constitue une promesse, par l'État, de rembourser le principal de 100 dollars à une date ultérieure, et de verser des intérêts annuels appelés *paiement de coupon*, afin de compenser le *coût d'opportunité* que représente, pour les investisseurs, le placement dans l'obligation plutôt que d'autres instruments.

Ce coût d'opportunité a deux composantes : une composante d'inflation (pour préserver le pouvoir d'achat du placement) et une composante réelle, corrigée de l'inflation (le retour supplémentaire, en sus de l'inflation, que l'investisseur aurait pu engranger sur d'autres investissements). En général, plus le taux d'inflation prévu et les retours escomptés sur les autres investissements sont élevés, plus l'État doit offrir un retour élevé aux investisseurs.

Imaginons que l'État émette une obligation, ou un bon, de 100 dollars sur un an avec un taux de coupon de 5 %. Il s'engage à verser aux investisseurs la somme de 105 dollars après un an : 100 au titre du principal, et 5, des intérêts. Si le taux de coupon est égal au coût d'opportunité, les investisseurs seront disposés à acheter l'obligation à sa valeur nominale, ou *au pair* (100 dollars dans cet exemple).

Toutefois, si le coût d'opportunité pour les investisseurs dépasse le coupon de 5 %, ils n'achèteront l'obligation qu'à un prix *au-dessous du pair*. Supposons qu'ils soient disposés à payer seulement 98 dollars. Ainsi, le retour sur investissement est plus élevé : en l'occurrence, 7,1 % [(105 ÷ 98) - 1]. Ce retour total qui, par définition, est égal au coût d'opportunité pour les investisseurs, correspond au *rendement* de l'obligation (ou rendement à échéance).

Les marchés primaire et secondaire

Lorsqu'un État vend une obligation directement à un investisseur, il s'agit d'une opération du *marché primaire*. Toutefois, les obligations peuvent également être négociées sur le *marché secondaire*. En effet, les obligations sont des titres échangeables, comme le sont les actions. Conséquence importante : leur *rendement à l'émission* peut être différent de leur *rendement* de *marché*.

Par exemple, admettons qu'une banque commerciale majeure fasse faillite immédiatement après que l'État a émis l'obligation de 100 dollars dont nous venons de parler. Cet événement alimente les craintes d'une crise financière et d'une récession. Les investisseurs s'attendent à des retours et à une inflation plus faibles en raison de la récession, entraînant une baisse nette du coût d'opportunité, de 7,1 % à 3 %. Dans cette situation, l'obligation émise à 98 dollars s'échangera désormais *au-dessus du pair* sur le marché secondaire, à 101,95 dollars, pour tenir compte de ce nouveau rendement de marché de 3 %.

Les États peuvent émettre des obligations à différentes échéances, elles varient, en général, de 1 à 30 ans. Chaque obligation est assortie de son propre taux de coupon et rendement à échéance. Les obligations à long terme présentent généralement un meilleur rendement. C'est ce que l'on appelle la *prime d'échéance*. Elle correspond à la compensation supplémentaire que les investisseurs exigent en raison de l'incertitude associée à l'inflation et aux conditions économiques futures et à l'immobilisation plus longue de leurs fonds.

Le graphique 1 présente l'échéance des obligations en abscisse et le rendement correspondant sur le marché à un moment donné en ordonnée. Ces *courbes de rendement*sont riches en enseignements : avant tout, elles indiquent si les marchés s'attendent à ce que l'économie se renforce ou s'affaiblisse.

Si les marchés tablent sur une accélération de la croissance économique, l'inflation future sera probablement supérieure à son niveau actuel. En effet, une accélération économique, la hausse de la demande de biens et services qu'elle entraîne se répercute à terme, sur les prix. L'attrait des autres investissements, comme les produits de base ou l'immobilier, se renforcera également en parallèle. Pour ces deux raisons, les investisseurs exigeront un rendement plus élevé sur une obligation d'État à long terme que pour un instrument analogue à court terme. En d'autres termes, la courbe de rendement augmentera, comme ce fut le cas aux États-Unis le 16 décembre 2024 (ligne rouge).

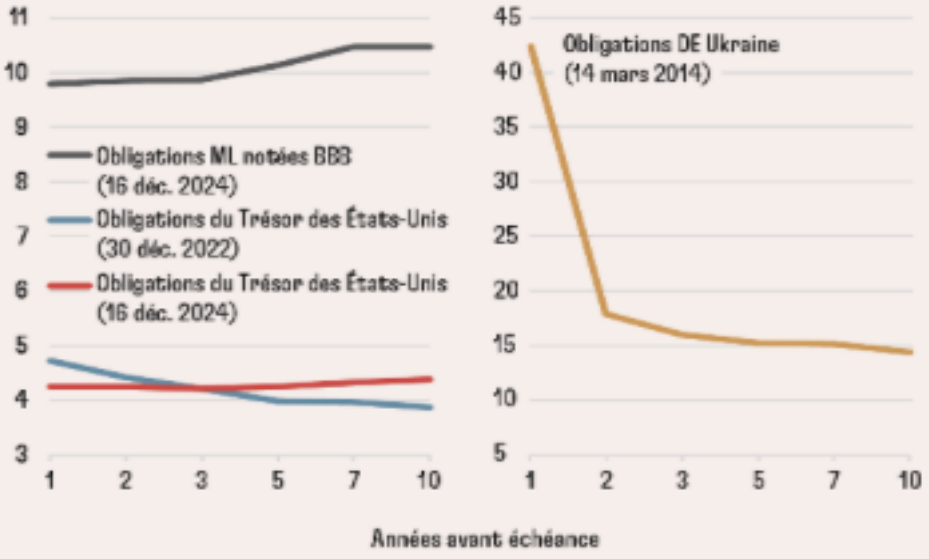
Les courbes de rendement augmentent-elles toujours ? Non. Lors de la hausse rapide de l'inflation aux États-Unis à la suite de la pandémie de COVID-19, la Fed a relevé les taux d'intérêt. Puisque les taux d'intérêt élevés ralentissent en général la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, ce relèvement a laissé présager un ralentissement de l'économie accompagné d'une baisse de l'inflation et des retours économiques. Conformément aux attentes du marché, la courbe de rendement des obligations d'État a commencé à *s'inverser* ou à baisser (ligne bleue). Une courbe de rendement inversée est souvent un signe avant-coureur de récession : jusqu'à récemment, chaque contraction de l'économie des États-Unis au cours des 50 dernières années avait été précédée d'une inversion.

GRAPHIQUE 1

Courbes de rendement

De l'essor à l'effondrement, la courbe de rendement indique comment les marchés s'attendent à voir évoluer l'économie à l'avenir.

(en pourcentage, par an)



SOURCES : Bloomberg Finance L.P ; Département du Trésor des États-Unis. NOTE : « ML » signifie monnaie locale et « DE », devise étrangère. Les obligations dont la note est inférieure ou égale à BBB sont généralement émises par les pays émergents.

La prime de risque-pays

Les courbes de rendement des obligations d'État des pays émergents et des pays à faible revenu livrent-elles les mêmes informations que celles des pays avancés ? Oui, mais avec un accent plus important sur la *prime de risque-pays*. Les principaux pays avancés sont diversifiés et disposent d'institutions solides. En général, leurs obligations souveraines sont réputées sûres parce que les investisseurs sont presque certains d'être remboursés par l'État en question. Ce n'est pas le cas de tous les pays en développement, généralement pourvus d'institutions plus faibles et en proie à des chocs susceptibles d'entraîner d'importantes dépréciations de la monnaie, une inflation rapide et la perte d'accès aux financements sur le marché.

Certains États de pays en développement, notamment ceux qui ont une dette importante libellée en devises étrangères, doivent parfois restructurer leur dette (modifier le profil de remboursement de leurs obligations, leur rendement ou les deux). En raison de ce *risque de défaut*, ou prime de risque-pays, le rendement des obligations est généralement plus élevé que celui des pays avancés pour toutes les échéances. Cet écart de rendement, également appelé *spread*, est un indicateur important du risque de crédit souverain (ligne gris foncé).

Lorsque le risque-pays atteint un niveau si élevé que les marchés jugent une restructuration de la dette imminente, le rendement des obligations à échéance résiduelle courte tend à monter en flèche, ce qui se traduit par une baisse nette de la courbe de rendement. Par exemple, au début de l'année 2014, personne ne savait que l'Ukraine restructurerait ses obligations souveraines en l'espace d'une année. Toutefois, la courbe de rendement inversée observée en mars 2014 indiquait que les investisseurs s'y préparaient déjà. Étant donné que ces opérations se traduisent par une prolongation plus importante de l'échéance résiduelle des obligations dues à plus court terme (par exemple, en 2015) que pour celles à plus long terme (2018), les investisseurs exigeaient un rendement plus élevé sur les obligations à court terme (ligne jaune).

Le développement des marchés obligataires
De nombreux pays en développement s'efforcent de développer le marché des obligations d'État en monnaie locale afin de réduire leur dépendance vis-à-vis de l'emprunt en devise étrangère, qui s'accompagne d'un risque de change. La mise en place des éléments nécessaires à un tel marché (gestion saine de la dette, lois, règlements et infrastructures de marché solides, diversification de la base d'investisseurs nationaux) peut prendre du temps, mais les gains sont considérables.
En partenariat avec la Banque mondiale, le FMI donne des conseils avisés aux pouvoirs publics à cet effet. Il est encourageant de constater les progrès enregistrés par de nombreux pays en développement dans ce domaine au cours des dernières décennies, notamment en Asie et en Amérique latine.
Sur un marché des obligations d'État qui fonctionne bien, la courbe de rendement n'indique pas seulement les perspectives de l'économie ; elle constitue un indicateur de référence pour la valorisation d'autres actifs financiers comme les prêts bancaires à long terme, les obligations des sociétés et les hypothèques. Elle favorise une répartition plus efficiente des ressources, ce qui contribue à la croissance économique à long terme ».
Note importante : sur X, « KobeissiLetter » fait le 23 mai Bernard Rougiercette réflexion : « Si vous êtes confus, c'est que vous n'avez pas surveillé les bons indicateurs. Comme nous l'avons répété à maintes reprises, le marché obligataire est roi ».

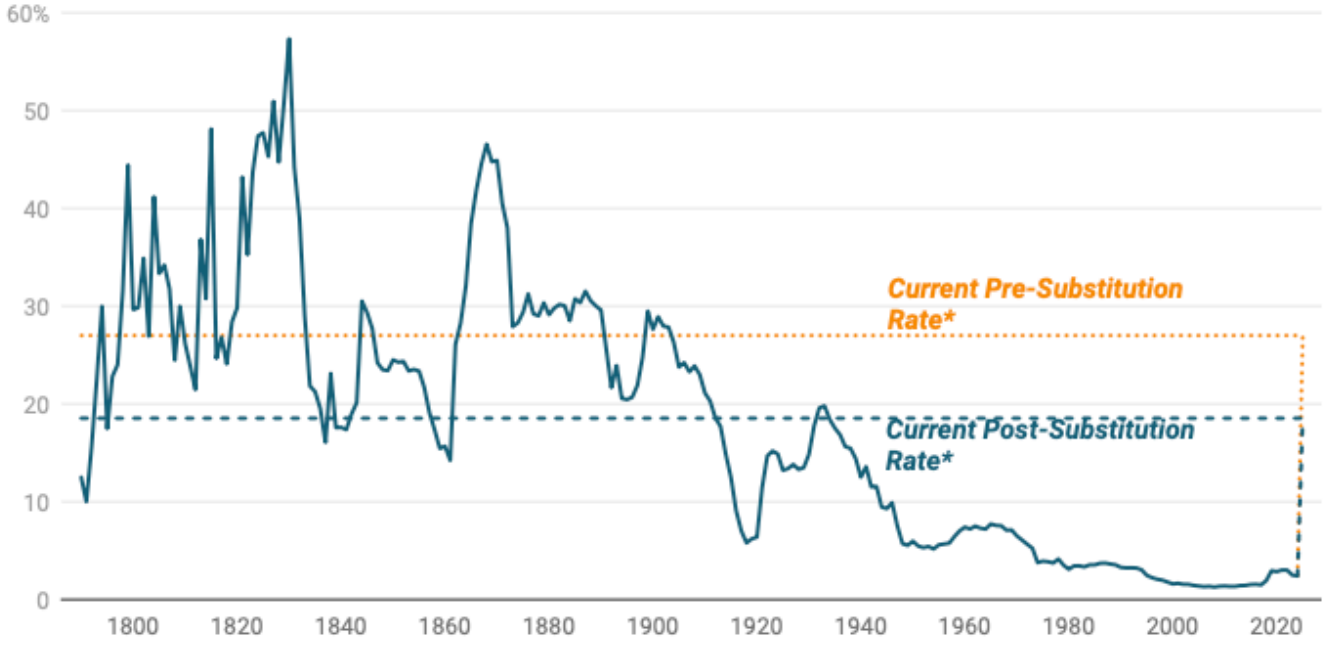
Lorsque les rendements grimperont, Trump fera le nécessaire pour les faire baisser.
Suite au revirement du Président Trump, **la Présidente de la Commission européenne annonce ce jeudi 10 en fin de matinée que l'UE suspend sa riposte** afin de « donner une chance aux négociations et si celles-ci ne sont pas satisfaites, nos contre-mesures entreront en vigueur ».



Le jeudi 10, le « Budget Lab » de l'Université de Yale publie un article (https://budgetlab.yale.edu/research/fiscal-and-economic-effects-revised-april-9-tariffs) qui contient un graphique particulièrement intéressant sur l'histoire longue des tarifs douaniers américains :

Figure 2. U.S. Average Effective Tariff Rate Since 1790

Customs duty revenue as a percent of goods imports



** Through April 9, including revised April 9 announcement.*

Chart: The Budget Lab • Source: Historical Statistics of the United States Ea424-434, Monthly Treasury Statement, Bureau of Economic Analysis, The Budget Lab analysis. • Created with Datawrapper

Voici un extrait de l'article concernant ce graphique :
« La taille du tarif proposé sur la Chine signifie que la distinction entre la pré-substitution (avant que les consommateurs et les entreprises ne déplacent les achats en réponse aux tarifs) et la post-substitution (après leur déplacement) est cruciale. Une métrique où la différence est substantielle est le taux de tarif effectif moyen.
Mesuré avant la substitution - en supposant qu'il n'y a aucun changement dans les actions d'importation des différents pays - les tarifs 2025 à ce jour sont l'équivalent d'une augmentation de 24,6 points de pourcentage du taux de tarif effectif moyen américain. Ce calcul suppose qu'en vertu des nouveaux tarifs en Chine de 125% sur certaines marchandises, la part des importations en provenance de Chine reste à 14%, où elle était en 2024. C'est la bonne façon de réfléchir aux tarifs du point de vue du bien-être des consommateurs, car il reflète le coût complet visé par les consommateurs avant de commencer à faire des choix de dépenses difficiles. Cette augmentation porterait le taux de tarif effectif moyen des États-Unis global à 27%, le plus élevé depuis 1903. Ce n'est que légèrement différent de l'endroit où le taux effectif était avant l'annonce de la fin du 9 avril. Post-substitution - après les importations, les importations changent en réponse aux tarifs - les tarifs de 2025 représentent une augmentation de 16,1 points de pourcentage du taux de tarif effectif moyen américain, en raison de la baisse substantielle de la part de la Chine des importations américaines, car les consommateurs et les entreprises américains trouvent des alternatives pour les importations chinoises. La part d'importation de la Chine passe de 14% à 4% en raison des tarifs, ce qui, sur la composition, signifie que moins d'Américains paient les tarifs de la Chine, ce qui signifie qu'il a moins de "poids" dans le calcul du taux de tarif effectif moyen post-substitution post-substitution. L'augmentation de 16,1 pp porte le taux de tarif effectif global aux États-Unis à 18,5%, le plus élevé depuis 1933 ».

Le vendredi 11 avril, pour répliquer aux droits de douane exorbitants à 145% imposés par les États-Unis, la Chine réplique en taxant à, partir du lendemain les produits américains à 125% : comme très souvent en phase protectionniste, on assiste entre les deux économies impériales dominantes à une surenchère et escalade des tarifs douaniers.

Vendredi 11 avril, quelques résultats statistiques :

- Les taux de rendement des obligations souveraines :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	11,286	11,318	11,244	+0,346	+3,16%	874,3	689,9	12:00:00
Allemagne	2,5435	2,6310	2,5435	-0,0405	-1,57%	0,0	-184,4	12:13:27
Australie	4,351	4,426	4,317	-0,016	-0,37%	180,7	-3,6	12:13:16
Autriche	2,978	3,060	2,976	-0,057	-1,88%	43,4	-140,9	12:13:27
Bangladesh	12,415	12,415	12,355	+0,335	+2,77%	987,2	802,8	10/04
Belgique	3,180	3,255	3,177	-0,027	-0,84%	63,7	-120,7	12:13:32
Brésil	14,993	14,999	14,993	-0,067	-0,44%	1.245,0	1.060,6	10/04
Bulgarie	3,629	3,629	3,629	-0,221	-5,74%	108,6	-75,8	12:06:13
Canada	3,198	3,227	3,198	-0,044	-1,36%	65,5	-118,9	12:13:35
Chili	5,540	5,540	5,540	+0,050	+0,91%	299,7	115,3	10/04
Chine	1,659	1,662	1,640	+0,013	+0,79%	-88,4	-272,8	08:58:56
Chypre	3,137	3,156	3,105	+0,001	+0,03%	59,4	-125,0	12:12:51
Colombie	11,999	11,999	11,860	+0,099	+0,83%	945,5	761,2	10/04
Corée du Sud	2,705	2,748	2,704	-0,006	-0,22%	16,1	-168,2	08:29:50
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	0,000	0,00%	446,7	262,3	10/04
Croatie	3,124	3,124	3,124	0,00	0,00%	58,1	-126,3	09/04
Danemark	2,360	2,550	2,360	-0,001	-0,02%	-18,4	-202,7	10/04
Égypte	22,376	22,409	22,376	+0,796	+3,69%	1.983,2	1.798,9	10/04
Espagne	3,298	3,365	3,297	-0,006	-0,18%	75,5	-108,9	12:13:27
États-Unis	4,387	4,467	4,387	-0,005	-0,11%	184,4	0,0	12:13:21
Finlande	2,841	2,925	2,839	-0,039	-1,35%	29,8	-154,6	12:13:27
France	3,349	3,408	3,348	-0,003	-0,09%	80,6	-103,8	12:12:39
Grèce	3,518	3,569	3,415	+0,004	+0,11%	97,4	-86,9	12:12:51
Hong-Kong	3,334	3,348	3,301	-0,028	-0,83%	79,1	-105,3	11:03:16
Hongrie	7,060	7,140	7,140	0,000	0,00%	451,6	267,3	10/04
Île Maurice	5,731	5,731	5,731	-0,019	-0,33%	318,8	134,4	08:03:08
Inde	6,540	6,554	6,526	+0,095	+1,47%	399,7	215,3	12:13:09
Indonésie	7,169	7,189	7,145	+0,133	+1,89%	462,6	278,2	10:49:59
Irlande	2,893	2,978	2,893	-0,038	-1,30%	34,9	-149,4	12:13:28
Islande	6,767	6,767	6,767	0,000	0,00%	422,4	238,0	08:03:09
Israël	4,400	4,400	4,400	-0,040	-0,90%	185,7	1,3	10/04
Italie	3,822	3,880	3,808	+0,017	+0,45%	127,9	-56,5	12:13:27
Japon	1,305	1,369	1,305	-0,052	-3,83%	-123,9	-308,2	09:59:53
Kazakstan	15,307	15,307	15,307	0,00	0,00%	1.276,4	1.092,0	10/04
Kenya	13,520	13,520	13,520	0,00	0,00%	1.097,7	913,3	10/04
Lituanie	3,426	3,426	3,426	+0,005	+0,15%	88,3	-96,1	10/04
Malaisie	3,779	3,779	3,757	+0,050	+1,34%	123,6	-60,8	10:27:19
Malte	3,379	3,379	3,379	-0,041	-1,20%	83,6	-100,8	10:40:31
Maroc	2,910	3,014	3,013	0,000	0,00%	36,7	-147,7	10/04
Mexique	9,648	9,648	9,648	+0,344	+3,70%	710,4	526,1	10/04
Namibie	9,578	9,809	9,703	0,000	0,00%	703,5	519,1	10/04
Nigéria	19,727	19,727	19,727	+0,000	+0,00%	1.718,3	1.534,0	09/04
Norvège	3,840	3,901	3,840	-0,070	-1,79%	129,6	-54,7	12:13:18
Nouvelle-Zélande	4,781	4,823	4,668	+0,126	+2,71%	223,8	39,4	07:39:59
Ouganda	17,786	17,786	17,786	+0,000	+0,00%	1.524,2	1.339,9	08:02:17
Pakistan	12,801	12,801	12,801	+0,532	+4,34%	1.025,7	841,4	07:27:58
Pays-Bas	2,796	2,879	2,794	-0,034	-1,20%	25,3	-159,0	12:13:26

- Les indices boursiers internationaux

Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
CAC 40	7.066,42	7.204,60	7.007,63	-59,60	-0,84%	15:37:45
SBF 120	5.343,94	5.456,18	5.310,36	-52,99	-0,98%	15:22:45
Euro Stoxx 50	4.760,05	4.875,35	4.727,35	-58,87	-1,22%	15:37:39
Dow Jones	39.282,82	39.529,46	39.275,02	-310,84	-0,79%	15:32:37
S&P 500	5.241,00	5.263,04	5.229,63	-27,05	-0,51%	15:37:34
Nasdaq	16.359,24	16.390,04	16.299,85	-28,07	-0,17%	15:37:41
Russell 2000	1.818,10	1.832,55	1.813,40	-13,29	-0,73%	15:37:39
S&P 500 VIX	44,48	45,12	39,85	+3,62	+8,86%	15:37:31
S&P/TSX	23.141,01	23.188,05	23.038,65	+126,14	+0,55%	15:37:46
Bovespa	126.481	126.827	126.355	+127	+0,10%	15:22:30
S&P/BMV IPC	51.696,82	51.806,76	51.550,16	+182,00	+0,35%	15:37:39
MSCI World	3.414,65	3.429,71	3.408,54	-7,26	-0,21%	15:37:30
DAX	20.245,61	20.842,31	20.107,92	-343,74	-1,67%	15:37:34
FTSE 100	7.924,73	7.990,69	7.860,42	+11,48	+0,15%	15:37:54
AEX	815,35	827,79	810,94	-3,89	-0,47%	15:37:30
IBEX 35	12.267,00	12.420,00	12.155,00	-73,20	-0,59%	15:38:07
FTSE MIB	33.879,00	34.663,00	33.582,00	-398,09	-1,16%	15:38:07
SMI	11.173,50	11.343,10	11.057,50	-86,20	-0,77%	15:37:39
PSI	6.518,75	6.567,40	6.437,26	+113,96	+1,78%	15:37:45
BEL 20	4.007,90	4.047,40	3.961,20	+22,29	+0,56%	15:37:45
ATX	3.696,34	3.935,47	3.603,53	-19,19	-0,52%	15:04:59
OMXS30	2.253,10	2.286,95	2.219,76	-27,48	-1,20%	15:37:40
MOEX Russia Index	2.807,00	2.839,28	2.802,28	+42,72	+1,55%	15:37:36
RTSI	1.039,16	1.052,08	1.033,26	+14,87	+1,45%	15:37:51
WIG20	2.541,76	2.587,68	2.527,02	-11,81	-0,46%	15:37:45
Budapest SE	86.253,25	88.505,44	83.387,24	0,00	0,00%	10/04
BIST 100	9.342,25	9.392,02	9.260,01	+3,67	+0,04%	15:22:40
TA 35	2.417,67	2.454,60	2.408,37	+45,93	+1,94%	10/04
Tadawul All Share	11.502,54	11.605,09	11.415,39	+405,89	+3,66%	10/04
Nikkei 225	33.585,58	33.953,29	32.626,58	-1.023,42	-2,96%	07:00:00

- Le taux de change euro-dollar



- Cours des matières premières (11 avril après-midi)

Nom	15 Minutes	1 heure	1 jour	1 sem.	1 mois	YTD	3 ans
Or	-0,30%	-0,06%	+2,22%	+7,04%	+10,26%	+23,03%	+64,67%
Argent	+0,21%	+0,52%	+3,01%	+8,19%	-6,28%	+8,15%	+22,72%
Cuivre	+0,41%	+0,22%	+2,58%	+1,02%	-8,30%	+10,44%	-5,77%
Platine	+0,29%	+0,47%	+1,11%	+3,23%	-5,19%	+3,69%	-2,91%
Pétrole Brent	+0,36%	-0,02%	+0,43%	-3,51%	-10,81%	-15,22%	-39,53%
Pétrole brut WTI	+0,25%	+0,53%	+0,38%	-2,65%	-10,43%	-15,30%	-39,74%
Gaz naturel	+0,42%	+2,72%	-0,48%	-7,58%	-13,17%	-2,39%	-47,57%
Fioul	+0,12%	+0,62%	+0,32%	-1,38%	-6,94%	-11,36%	-38,31%
Café US C	-0,06%	+0,23%	+1,28%	-5,09%	-10,25%	+8,55%	+48,59%
Maïs américain	+0,23%	+0,23%	+0,91%	+5,73%	+8,44%	+6,14%	-37,31%
Blé américain	+0,38%	+0,38%	+2,70%	+4,37%	+2,48%	+0,11%	-49,98%
Sucre	+2,91%	+2,91%	+2,07%	-2,68%	-1,74%	+3,33%	-7,01%
Coton américain	+0,12%	+0,20%	+0,27%	+5,26%	-0,43%	-2,50%	-51,85%
Cacao américain	-0,69%	+0,58%	+3,16%	-1,84%	+1,84%	-27,63%	+217,20%

La crise mondiale qu'entraîne la guerre commerciale faite par les États-Unis de D. Trump se double d'une **crise des matières premières**.

Voici **l'analyse qu'en fait Alexandre Mirlicourtois** le 10 avril sur XerfiCanal :
« Depuis le 1er avril 2025, les marchés pétroliers vacillent. Le Brent, référence européenne, a plongé sous les 63 dollars le baril, contre 76 début mars — un effondrement de 17 % en moins d'un mois. Le WTI américain suit la même pente. À l'origine : l'annonce surprise de nouvelles hausses tarifaires américaines sur les importations chinoises, le 2 avril, relançant une guerre commerciale que l'on croyait apaisée.

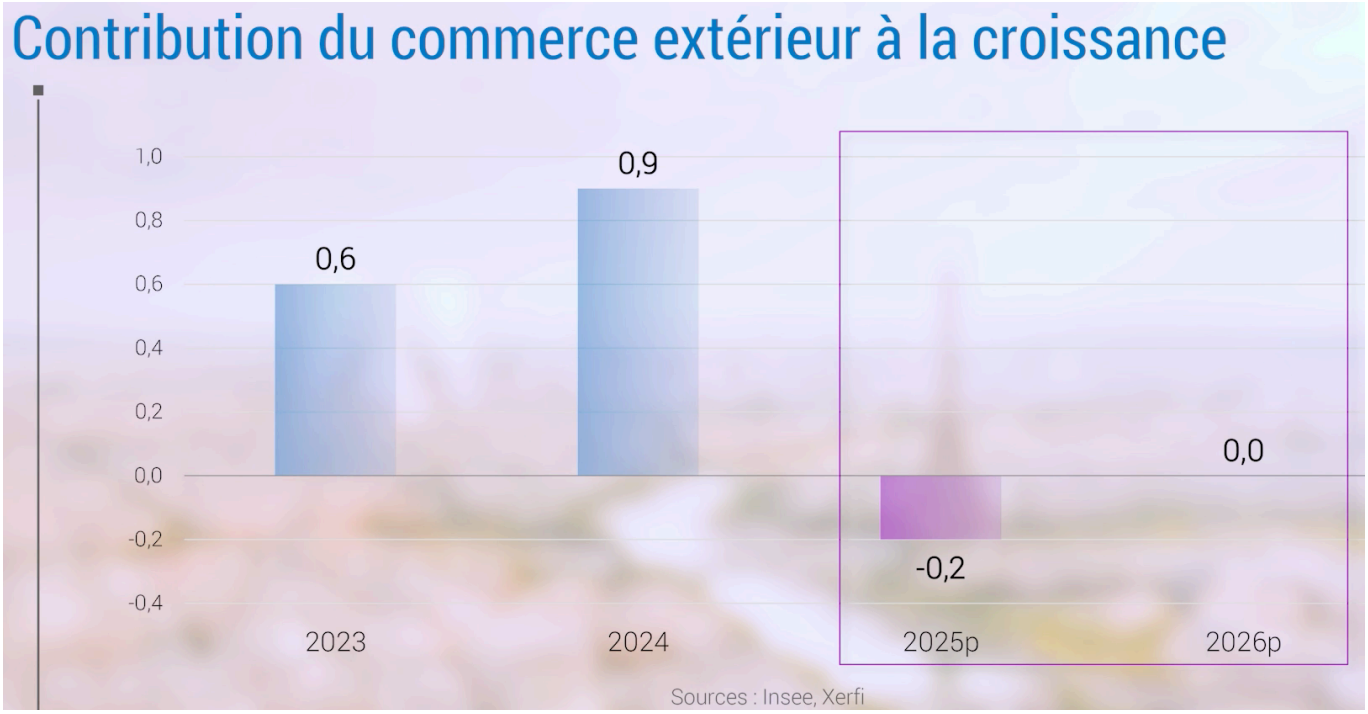
L'économie mondiale redoute une contraction de la demande, et les traders liquident en masse.
L'OPEP+ joue avec le feu
Comme pour enfoncer le clou, l'OPEP+ a dévoilé le 4 avril une augmentation inattendue de sa production : +411 000 barils/jour dès le mois de mai. Loin de stabiliser les marchés, cette initiative a été perçue comme une fuite en avant, fragilisant encore plus les équilibres. La Russie, l'Arabie saoudite et leurs alliés semblent miser sur les volumes pour compenser la baisse des prix. Mais à court terme, l'effet est ravageur sur les cours.
Un effet domino sur les matières premières industrielles
Le choc pétrolier n'est pas isolé. Le cuivre, le nickel, l'aluminium suivent la même trajectoire, perdant jusqu'à 12% en quinze jours. Ces métaux sont les baromètres de l'activité industrielle mondiale. Leur baisse signale un refroidissement rapide des anticipations économiques. Le secteur de la construction, l'automobile et même les semi-conducteurs commencent à revoir leurs plans d'investissement à la baisse.
Un faux cadeau pour les consommateurs
La tentation est grande d'y voir une bonne nouvelle : carburant moins cher, coûts de transport allégés… mais c'est un mirage. La baisse des prix reflète une demande mondiale atone, voire en contraction. Moins de consommation, c'est aussi moins de croissance, moins d'emplois, et des États producteurs en crise. Les économies émergentes, déjà affaiblies par le ralentissement chinois, voient leurs revenus fondre.
L'économie mondiale à un tournant
Derrière cette dégringolade se cache une crise de confiance systémique. La guerre commerciale, les incertitudes géopolitiques, le fléchissement du commerce mondial [l'OMC estime ce fléchissement de 0,2% à 1,5% pour les échanges de marchandises] composent un cocktail explosif. Les marchés, loin de réagir à l'excès, sonnent une alerte. L'économie mondiale est suspendue à un fil, et les politiques monétaires semblent impuissantes. Le pétrole est en train de redevenir ce qu'il n'aurait jamais cessé d'être : le thermomètre de la santé mondiale ».

Note : en ce vendredi 11 avril, l'agence Moody's laisse inchangée la note de la dette publique française à AA3, avec la même perspective « stable » ; ce qui est un satisfecit pour le gouvernement français.

Le 14 avril, Alexandre Mirlicourtois consacre sur XerfiCanal sa vidéo à **« Guerre commerciale et déséquilibres ; l'addition salée pour la France »** :
« Coup de théâtre ! Donald Trump fait volteface sur les droits de douanes. Pas totalement. La première salve à 10% est maintenue ; les surtaxes de 25% sur les véhicules, l'acier et l'aluminium aussi. Les droits dits réciproques, qui avaient notamment porté à 20% les tarifs appliqués aux produits européens, sont eux suspendus pendant 90 jours. La Chine a droit un traitement de faveur. Taxée à 125%. À ce niveau-là, c'est un embargo.
Coup de théâtre mais pas fin de l'histoire.

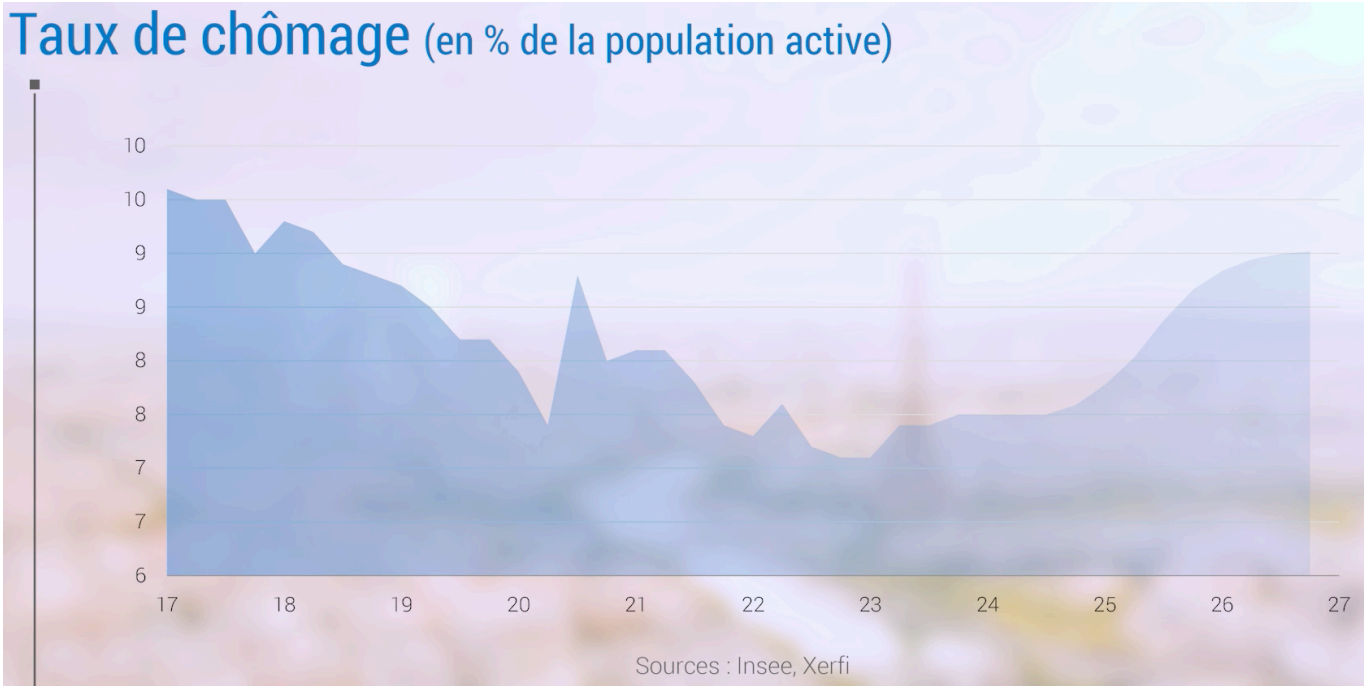
1- Parce que la guerre commerciale peut recommencer à l'issue de l'ultimatum, voire à n'importe quel moment compte tenu de la versatilité du Président des États-Unis. Le monde est plongé dans l'incertitude la plus totale. Or, sans cap pas de confiance, pas de confiance pas de croissance.
2- Les industriels chinois vont devoir trouver une alternative au marché américain. Et les américains au marché chinois.

La France, victime collatérale des tensions mondiales
C'est bien pourquoi, la France reste doublement pénalisée par le contexte international. D'une part, la demande mondiale qui lui est adressée va se contracter, et d'autre part, la concurrence avec la Chine, en quête de nouveaux marchés, va s'intensifier. Il faut même s'attendre à une vaste offensive, à prix cassés, notamment dans l'automobile. Et il faut aussi ajouter une partie de la production américaine qui se retrouve boutée hors de Chine. Dans ce contexte, difficile de prévoir autre chose qu'une contribution négative du commerce extérieur cette année et au mieux neutre en 2026 en dépit du surplus de commandes venues d'Allemagne conséquence des deux immenses plans de relance à la fois pour moderniser les infrastructures, et pour rebâtir un appareil militaro-industriel.



Le risque néanmoins est que l'Allemagne siphonne les investissements internationaux au détriment de ses partenaires.

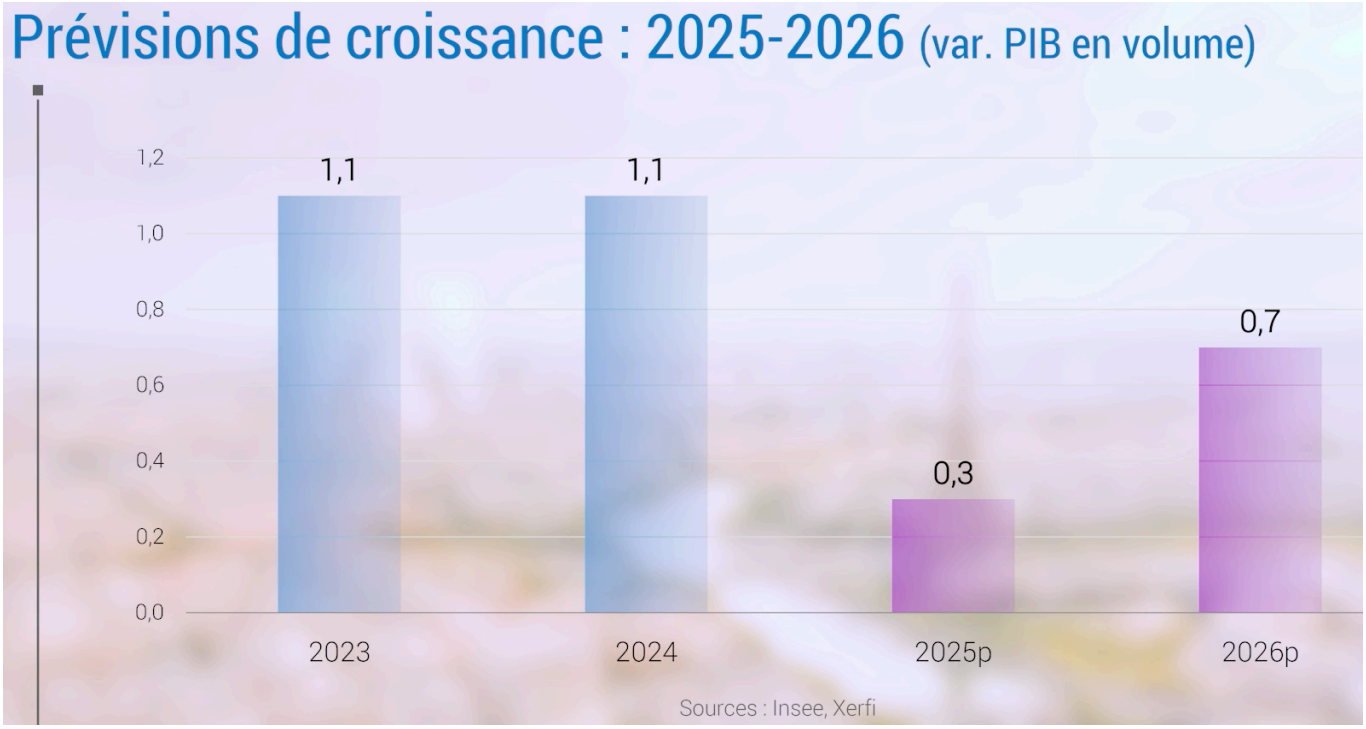
Cette instabilité générale va pousser les entreprises à couper plus encore dans les dépenses, reporter les investissements et geler les projets d'embauches. Le marché du travail, qui s'est déjà retourné, va s'enfoncer poussant le taux de chômage au-dessus de 8% dès la mi-année et au-delà de 9% fin 2026.



Une pression fiscale qui plombe le moral et la relance

Avec ce facteur de stress de plus, les ménages ne sont pas près de puiser dans leur épargne pour consommer. En outre, à rebours du discours officiels, tout à chacun s'attend à nouveau un tour de vis fiscal, avec déjà pour cette année : la contribution différentielle sur les hauts revenus, soi-disant transitoire. La hausse des frais de notaire de 4,5 à 5% de la valeur d'un bien laissé au libre arbitre des départements. Tous, ou quasiment, se sont engouffrés dans la brèche. Renforcement de l'écotaxe sur les véhicules polluants ; taxe de solidarité sur les billets d'avion ; suppression du taux réduit de TVA sur l'installation de chaudière à gaz ; hausse de la TVA à 20% sur les abonnements de gaz et d'électricité prévue cet été.

L’addition est lourde aussi pour les entreprises entre le report de la fin de CVAE, et l’instauration d’une contribution exceptionnelle sur les bénéfices des grands groupes. Fragilisée par le contexte extérieur, sans prise de relais possible par la demande des ménages et des entreprises, sans possibilité de soutien public compte tenue de l’état des finances la croissance française va caler, pas plus de 0,3% attendus et 0,7% en 2026. À ce stade, cela reste un scénario optimiste ».



Dans **Les Echos du 16 avril**, David Barroux revient lui aussi sur le « volte-face » que vient de faire Donald Trump suite aux réactions des marchés et des pressions exercées par les milieux économiques et par les partenaires commerciaux : « La semaine dernière, les marchés financiers avaient joué le rôle d'une première corde de rappel, poussant le président à suspendre pour 90 jours une bonne partie des mesures les plus extrêmes. Mais depuis ce week-end, il met encore plus d'eau dans son vin protectionniste en proposant des mesures sectorielles. Pour défendre le “made in America“ et ses électeurs, il exclut des sanctions les iPhone et l'électronique importés de Chine. Il se prépare à faciliter la vie des Big Three de l'automobile. Et, dans l'aéronautique comme la pharmacie ou les semi-conducteurs, le pire n'est désormais plus forcément certain.
L'Europe et la Chine pourraient se dire qu'ils ont échappé au pire mais le danger est que ce virage de “Make America Great Again“ vers un “Make America Pragmatic Again“ provoque des ravages économiques qui seront encore plus inéquitablement répartis. Les fabricants allemands de berlines, les constructeurs de plateformes de jeux vidéo japonais ou le textile chinois n'échapperont pas à des taxes et devront progressivement tenter de relocaliser une partie de leur production aux États-Unis. Le choc inflationniste ne sera pas totalement évité mais il frappera moins l'industrie et le consommateur américains. Il n'épargnera pas en revanche les autres industriels et salariés de la planète ».

Ce même 16 avril, BNP Paribas publie le « Tariff Tracker » suivant :

TARIFF TRACKER

16/04/2025

	Décisions	Pays visés	Date annoncée	Mise en œuvre
	Droits de douane de 10% sur les importations	Chine	01/02/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur les importations non-USMCA (énergie : 10%)	Canada	01/02/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur les importations non-USMCA	Mexique	01/02/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur les importations d'acier et d'aluminium	Tous les pays	11/02/2025	✓
	Restrictions sur les investissements « stratégiques »	Chine	21/02/2025	✓
	Droits de douane supplémentaires de 10% sur les importations	China	03/03/2025	✓
	Possibilité d'un « droit de douane secondaire » de 25% sur les pays importateurs de pétrole et de gaz du Venezuela	Tous les pays	24/03/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur les voitures entrant aux États-Unis (hors USMCA)	Tous les pays	26/03/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur les pièces automobiles entrant aux États-Unis (hors USMCA)	Tous les pays	26/03/2025	03-mai
	Tarif plancher de 10% (hors exemptions)	Tous les pays	02/04/2025	✓
	« Tarifs réciproques réduits » de 10% à 50%	Tous les pays	03/04/2025	Suspendus (sauf Chine)
	Droits de douane supplémentaires de 50% sur les importations	Chine	08/04/2025	✓
	Droits de douane supplémentaires de 41% sur les importations (total : 145%)	Chine	09/04/2025	✓
	Réimposition des droits de douane de 2018 et 2020 (mesures de rééquilibrage) sur EUR20 mds de marchandises	États-Unis	12/03/2025	Suspendus
	Mesures tarifaires supplémentaires portant sur EUR 18 mds de marchandises	États-Unis	12/03/2025	Suspendus
	Droits de douane de 15% sur le charbon et le GNL, droits de douane de 10% sur le pétrole et les machines agricoles, contrôles à l'exportation de 5 matériaux critiques	États-Unis	04/02/2025	✓
	Droits de douane de 100% sur l'huile de colza, les tourteaux et les pois Droit de douane de 25% sur les produits aquatiques et le porc	Canada	08/03/2025	✓
	Droits de douane de 34% sur les importations + restrictions à l'exportation sur sept terres rares	États-Unis	04/04/2025	✓
	Droits de douane supplémentaires de 50% sur les importations	États-Unis	09/04/2025	✓
	Droits de douane supplémentaires de 41% sur les importations	Etats-Unis	11/04/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur USD 30 mds de marchandises	États-Unis	01/02/2025	✓
	Droits de douane de 25% sur USD 29,8 mds d'acier, d'aluminium et de biens de consommation	États-Unis	12/03/2025	✓

Source : BNP Paribas

BNP Paribas publie le 18 avril un article intéressant sur la situation créée par le déclenchement de la guerre tarifaire : https://economic-research.bnpparibas.com/html/fr-FR/Editorial-Droits-douane-grand-chamboule-18/04/2025,51464

Retenons en particulier le graphique suivant :





En ce lundi 26 mai, cet indice DXY tombe en-dessous de 99…

Note : l'index DXY Dollar est un indice de la valeur du dollar américain par rapport à un panier de devises étrangères, souvent appelé panier de devises des partenaires commerciaux américains. L'indice augmente lorsque le dollar américain gagne en "force" par rapport aux autres devises ; et inversement lorsqu'il baisse comme ici.

Notons aussi que le même jour et la même source propose une vidéo sur « qui achète la dette fédérale américaine ? » : https://economic-research.bnpparibas.com/Media-Library/fr-FR/achete-dette-federale-americaine-depuis-reduit-bilan-18/04/2025,c42841

Le lundi de Pâques, 21 avril, voici les taux de rendements des emprunts souverains et les principaux indices boursiers interntioanux:

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	10,905	10,920	10,865	+0,030	+0,28%	843,6	654,9	17/04
Allemagne	2,4690	2,4690	2,4690	+0,0040	+0,16%	0,0	-188,7	08:06:16
Australie	4,243	4,274	4,192	-0,066	-1,53%	177,4	-11,3	17/04
Autriche	2,914	2,914	2,914	+0,002	+0,07%	44,5	-144,2	08:47:19
Bangladesh	12,415	12,415	12,360	+0,365	+3,03%	994,6	805,9	08:41:53
Belgique	3,083	3,084	3,083	-0,006	-0,19%	61,4	-127,3	08:06:16
Brésil	14,615	14,675	14,565	-0,085	-0,58%	1.214,6	1.025,9	17/04
Bulgarie	3,850	3,850	3,850	0,000	0,00%	138,1	-50,6	16/04
Canada	3,176	3,177	3,173	+0,039	+1,24%	70,4	-118,3	12:49:08
Chili	5,640	5,640	5,600	+0,040	+0,71%	317,1	128,4	17/04
Chine	1,663	1,665	1,654	+0,015	+0,91%	-80,6	-269,3	08:58:42
Chypre	2,950	3,085	2,962	-0,070	-2,32%	48,1	-140,6	17/04
Colombie	11,821	11,821	11,805	-0,079	-0,66%	935,2	746,5	16/04
Corée du Sud	2,604	2,624	2,601	-0,019	-0,72%	13,5	-175,2	08:29:40
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	0,000	0,00%	454,1	265,4	18/04
Croatie	3,160	3,160	3,160	+0,037	+1,18%	69,1	-119,6	18/04
Danemark	2,316	2,381	2,316	-0,046	-1,95%	-15,4	-204,0	16/04
Égypte	22,231	22,231	22,231	+0,811	+3,79%	1.976,2	1.787,5	08:03:04
Espagne	3,170	3,170	3,170	+0,004	+0,13%	70,1	-118,6	08:06:17
États-Unis	4,356	4,366	4,330	+0,029	+0,67%	188,7	0,0	12:49:03
Finlande	2,773	2,776	2,773	+0,009	+0,33%	30,4	-158,3	08:05:58
France	3,239	3,239	3,239	+0,005	+0,15%	77,0	-111,7	08:06:18
Grèce	3,370	3,480	3,385	-0,050	-1,46%	90,1	-98,6	17/04
Hong-Kong	3,256	3,256	3,256	-0,061	-1,84%	78,7	-110,0	02:23:02
Hongrie	7,080	7,160	7,160	-0,010	-0,14%	461,1	272,4	17/04
Île Maurice	5,783	5,783	5,781	-0,017	-0,29%	331,4	142,7	12:17:43
Inde	6,422	6,466	6,419	+0,050	+0,78%	395,3	206,6	12:48:11
Indonésie	7,073	7,081	7,052	+0,140	+2,02%	460,4	271,7	10:53:17
Irlande	2,826	2,829	2,826	-0,011	-0,39%	35,7	-153,0	08:06:06
Islande	6,737	6,737	6,737	-0,043	-0,63%	426,8	238,1	08:03:09
Israël	4,334	4,334	4,334	0,000	0,00%	186,5	-2,2	17/04
Italie	3,645	3,645	3,645	+0,003	+0,08%	117,6	-71,1	08:06:16
Japon	1,288	1,300	1,277	-0,001	-0,08%	-118,1	-306,8	10:36:26
Kazakstan	15,407	15,407	15,407	0,00	0,00%	1.293,8	1.105,1	18/04
Kenya	13,580	13,580	13,580	0,000	0,00%	1.111,1	922,4	17/04
Lituanie	3,378	3,378	3,378	+0,005	+0,15%	90,9	-97,8	17/04
Malaisie	3,681	3,720	3,681	-0,011	-0,30%	121,2	-67,5	10:27:51
Malte	3,266	3,266	3,266	+0,008	+0,25%	79,7	-109,0	17/04
Maroc	2,921	2,921	2,921	-0,094	-3,12%	45,2	-143,5	12:17:45
Mexique	9,460	9,527	9,464	0,000	0,00%	699,1	510,4	16/04

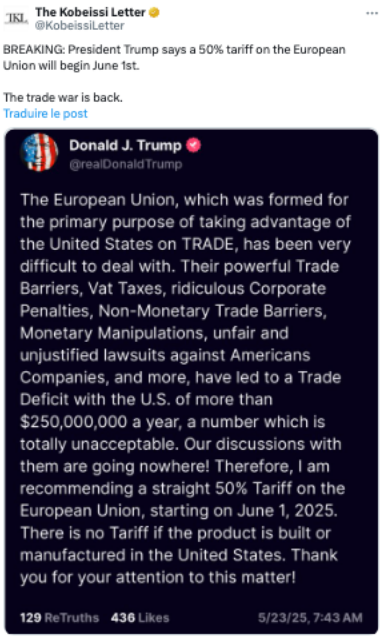
Nom	Dernier	+ Haut	+ Bas	Var.	Var.%	Heure
CAC 40	7.285,86	7.331,64	7.257,77	-44,11	-0,60%	17/04
[illegible]	5.534,98	5.564,38	5.512,36	-30,23	-0,54%	17/04
Euro Stoxx 50	4.935,34	4.970,68	4.922,20	-31,16	-0,63%	17/04
Dow Jones	39.142,23	39.745,58	38.950,31	-527,16	-1,33%	17/04
S&P 500	5.282,70	5.328,31	5.255,58	+7,00	+0,13%	17/04
Nasdaq	16.286,45	16.408,51	16.181,17	-20,71	-0,13%	17/04
Russell 2000	1.880,62	1.887,64	1.861,30	+17,14	+0,92%	17/04
S&P 500 VIX	32,19	32,89	32,18	+2,54	+8,57%	12:57:31
S&P/TSX	24.192,81	24.307,00	24.058,27	+86,02	+0,36%	17/04
Bovespa	129.650	130.091	127.973	+1.333	+1,04%	17/04
S&P/BMV IPC	53.018,57	53.459,57	52.590,76	+375,53	+0,71%	16/04
MSCI World	3.484,83	3.488,05	3.481,29	+8,77	+0,25%	12:57:45
DAX	21.205,86	21.436,66	21.142,26	-105,16	-0,49%	17/04
FTSE 100	8.275,66	8.295,07	8.195,66	+0,06	0,00%	17/04
AEX	852,20	854,05	847,22	-1,36	-0,16%	17/04
IBEX 35	12.918,00	12.965,70	12.852,00	0,00	0,00%	18/04
FTSE MIB	35.980,43	36.134,92	35.796,07	-87,14	-0,24%	17/04
SMI	11.660,96	11.660,96	11.521,89	+62,34	+0,54%	17/04
PSI	6.735,84	6.751,46	6.711,86	-10,07	-0,15%	17/04
BEL 20	4.197,65	4.199,92	4.159,53	-3,33	-0,08%	17/04
ATX	3.916,09	3.928,95	3.887,41	-2,01	-0,05%	17/04
OMXS30	2.355,58	2.374,82	2.346,64	-17,01	-0,72%	17/04
MOEX Russia Index	2.912,69	2.914,62	2.880,01	+39,92	+1,39%	12:57:51
RTSI	1.130,88	1.131,63	1.117,19	+15,50	+1,39%	12:57:51
WIG20	2.643,52	2.669,82	2.626,36	+27,68	+1,06%	17/04
Budapest SE	87.062,04	87.541,15	86.914,00	-44,94	-0,05%	17/04
BIST 100	9.302,34	9.346,30	9.268,07	-14,90	-0,16%	12:42:52
TA 35	2.467,80	2.483,58	2.462,69	-23,99	-0,96%	12:57:42
Tadawul All Share	11.568,48	11.642,16	11.562,38	-58,12	-0,50%	12:42:53
Nikkei 225	34.279,50	34.605,00	34.217,00	-450,78	-1,30%	08:30:28
S&P/ASX 200	7.819,10	7.819,10	7.757,40	+60,20	+0,78%	17/04
Shanghai	3.291,43	3.298,64	3.270,01	+14,70	+0,45%	08:59:59
SZSE Component	9.905,53	9.913,09	9.733,43	+123,88	+1,27%	09:44:59
China A50	13.137,57	13.222,62	13.117,95	-8,66	-0,07%	08:59:59
DJ Shanghai	455,01	455,42	451,15	+2,83	+0,63%	08:59:59
Hang Seng	21.395,14	21.417,64	21.039,16	+338,16	+1,61%	17/04

Le mardi 22, Patrick Artus, dans son Flash Economie explique que la chute des cours des actions sur les marchés américains et européens n'obéit pas aux mêmes raisons :
« Depuis le 18 février 2025, l'indice S&P 500 a reculé de 15,9% ; l'indice Euro Stoxx 50 a reculé de 10,8%.
Mais les deux mécanismes qui ont généré cette très forte baisse des indices boursiers sont différents.
Aux États-Unis, c'est l'anticipation du recul de la consommation (de la demande intérieure) dû au supplément d'inflation lié aux droits de douane qui explique la chute des indices boursiers. Même si les droits de douane perçus sont reversés sous la forme de baisses d'impôts, ces baisses d'impôts profiteront essentiellement aux entreprises et aux ménages à revenu élevé, tandis que les ménages à revenu faible souffriront de la hausse des prix des produits importés.
En Europe, c'est le recul des exportations vers les Etats-Unis ou le recul des marges bénéficiaires qui explique la chute des cours boursiers.
Cependant, le recul des indices boursiers semble constituer une surréaction au choc causé par la hausse des droits de douane qui, dans la version du 9 avril 2025 est mesurée, sauf en ce qui concerne les droits de douane sur les importations des États-Unis depuis la Chine ».

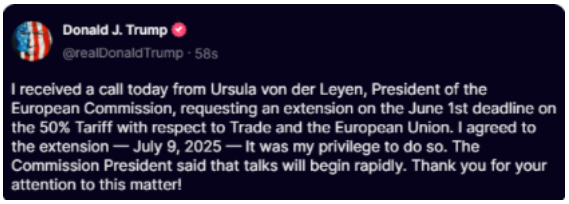
Le mercredi 23 avril, information sur les tarifs douaniers américains :

« En dépit de la suspension des tarifs réciproques, le taux de droit de douane effectif moyen des États-Unis est au plus haut depuis 1901, à 28 %, en raison, notamment, des tarifs douaniers colossaux instaurés sur les produits chinois", calcule l'équipe Stratégie Marchés dans le MyStratWeekly d' OSTRUM AM. (…) Compte tenu des tarifs prohibitifs entre la Chine et les États-Unis, l'UE risque de faire face à un afflux important de produits chinois très compétitifs. L'UE a indiqué qu'elle prendrait des mesures pour les limiter. Au-delà de nouer des partenariats avec d'autres pays, il est essentiel que l'UE renforce le marché unique européen qui fait encore actuellement l'objet de barrières tarifaires importantes. Elles sont estimées équivalentes à des tarifs de 44 % sur les biens et de 110 % sur les services, selon le FMI ».

Le vendredi 23 mai, donc tout juste un mois après, la guerre commerciale recommence :
Elle vise tout spécialement l'Europe, comme si celle-ci n'avait pas répondu au Président Trump de la façon que celui-ci attendait… :



Mais, deux jours après (le 26 mai), « le président Trump a déclaré avoir reçu un appel de la présidente de la Commission européenne lui demandant de reporter la date limite des droits de douane de 50 % au 9 juillet, et que c'était son "privilège de le faire" ». Il faut dire qu'auparavant, Madame Ursula von der Leyen avait précisé que « l'Europe est prête à avancer avec hâte et de manière décisive dans les discussions ».



Commentaire sur X de « The Kobeissi Letter », avec schéma à la clé :
« C'est réglé comme sur des roulettes :
Le président Trump reporte les droits de douane de 50 % imposés par l'UE au 9 juillet.
Le rendement des obligations à 10 ans repasse alors instantanément au-dessus de 4,55 %.
Les accords commerciaux ne freinent plus le marché obligataire ».



De même, Les Echos de ce 26 mai notent (article de Laetitia Volga) :
« L'humeur des marchés change presque aussi vite que celle de Donald Trump. Vendredi encore, c'était la panique : le président américain annonçait à la volée des droits de douane de 50 % sur les importations européennes, fustigeant la lenteur des négociations commerciales. Résultat immédiat : chute de l'euro, recul des actions européennes, regain de nervosité sur l'ensemble des places mondiales.
Mais dès dimanche, nouveau retournement. Après un échange téléphonique avec Ursula von der Leyen, le milliardaire recule. (…) Au petit matin ce lundi, les investisseurs respirent : le Cac 40 gagne 1,2 % à 7.826 points vers 10 heures et l'euro revient sur ses plus hauts niveaux depuis fin avril face au dollar. ».

II- Les explications :

A) La « doctrine Miran » et le projet d'« accord de Mar-a-Lago »

(https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf)
Stephen Miran est actuellement le président du Conseil des conseillers économiques des États-Unis.

Pour S. Miran, les États-Unis sont dans une situation très grave, voire critique. Plus haut, nous avons mis en évidence les difficultés auxquelles le pays était confronté, « déficits jumeaux » grandissants et qui créent des risques comme rarement, pas suelement économiques et financiers mais aussi sociaux et politiques. La « doctrine Miran » se donne pour objet de proposer uns stratégie pour faire face à ces difficultés. Mais la mise en œuvre de cette doctrine est-elle-même difficile et risquée.

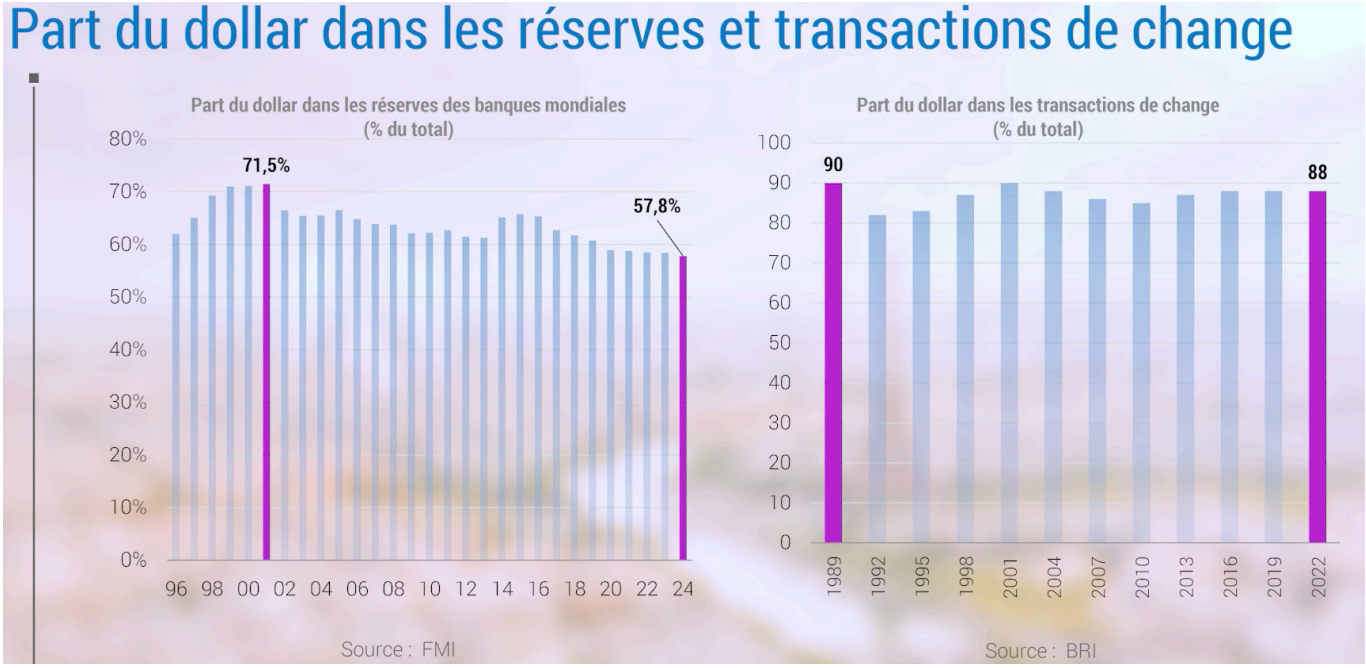
1- Le texte de Miran

Pour expliquer les décisions du Président Trump et de son administration, il est fait souvent référence à la « doctrine Miran ».
Dans une note « personnelle » publiée le 12 novembre 2024 (https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf) , juste après l'élection de Donald Trump, l'actuel chef du comité d'économistes de la Maison blanche, Stephen Miran, titulaire d'un doctorat d'économie à Harvard puis analyste dans le secteur financier, estime que la situation américaine n'est pas tenable.
« L'objectif de l'analyse est de comprendre l'éventail des politiques possibles qui pourraient être mises en œuvre ».

La note de S. Miran comporte six chapitres, le 1er étant l'introduction et le dernier la conclusion.

Dès l'introduction, l'auteur considère qu'il y a un consensus non seulement parmi les électeurs américains mais aussi parmi les économistes pour reconnaître que rien ne va plus dans les systèmes commerciaux et financiers internationaux et qu'il faut mettre en œuvre des politiques pour renforcer la position des États-Unis dans ces systèmes. Pour lui, l'élection du Président Trump va permettre de refondre en profondeur ces systèmes et il écrit cette note pour passer en revue quelques outils à la disposition du Président pour y parvenir, notamment « pour influencer les termes de l'échange, la valeur des devises et la structure des relations économiques internationales ». Et il évoque aussitôt l'augmentation des droits de douane en se démarquant de tous ceux qui estiment que cela entraînerait de l'inflation et de la volatilité pour l'économie et les marchés. Il évoque ensuite un autre objectif du Président Trump, celui d'adopter d'importants changements dans la politique du dollar dans la mesure où il faut abandonner la politique d'un dollar fort. Comme le dollar est la monnaie internationale de référence, il est très demandé et s'en trouve donc surévalué, ce qui est l'un des facteurs, et non des moindres, à la fois du déficit commercial et de la désindustrialisation. Il n'est pas question de mettre fin à ce rôle du dollar - c'est même un privilège pour les États-Unis – mais « l'administration Trump peut chercher des moyens de récupérer une partie des bénéfices que d'autres nations tirent de nos réserves » et il faut « des politiques visant à accroître le partage des charges entre les partenaires commerciaux et de sécurité ». Miran reconnaît toutefois que s'il existe une voie pour réaliser ces objectifs, elle est étroite ; « le risque de volatilité économique et boursière indésirable est important, mais l'administration peut prendre des mesures pour le minimiser ». D'ailleurs d'autres analystes – par exemple le macroéconomiste français **Patrick Artus** – estiment au contraire qu'un dollar fort est bel et bien un privilège pour les États-Unis dans la mesure où cela « permet d'attirer des capitaux internationaux, de pouvoir conserver un déficit extérieur très important et une dette extérieure croissante, de financer les investissements avec l'endettement international. La modernisation de l'économie américaine que permet ce "privilège

exorbitant“ du dollar compense largement la perte de l’industrie bas de gamme due au dollar fort ». De plus, un dollar déprécié ferait reculer la demande mondiale de dollars et des titres du Trésor américain, ce qui peut à la fois accroître la dépréciation du dollar (avec tous les risques liés à une chute trop importante, en particulier un effondrement systémique de confiance pour le dollar) et une forte hausse des taux d’intérêt « longs ». Enfin, si cette politique amène les autres pays à acheter de la dette à très long terme du Trésor américain et si ces achats compensent les ventes, le dollar de se dépréciera pas comme souhaité.
D’autres spécialistes de la chose monétaire et financière vont beaucoup plus loin : ainsi, **Catherine Lubochinsky**, craignant que la politique lancée par les États-Unis ne débouche sur une grave crise financière, souhaite que le monde défie de manière urgente la suprématie du dollar et, pour que l’euro puisse le concurrencer, estime qu’ « il est temps d’uniformiser les règles juridiques comptables et fiscales des marchés financiers en Europe et de finaliser l’intégration financière de la zone euro » (Les Echos du 16 avril).
D’une certaine façon, le 16 mai (XerfiCanal), **Alexandre Mirlicourtois** répond à Catherine Lubochinsky sur la faisabilité de remplacer le dollar par une autre devise comme devise-clé :
« Avec l’arrivée fracassante de Donald Trump à la Maison-Blanche, le thème de la “dédollarisation“ du monde a fait un retour en force. Une prophétie pourtant mise en échec au fil des décennies. Un peu d’histoire. Avec la fin de Bretton Woods, les États-Unis ont dû admettre qu’ils n’étaient plus en mesure de garantir la convertibilité-or de leur devise face à la démesure des besoins en dollars du reste du monde. Cette perte d’ancrage du système monétaire a ouvert une longue séquence d’instabilité. Tout paraissait alors se mettre en place pour que le système se fragmente et que les États-Unis perdent peu à peu leur leadership monétaire.
Les concurrents potentiels du dollar
Depuis ce tournant majeur, les discours sur la fin du dollar comme monnaie pivot du système monétaire mondial n’ont cessé de prospérer. La montée en puissance commerciale du Japon dans les années 1980 désignait alors le yen comme concurrent potentiel. Puis ce fut au tour de l’euro dans les années 2000. Force est de constater, pourtant, que ni le Japon ni l’Europe n’ont réussi à déboulonner le dollar, et que l’on assiste, au mieux, à une lente érosion sur le long terme du poids du dollar dans les réserves mondiales. Et à une très grande stabilité de sa part dans les transactions de change à l’échelle mondiale.



Le déclin relatif de la domination américaine
Autre mesure de l’importance du billet vert : sa détention par les agents privés étrangers — 50% de la valeur des billets émis par la Réserve fédérale — ou son rôle toujours hégémonique dans la facturation des échanges commerciaux. Mais l’histoire serait, cette fois-ci, différente car : la domination économique et financière des USA a perdu de sa superbe, et la part du billet vert dans les réserves de change est un vestige de l’ancien ordre monétaire international qui pourrait basculer rapidement. Washington, de son côté, réduit ses engagements internationaux et remet en cause les accords commerciaux et l’indépendance

de la Fed, sapant sa crédibilité économique. En parallèle, les BRICS, Chine en tête, s'affirment de plus en plus comme des puissances économiques et accélèrent leur émancipation du dollar, ne serait-ce que pour contourner l'extraterritorialité du droit américain.

Les défis pour un nouveau leader monétaire

Le roi dollar vacille, soit, mais par qui le remplacer ? L'euro et le yen sont hors-jeu. Le premier parce qu'il n'existe pas de budget commun aux pays membres, et en raison du traumatisme laissé par la crise de la monnaie unique en 2015-2016, qui a fait courir le risque d'un éclatement de la zone. Le second, faute d'une économie de taille suffisante. Et le yuan, alors ? La Chine veut en faire une grande monnaie internationale de réserve. Mais pour qu'une devise devienne une monnaie internationale, il faut, entre autres, qu'elle soit adossée à un vaste marché d'obligations souveraines très liquide. Être convertible dans n'importe quelle monnaie. Et avoir une dette extérieure nette et des déficits pour satisfaire le besoin de titres émis dans sa monnaie. La Chine ne remplit aucune de ces conditions.

Un dollar irremplaçable ?

Le retour à l'étalon-or ? Il est impensable, notamment parce que cela ferait exploser le prix de l'once à des niveaux astronomiques. Faire des DTS du FMI (dont la valeur repose sur un panier de cinq monnaies : dollar, euro, yuan, yen et livre sterling) le remplaçant des monnaies de réserve — une thèse défendue par Michel Aglietta — se heurtera à l'opposition farouche des États-Unis.

Reste… le dollar. Peut-être moins puissant, mais toujours irremplaçable ».

Le deuxième chapitre de la note de Miran analyse les causes économiques des déséquilibres économiques des États-Unis.

Miran insiste à nouveau sur les effets négatifs pour l'économie américaine d'un dollar surévalué, notamment en termes d'emplois manufacturiers sacrifiés, en particulier à cause du « choc chinois » et surtout dans « les États et les villes où les emplois alternatifs étaient difficiles à trouver ». Les pertes d'emplois et d'installations industriels sont devenues plus graves à partir du moment où des rivaux comme la Chine et la Russie ont représenté des menaces non seulement commerciales mais aussi sécuritaires. La surévaluation du dollar est aussi le facteur essentiel de l'énorme déficit commercial des États-Unis, comme le montre plus haut un graphique. Miran développe à ce sujet les différents modèles économiques en présence pour montrer comment l'équilibre peut être rétabli ; et dans ces modèles, le fait que le dollar soit la monnaie internationale de réserve nécessite des raisonnements spécifiques. C'est pour cela que Miran parle à un moment de « monde Triffin » : « dans le système de Triffin, les actifs de réserve constituent une forme de masse monétaire mondiale, et leur demande est fonction du commerce et de l'épargne mondiaux, et non de la balance commerciale intérieure ou des caractéristiques de rendement du pays de réserve. Lorsque le pays de réserve est important par rapport au reste du monde, son statut de réserve ne lui impose aucune externalité significative. L'écart entre l'équilibre de Triffin et l'équilibre commercial est faible. En revanche, lorsque le pays de réserve est plus petit par rapport au reste du monde – par exemple parce que la croissance mondiale dépasse celle du pays de réserve pendant une longue période – les tensions s'intensifient et l'écart entre l'équilibre de Triffin et l'équilibre commercial peut être considérable. La demande d'actifs de réserve entraîne une surévaluation importante de la monnaie, avec des conséquences économiques réelles.

Dans un monde de Triffin, le producteur d'actifs de réserve doit enregistrer des déficits courants persistants, contrepartie de l'exportation d'actifs de réserve. Les titres de réserve américains deviennent des produits d'exportation qui alimentent le système commercial mondial. En exportant des titres de réserve américains, les États-Unis reçoivent des devises étrangères, qu'ils dépensent ensuite, généralement en biens importés. Si les États-Unis enregistrent d'importants déficits courants, ce n'est pas parce qu'ils importent trop, mais parce qu'ils doivent exporter des titres de réserve américains pour constituer des actifs de réserve et favoriser la croissance mondiale. » Autrement dit, pour les États-Unis, le fait que leur monnaie nationale soit en même temps la monnaie internationale de réserve est certes d'un côté un privilège mais c'est aussi, de l'autre, une servitude : il leur revient l'obligation de fournir toute l'économie mondiale en monnaie. Nous exprimons là le « dilemme ou paradoxe de Triffin », dont la grave conséquence est l'alourdissement des « déficits jumeaux ». Notons au passage que la construction du SMI depuis les accords de Bretton Woods, qui résulte de la victoire de White sur Keynes lors des négociations, a donné le leadership aux États-Unis, mais cette construction s'est faite sur des bases

bancales puisqu'une monnaie nationale se trouve être en même temps monnaie internationale. Dans un tel « monde de Triffin », un point de basculement peut se présenter lorsque les déficits deviennent à ce point importants qu'est remise en cause la confiance dans la monnaie de réserve, d'où une grande instabilité mondiale. « Si la part des États-Unis dans le PIB mondial a diminué de moitié, passant de 40 % du PIB mondial dans les années 1960 à 21 % en 2012, et s'est légèrement redressée pour atteindre son niveau actuel de 26 %, elle est encore loin d'avoir atteint un tel point de basculement, en partie parce qu'il n'existe pas d'alternatives significatives au dollar ou aux bons du Trésor américain ». Stephen Miran est optimiste sur ce point, car la politique menée par D. Trump depuis début avril a déjà érodé la confiance dans le dollar et l'euro comme le yuan se mettent à le concurrencer.

Miran montre les trois conséquences majeures pour les États-Unis que le dollar soit monnaie internationale de réserve : d'abord, pouvoir emprunter à des taux plus bas, ensuite, l'appréciation du dollar l'empêche paradoxalement de jouer son rôle d'équilibre entre le commerce international et les flux de revenus, et de surcroît la compétitivité des États-Unis s'en trouve affaiblie, avec toutes ses conséquences, et enfin donner au pays la possibilité de poursuivre des objectifs de sécurité via le système financier, puisque les États-Unis ont la possibilité de contrôler les transactions internationales et financières : c'est le deuxième privilège qu'ont les États-Unis, celui de l'extraterritorialité de leur droit.

À la fin de ce deuxième chapitre, Miran consacre un long paragraphe à la question de savoir comment « remodeler le système mondial ». Il commence par présenter d'un côté les avantages et inconvénients des politiques unilatérales ou au contraire multilatérales et d'un autre côté les politiques plutôt axées sur les tarifs douaniers et celles plutôt sur les devises. Et à la fin, il dit bien que, « quelle que soit la politique adoptée, le risque existe de conséquences négatives importantes pour les marchés financiers et l'économie. L'administration peut toutefois prendre certaines mesures pour tenter d'atténuer ces conséquences et rendre les changements de politique aussi efficaces que possible ».

Le troisième chapitre est consacré aux tarifs douaniers. Et son introduction fait une annonce claire : « Les droits de douane sont un outil familier du président Trump et de son équipe, puisqu'ils ont été largement utilisés, avec succès, en 2018-2019 dans les négociations commerciales avec la Chine. Ces droits ont été adoptés sans conséquences macroéconomiques notables : l'inflation est restée stable, voire en baisse, et la croissance du PIB a continué d'afficher une bonne performance malgré le cycle de hausse des taux de la Fed. Il est donc raisonnable de s'attendre à ce que les droits de douane redeviennent un outil essentiel ».

Après avoir étudié dans quelle mesure l'augmentation des droits de douane peut être compensée sur le plan monétaire, et que cette compensation a quelque chance de se produire, Miran envisage les modalités concrètes possibles de cette augmentation, point important puisqu'il en va de l'efficacité de la décision. D'ailleurs, Miran précise dès le début de sa présentation : « Un choc soudain sur les taux de droits de douane de l'ampleur proposée peut entraîner une volatilité des marchés financiers. Cette volatilité peut être due soit à une incertitude accrue, à une inflation plus élevée et aux taux d'intérêt nécessaires pour la neutraliser, soit à une monnaie plus forte et à ses répercussions. Le président Trump, et les personnes susceptibles de composer son équipe de politique économique, ont toujours accordé une grande importance aux marchés financiers et citent le marché boursier comme preuve de la solidité économique et de la popularité de ses politiques. Une deuxième administration Trump prendra donc probablement des mesures pour garantir que d'importantes modifications structurelles du code fiscal international soient apportées de manière à perturber le moins possible les marchés et l'économie. Plusieurs mesures permettraient d'atténuer les conséquences négatives ». Pour Miran, la mesure essentielle est une augmentation progressive, comme en 2018-2019, à la fois pour les partenaires commerciaux et pour les produits.

On constate que l'équipe de Trump est loin d'avoir suivi cette recommandation. Certes, pour D. Trump, l'augmentation des droits de douane a un **quadruple but**, premièrement celui de réduire le déficit commercial (moyen de *protection*), secondement celui de réduire le déficit budgétaire (moyen *fiscal*), troisièmement l'objectif de réindustrialisation en faisant de la hausse des droits de douane un moyen d'*incitation* pour que les entreprises étrangères soient encouragées à investir davantage aux États-Unis (sans doute davantage pour y faire de nouveaux investissements que pour relocaliser à cause de la contrainte que représente la géographie des chaînes de valeur mondiales), mais le fait de réaliser cette hausse brutalement a enfin pour quatrième objectif d'en faire un moyen de *pression* pour pousser les pays

concernés à négocier ; négocier en particulier pour qu'il y ait une dépréciation concertée du dollar (projet d'« accord de Mar-a-Lago », voir plus loin).

Notons que la hausse des droits de douane comme moyen fiscal pour réduire le déficit budgétaire permet en contrepartie de ne pas toucher aux taxes et impôts intérieurs, ce qui, par leur stabilité et leur faible niveau, est un facteur important pour développer les investissements et les emplois dans le pays. Par contre, si l'augmentation des droits a un effet récessionniste non négligeable, cela peut se traduire par une baisse des recettes fiscales et par une hausse des dépenses publiques, d'où une réduction du déficit moins forte qu'attendue. De surcroît, si on entre en stagflation (récession + inflation), les inégalités de revenus peuvent s'accroître au détriment des plus modestes. Il semble que ce soit en tant que moyen de pression sur les autres pays que la guerre tarifaire peut être la plus efficace pour les États-Unis. D'ailleurs, suite à l'explosion des droits de douane de début d'avril, on assiste bien dans les semaines qui suivent à une retombée rapide des droits dès lors que la pression a eu les effets attendus, y compris sur la Chine.

Ainsi, dans la 1ère quinzaine de mai, on assite en particulier à deux accords significatifs :

- Entre les E.-U. et le R.-U. : le Royaume-Uni obtient une exemption des droits de douane sur l'aluminium et l'acier s'il respecte les exigences des E.-U. en matière de sécurité économique dans leur chaîne d'approvisionnement. Un quota de 100 000 voitures - soit la grande majorité des véhicules exportés - bénéficiera d'un abaissement des droits de douane à 10%, contre 25% précédemment annoncé. De son côté, le R.-U. devrait augmenter ses achats aéronautiques. D'autres négociations concernant principalement les services digitaux, l'industrie du cinéma et l'industrie pharmaceutique devraient suivre.
- Entre les E.-U. et la Chine : les E.-U. suspendent pour 90 jours les droits de douane supplémentaires imposés à la Chine depuis le 2 avril, et les remplacent par une taxe de 10%. Les droits de douane de 20%, imposés par l'administration Trump avant le 2 avril, restent en vigueur. De son côté, la Chine réduit les droits de douane supplémentaires sur ses importations de biens états-uniens à 10% pour les 90 prochains jours. Elle met également fin à l'interdiction des ventes de minerais critiques aux États-Unis. Les négociations bilatérales doivent se poursuivre au cours des trois prochains mois.

  Sur la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, **Jean-Marc Vittori** a écrit le 16 mai dans Les Echos un excellent article, dont voici un large extrait :

  « Les batailles de Napoléon sont encore décortiquées dans les académies militaires. Prenons le pari que la bataille commerciale de Xi Jinping contre Donald Trump sera montrée en exemple dans deux siècles car elle a été exemplaire, prouvant que l'Amérique n'est qu'un "tigre de papier", selon la formule employée par Mao pour désigner l'impérialisme américain.

  Il faut revoir cette extraordinaire pièce de théâtre pour mesurer l'ampleur de la victoire chinoise. Le décor a été planté depuis près d'un demi-siècle. Ouverture de la Chine à partir de 1979 qui devient peu à peu l'"usine du monde". Désarmement industriel des États-Unis.

  Puis entrée de la Chine dans l'OMC en 2001, achats de dollars par Pékin pour empêcher le yuan de monter, boulimie du consommateur américain, sanctions de Washington contre la Chine (pneus, acier…) par Barack Obama puis droits de douane de Donald Trump en 2018 maintenus par Joe Biden, et enfin excédent commercial record de la Chine de 1.000 milliards de dollars. (…)

  Le premier acte commence de façon surprenante. Le jour de son arrivée à la Maison-Blanche, le nouveau président commence par infliger des droits de 25 % sur les marchandises… canadiennes et mexicaines. Laissant la Chine de côté, comme si c'était un trop gros morceau. Six jours plus tard, il s'attaque à la Colombie, sur fond de dispute à propos de migrants.

  Il faudra attendre le 1er février pour que Trump signe un décret relevant de seulement 10 % les tarifs sur les produits chinois, qui atteignent alors 20 %. Le 4 février, jour de son entrée en vigueur, Pékin rétorque par une série de taxes sur des importations de produits américains et une enquête contre Google.

  Le 4 mars, Trump double la mise contre la Chine à 20 %. Pékin réplique aussitôt, avec des droits de 15 % sur le poulet, le porc, le bœuf, le soja, et des contrôles sur des firmes américaines.

  Le deuxième acte commence le 2 avril, avec la scène où Donald Trump présente les tables de la loi commerciale - des tarifs « réciproques », avec un plancher de 10 % et des taux par pays qui vont jusqu'à 50 % pour le pauvre Lesotho. La Chine écope de 34 % supplémentaires.

  Dans toutes les capitales, les gouvernants sont tétanisés. Toutes, sauf une : Pékin répond deux jours plus tard avec un taux identique de 34 % sur toutes les importations venant des Etats-Unis. Washington menace alors de porter les droits totaux sur les marchandises chinoises à 104 %. Et suspend les droits « réciproques » sur les autres pays pour rassurer consommateurs américains et investisseurs du monde entier, qui commencent à paniquer. La Chine est désormais sa seule cible.

  Le 9 avril, Pékin monte à 84 %. Washington va à 125 % et précise le lendemain qu'il faut rajouter 20 % de pénalité fentanyl, ce qui porte le taux à 145 %. Le 11 avril, Pékin pousse ses droits à 125 %. Comme dans une partie de poker où la Chine bluffe - ou connaît les cartes de son adversaire. C'est aussi le seul pays qui n'a pas laissé sa monnaie s'apprécier face au dollar.

  Commence alors le troisième acte. Sans rien avoir obtenu de la Chine, Trump recule. Le 12 avril, il décide une exemption sur l'électronique - comme lors de son premier mandat. La Chine exempte à son tour certains produits. Puis

le président américain affirme que Pékin demande l'ouverture de négociations. Le gouvernement de Pékin dément sèchement.

Le quatrième acte se déroule à Genève les 11 et 12 mai, où se tiennent finalement des négociations. Le vice-Premier ministre chinois, He Lifeng, et le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, annoncent une suspension des droits de 115 points pendant trois mois.

Les produits chinois seront donc taxés à 30 %, les produits américains à 10 %, comme si la folle séquence entamée le 2 avril n'avait pas existé. Et le communiqué final ressemble plus aux discours lénifiants des dirigeants chinois à Davos sur la nécessité de relations commerciales harmonieuses qu'aux moulinets de Donald Trump sur le pillage de son pays.

Dans la bataille, les États-Unis n'ont rien obtenu du pays qu'ils avaient décidé d'attaquer. Pas d'ouverture de marchés, pas de réévaluation du renminbi, pas de promesse d'acheter des produits américains contrairement à la fin du premier mandat Trump. Et les droits de douane sur la Chine sont inférieurs de moitié à ce qui avait été promis pendant la campagne.

C'est que la Chine a réalisé un sans-faute dans sa stratégie. Elle a répliqué systématiquement aux mesures américaines. Elle l'a fait rapidement - les annonces qui ont pris deux jours auraient pris deux mois ou deux ans à Bruxelles. Elle a savamment gradué la riposte, en tapant le plus souvent un peu moins fort que Trump pour prouver sa modération.

Une méthode aussi efficace ne s'improvise pas. Les autorités chinoises ont envisagé un découplage économique entre leur pays et les Etats-Unis depuis les premières sanctions de Trump en 2018. Elles en ont soupesé le coût. Et depuis que la victoire de Trump s'est profilée à l'automne dernier, elles ont exploré des scénarios de mesures et de contre-mesures.

En s'appuyant sur tous ces travaux, Pékin a pu agir et réagir comme à la parade. Le cinquième acte n'est pas encore joué. Mais la fin est déjà connue : la Chine sortira renforcée. Comme Napoléon après Austerlitz ».

Notons que, parallèlement, mi-mai, et pour son premier voyage présidentiel à l'étranger, D. Trump se rend dans les pays du Golfe. À Riyad, il fait un discours de politique étrangère très important ; comme le note Atlantico.fr, « son discours, à la fois pragmatique et multipolaire, rompt avec l'ingérence idéologique traditionnelle de l'Occident. Refusant de donner des leçons de morale, Trump assume une vision réaliste et transactionnelle des relations internationales, fondée sur l'intérêt stratégique et le respect des modèles politiques locaux. Un positionnement qui séduit nombre de régimes autoritaires, au détriment de l'influence européenne ». « Grand Continent » propose la traduction de ce discours : https://legrandcontinent.eu/fr/2025/05/15/trump-et-le-tournant-de-riyad-texte-integral-du-discours-en-arabie-saoudite/

D. Trump et ceux qui l'accompagnent profitent de ce déplacement dans le golfe persique (Arabie saoudite, Qatar, Émirats arabes unis) pour signer de très nombreux et gros contrats, au point de parler de « tournée historique ».

Dans des développements assez techniques, Miran a notamment l'occasion d'envisager la relation entre le niveau des droits de douane et les gains en bien-être économique. Il se réfère alors en particulier à la recherche que relatent Arnaud Costinot et Andres Rodriguez-Clare dans le « Handbook International Economics » (volume 4 de 2014) : selon le travail de ces auteurs, le tarif optimal pour les États-Unis est d'environ 20% ; et tant que les tarifs ne dépassent pas 50%, ils améliorent le bien-être par rapport à un commerce complètement ouvert. Miran en tire comme conséquence que l'augmentation des tarifs globaux, actuellement faibles puisque proches de 2%, augmentera le bien-être global aux États-Unis, mais aussi que, si l'augmentation amène les taux au-delà de 20%, l'accroissement du bien-être sera de plus en plus faible. Il prévient aussi que s'il y a des représailles, qui peuvent enclencher des surenchères, les taux optimaux peuvent être dépassés dans tous les pays, d'où non seulement une annulation des gains en bien-être aux États-Unis mais aussi une rupture possible du commerce mondial. Miran en tire alors la conclusion qu'il est très important de prévenir les représailles, même si les États-Unis sont plutôt en position de force puisqu'ils ont un important marché intérieur et que leurs marchés financiers sont solides ; et ils peuvent aussi combiner sécurité nationale et commerce : comme le souligne Miran, « par exemple, l'administration Trump pourrait déclarer qu'elle considère les obligations conjointes de défense et le parapluie de la défense américaine comme moins contraignantes ou fiables pour les nations qui mettent en œuvre des tarifs de représailles ».

Notons que le travail d'Adrien Auclert, Mettew Rognlie et Ludwig Straub « The Macroeconomics of Tariff Shocks » paru le 22 avril 2025 parvient à la même conclusion à partir d'un modèle néokeynésien : lorsque les droits de douane sont unilatéraux et que la politique monétaire ne réagit pas, ils sont récessionnistes à partir du moment où la substitution intertemporelle et la substitution à l'exportation sont supérieures à la substitution à l'importation, ce qui semble corresponde à la réalité actuelle. Et les représailles possibles de la part des partenaires commerciaux aggravent la tendance

récessionniste et donc aussi le déficit commercial. Le droit de douane optimal est alors nettement plus bas.

Soulignons que la guerre commerciale suscite de nombreux travaux de recherche de la part des économistes. Comme celui d'Auclert et alii, sont parues au même moment au moins deux notes de recherche intéressantes pour nous ici :

• Celle de David Baqaee (Université de Californie) et Hannes Malmberg (Université du Minnesota), « Long-Run Effects of Trade Wars ». Voici le résumé qu'ils proposent de leur travail : « Cette brève note montre que la prise en compte de l'ajustement du capital est essentielle pour analyser les effets à long terme des guerres commerciales sur les salaires réels et la consommation. En effet, les guerres commerciales augmentent le prix relatif entre les biens d'investissement et le travail en taxant les biens d'investissement importés et leurs intrants. Ce déplacement des prix déprime la demande de capital, réduit le stock de capital à long terme et fait baisser la consommation et les salaires réels par rapport aux scénarios où le capital est fixe. Nous illustrons ce mécanisme en étudiant les récents droits de douane américains à l'aide d'un modèle commercial quantitatif dynamique. Lorsque le stock de capital est autorisé à s'ajuster, les réactions à long terme de la consommation et des salaires sont à la fois plus importantes et plus négatives. Avec l'ajustement du capital, la consommation américaine peut baisser de 2,6 %, contre 0,6 % lorsque le capital est maintenu fixe, comme dans un modèle statique. Autrement dit, l'ajustement du stock de capital apparaît comme un facteur dominant des résultats à long terme, plus important que les mécanismes standards des modèles commerciaux statiques – effets des termes de l'échange et mauvaise allocation de la production entre les pays ».

• Celle d'Arnaud Costinot et Ivan Werning, du MIT, « How Tariffs Affect Trade Deficits" : dans une analyse positive et non normative, les auteurs se demandent plus précisément si les droits de douane (permanents) ont un effet sur le déficit commercial à partir d'un modèle commercial néoclassique statique élargi à deux périodes. Voici l'essentiel de leur conclusion : « Sauf cas particuliers, la théorie économique prédit que les droits de douane affectent les déséquilibres commerciaux et sont susceptibles de les réduire. Nos résultats constituent une avancée dans la compréhension du mécanisme sous-jacent et la détermination de leur ampleur, les considérations de marge importantes jouant un rôle central. Nous concluons par une mise en garde. Nous nous intéressons ici à la question de savoir si les droits de douane peuvent affecter les déficits commerciaux, et non s'ils doivent être utilisés pour les affecter. À travers notre modèle, la réponse à la deuxième question est simple : ils ne devraient pas l'être ».

• Une troisième note est celle d'Oleg Itskhoki et Dmitry Mukhin, du 19 mai : « The Optimal Macro Tariff ». En voici le résumé :

« Quel est le tarif macroéconomique optimal lorsque le commerce est déséquilibré et que les objectifs politiques vont au-delà du bien-être social et incluent également les recettes fiscales, l'augmentation du nombre d'emplois manufacturiers et la résorption d'un déficit commercial ? Nous étudions ces questions dans un environnement qui autorise des déficits commerciaux bilatéraux et agrégés à long terme qui reflètent la position nette d'actifs étrangers du pays et les rendements différentiels des actifs et passifs étrangers (le "privilège exorbitant"). Ce n'est que dans des cas particuliers que le tarif optimal apparaît comme une fonction croissante d'un déficit commercial et pour des raisons indépendantes de la compétitivité commerciale. Au lieu de cela, le planificateur échange les avantages conventionnels de l'amélioration des termes de l'échange contre les coûts des effets de valorisation négatifs sur la position financière brute du pays. Dans notre modèle calibré sur les États-Unis, leurs importants engagements extérieurs en dollars réduisent le tarif optimal de trois fois, de 34 % à 9 %, et constituent une couverture efficace pour ses partenaires commerciaux contre une guerre commerciale. Contrairement à la logique de changement de dépenses et à la symétrie de Lerner, la

fermeture du déséquilibre commercial nécessite une appréciation du dollar à un niveau qui dépend uniquement de la position financière extérieure des États-Unis, et non des parts de marché ou des élasticités commerciales, et peut être obtenue au moyen d'un tarif à l'importation ou d'une subvention à l'exportation. Alternativement, un rééquilibrage financier et commercial peut se produire si une guerre tarifaire entraîne la perte de privilèges et la dépréciation du dollar qui en découle ».

• Une quatrième note est annoncée par leurs auteurs, Pascal Michaillat et Emmanuel Saez, note qui est sur le point de paraître dans l'Oxford bulletin of Economics and Statistics, et qui est la version actualisée d'une note parue en août 2024, « Has the Recession Strated ? », dont voici le résumé qu'ils avaient alors proposé : « Cet article développe une nouvelle règle pour détecter les récessions aux États-Unis en combinant les données sur les postes vacants et le chômage. Nous construisons d'abord un nouvel indicateur de récession : le minimum de l'indicateur de la règle de Sahm (l'augmentation de la moyenne sur 3 mois du taux de chômage au-dessus de son plus bas niveau sur 12 mois) et un indicateur analogue de postes vacants. L'indicateur minimum capture les hausses simultanées du chômage et les baisses des postes vacants. Nous fixons ensuite le seuil de récession à 0,29 point de pourcentage (pp), de sorte qu'une récession est détectée dès que l'indicateur minimum dépasse 0,29 pp. Cette nouvelle règle détecte les récessions plus rapidement que la règle de Sahm : avec un délai moyen de 1,2 mois au lieu de 2,7 mois, et un délai maximal de 3 mois au lieu de 7 mois. Elle est également plus robuste : elle identifie les 15 récessions depuis 1929 sans faux positifs, alors que la règle de Sahm s'effondre avant 1960. En ajoutant un deuxième seuil, nous pouvons également calculer les probabilités de récession : des valeurs comprises entre 0,29 pp et 0,81 pp signalent une récession probable ; des valeurs supérieures à 0,81 pp signalent une certaine récession. En décembre 2024, l'indicateur minimum est à 0,43 pp, ce qui implique une probabilité de récession de 27 %. Ce risque de récession a été détecté pour la première fois en mars 2024 ».

Cela dit, la guerre commerciale engagée brutalement début avril a bouleversé le monde à plusieurs titres, et pas seulement économiques dans la mesure où cela met fin tout à la fois au multilatéralisme et au néolibéralisme puisqu'elle correspond au triomphe du mercantilisme.

Le quatrième chapitre de la note de Miran est consacré aux devises et aux problèmes que posent celles-ci. Le premier de ces problèmes que soulève l'auteur, c'est que le principal risque que fait courir une politique ayant pour objectif que le dollar se déprécie est que cela rende les actifs en dollar moins attrayant pour les investisseurs étrangers ; et ce risque peut être aggravé si l'inflation qu'entraîne elle-même la dépréciation du dollar est forte (effet de second tour). Dans sa note, Miran tente de chiffrer les différents facteurs en cause.

Suit ensuite un rappel intéressant de certains épisodes de l'histoire du SMI dans lesquels le dollar est très concerné : « Historiquement, les accords de devises multilatéraux ont été le principal moyen de mettre en œuvre des changements intentionnels dans la valeur du dollar. L'accord du Plaza de septembre 1985, dans lequel les États-Unis, la France, l'Allemagne, le Japon et le Royaume-Uni se sont coordonnés pour affaiblir le dollar, et l'accord du Louvre de février 1987, qui a arrêté un tel affaiblissement, sont généralement considérés comme des approches réussies pour ajuster les niveaux de devise (bien que leurs conséquences économiques soient quelque peu contestées). Étant donné que la valeur du dollar en devises dépend aussi des forces affectant en même temps les devises des partenaires commerciaux, la coordination avec ces partenaires dans le but de modifier la valeur du dollar peut être très utile. (…) Dans l'état actuel des choses, il y a peu de raisons de s'attendre à ce que l'Europe ou la Chine acceptent une décision coordonnée pour renforcer leurs monnaies. (…) Rappelez-vous que le président Trump considère les tarifs comme un levier de négociation pour conclure des accords. Il est plus facile d'imaginer qu'après une série de tarifs punitifs, des partenaires commerciaux comme l'Europe et la Chine deviennent plus réceptifs à une certaine manière de s'accorder sur les devises en échange d'une réduction des tarifs. Comme les accords de devises sont généralement nommés d'après les lieux où ils sont négociés, comme Bretton Woods et Plaza, avec une licence poétique, je décrirais l'accord potentiel dans

l'administration Trump comme d'autres l'ont fait comme le possible « Mar-a-Lago Accord » (à Mar-a-Lago se trouve une résidence de D. Trump). Cependant, il existe de nombreuses différences entre l'économie aujourd'hui et celle des années 1980. D'une part, la dette brute des États-Unis en tant que part du PIB dépasse désormais 120%, contre environ 40% lorsque l'accord Plaza a été signé. Cela suscite des préoccupations concernant les conséquences du marché de la dette qui n'existait pas dans les années 80. Une suggestion de Poszar (2024) est d'incorporer un accord de durée ». Poszar a en effet publié en 2024 un texte important : « Money and World Order ». Selon Miran, Pozsar synthétise l'accord « Mar-a-Lago de la manière suivante : « 1) Les zones de sécurité sont un bien public, et les pays à l'intérieur doivent le financer en achetant des titres du trésor ; 2) les zones de sécurité sont un bien de capital ; il est mieux financé par les obligations très longues (100 ans) et pas des factures à court terme ; 3) les zones de sécurité ont des fils barbelés : à moins que vous échangiez vos factures contre des obligations, les tarifs vous empêcheront de vous éloigner. »

Note : un entretien intéressant a été accordé par Pozsar début juillet 2023 sur « nouvel ordre monétaire mondial, dédollarisation et rôle de l'or », dont la traduction en français est à : https://or.fr/actualites/nouvel-ordre-monetaire-mondial-dedollarisation-role-or-3126?srsltid=AfmBOor4eE1nocnN2_CWs3s8CliwlS04LZxZ8542B0VNeZdXCUMljg5E.

Miran commente la proposition de Zoltan Pozsar : « avec ces obligations à 100 ans, la pression de financement sur le contribuable américain pour financer la sécurité mondiale est considérablement atténuée. Le Trésor américain peut réaliser efficacement la durée du marché et remplacer cet emprunt par des obligations à 100 ans vendues au secteur officiel étranger. Un tel accord de Mar-a-Lago est une version du 21e siècle d'un accord monétaire multilatéral. Le président Trump voudra que les étrangers aident à payer la zone de sécurité fournie par les États-Unis. Une réduction de la valeur du dollar aide à créer des emplois manufacturiers en Amérique et oriente la demande globale du reste du monde vers les États-Unis, et la dette hors réserve à terme permet de prévenir la volatilité des marchés financiers et les dommages économiques qui s'ensuivraient. Plusieurs objectifs sont atteints avec un seul accord. (…) Comment les États-Unis peuvent-ils obtenir des partenaires commerciaux et de sécurité pour accepter un tel accord ? Tout d'abord, il y a le bâton des tarifs. Deuxièmement, il y a la carotte du parapluie de la défense et le risque de le perdre. Troisièmement, il existe de nombreux outils bancaires centraux pour aider à fournir des liquidités face à un risque de taux d'intérêt plus élevé. (…) Une approche multilatérale de l'ajustement en dollars ne fonctionnera que si nos partenaires commerciaux ont des dollars à vendre. Contrairement à la période de l'Accord Plaza, la plupart des réserves de devises résident de nos jours entre les mains de nos partenaires commerciaux du Moyen-Orient et d'Asie, et non de nos partenaires commerciaux européens. (…) Certaines de ces nations ne sont pas aussi amicales que les Européens pendant la guerre froide. Il faudra un autre type de diplomatie pour avoir le résultat auquel la diplomatie a abouti avec l'accord Plaza, et les mélanges de bâtons et de carottes peuvent être extrêmement difficiles à mener à bien. De plus, une grande fraction de la dette américaine est détenue par des investisseurs du secteur privé, institutionnels et individuels. Ces investisseurs ne seront pas forcément convaincus de faire appel à leurs avoirs du Trésor dans le cadre de cette sorte d'accord. (…) La difficulté de persuader les partenaires commerciaux d'accepter une telle approche est une bonne raison d'utiliser des outils monétaires après ceux des tarifs douaniers, qui fournissent un effet de levier supplémentaire dans les négociations. Si un accord de devise est conclu, la suppression des tarifs peut être une grande partie de l'incitation ». Miran évoque ensuite la position que peuvent prendre les économistes et les experts de Wall Street : selon lui, les uns et les autres sont tous d'accord pour penser que l'administration Trump ne peut pas adopter une approche unilatérale pour amener le dollar à baisser. Pour eux, seule la Fed a la possibilité d'intervenir pour obtenir ce résultat ; mais, justement, ils considèrent que le Président de la Fed ne baissera pas les taux directeurs sous le seul prétexte que le Président Trump le demande. Miran pense que les experts de Wall Street se trompent et que l'administration de Trump dispose d'outils pour ne pas dépendre de la décision de la Fed : « par exemple, l'International Emergency Economic Powers Act, promulgué par le président Jimmy Carter en 1977, confère au président des pouvoirs étendus sur les transactions internationales en réponse aux menaces d'origine étrangère "pour la sécurité nationale, la politique étrangère ou l'économie des États-Unis". Ces pouvoirs incluent la possibilité de limiter ou d'interdire les transferts de crédits, de paiements ou de titres à l'échelle internationale. Cette loi constitue un fondement important des pouvoirs de sanctions du Trésor et de l'extraterritorialité financière. (…) Si la surévaluation du dollar est due à la demande d'actifs de réserve, le Trésor peut utiliser l'IEEPA pour

rendre l'accumulation de réserves moins attractive. Une solution consiste à imposer une taxe d'utilisation aux détenteurs officiels étrangers de titres du Trésor, par exemple en retenant une partie des intérêts sur ces avoirs ». Plus loin dans son analyse, Miran admet qu'encourager excessivement une vente de réserves peut aller jusqu'à entraîner une chute dramatique du dollar, avec aussi une flambée des taux d'intérêt et une réduction des pouvoirs d'extraterritorialité financière des États-Unis. Mais, selon lui, l'administration dispose de moyens pour atténuer ces risques, qu'il étudie les uns après les autres. Sur la question d'une coopération volontaire de la Fed, il écrit ceci : « la Fed a une longue tradition de déférence au Trésor pour les questions de politique monétaire, et le Trésor à la Fed, pour les questions de taux courts et de stabilisation de la demande. (…) Lorsque le Trésor décide d'adopter une politique monétaire, la Fed participe généralement à sa mise en œuvre ; le Bureau des changes de la Réserve fédérale peut contribuer à l'achat et à la vente de devises pour atteindre les objectifs du Trésor. (…) Il est crucial de noter que le "double mandat" de la Fed [prix et emploi] est en réalité un triple mandat : le Congrès lui a délégué les objectifs de "maximum d'emploi, stabilité des prix et taux d'intérêt modérés à long terme". Ce dernier mandat fournit une base d'intervention en cas de flambée des taux d'intérêt résultant d'un changement de politique monétaire, et l'obtention d'un engagement préalable pour un filet de sécurité peut contribuer à éviter la volatilité ». Miran renvoie à l'Opération Twist sous l'administration Kennedy pour appuyer son raisonnement et liste les conditions qui doivent être réunies pour que la Fed apporte son soutien au Président Trump.

On sait que l'actualité de cette mi-avril a été, pas seulement en matière de tarifs douaniers, riche en volte-face de la part du Président Trump, puisque, après avoir menacé Jerome Powell de destitution (ce qui est un cas évident de rupture avec l'État de droit), sous prétexte que la Fed tarde trop selon lui pour baisser ses taux directeurs, il a affirmé qu'il n'en était plus question quelques jours après.

Pour terminer le chapitre, Miran envisage une autre façon de procéder pour que le dollar baisse : c'est d'échanger sur le marché des devises (par l'intermédiaire sur Fonds de stabilisation des changes) du dollar contre des devises étrangères pour que ce soit le taux de change de ces devises par rapport au dollar qui monte. Miran envisage les divers aspects techniques de cette façon de faire, ainsi que les différentes conséquences de l'accumulation de réserves de change, notamment par rapport à l'inflation, qui peut être davantage encouragée par cette façon de procéder, bien que la technique de « stérilisation » soit possible ; mais la stérilisation serait-elle pour autant souhaitable ?

Le cinquième chapitre porte sur « Droits de douane, puis dollars ou investissements ».

Miran y écrit : « il existe une autre utilisation potentielle de l'effet de levier procuré par les droits de douane, à savoir une forme alternative d'accord de Mar-a-Lago, qui prévoit la suppression des droits de douane en échange d'investissements industriels importants aux États-Unis de la part de nos partenaires commerciaux, au premier rang desquels se trouve la Chine. Un tel échange a été essentiel à la résolution des conflits commerciaux sous l'administration Reagan (et a été en partie impulsé par Robert Lighthizer) » ; et à nouveau Miran souligne que les droits de douane sont censés, surtout avec la Chine avec laquelle les négociations ne sont pas faciles, être un instrument de pression. Parallèlement, il convient de réduire l'inflation que ces droits de douane peuvent générer pour apaiser les inquiétudes des marché financiers, notamment par une politique de l'offre, par une déréglementation « agressive » et par un important effort pour réduire le coût de l'énergie. Miran privilégie à nouveau une mise en œuvre progressive des droits de douane et met en discussion à nouveau aussi, ici, deux cas de figure selon que l'approche est multilatérale ou au contraire unilatérale. Sur le premier cas, « amener les partenaires commerciaux à accepter une approche multilatérale pour renforcer les monnaies sous-évaluées peut contribuer à contenir la volatilité indésirable. (…) Mais, comme indiqué précédemment, étaler la duration des titres du Trésor détenus par les banques centrales des pays amis/alliés est déjà suffisamment difficile (…) Les approches monétaires unilatérales entraînent des risques de volatilité plus importants, mais offrent une plus grande flexibilité d'action. (…) Si la Fed ne contribue pas à un changement unilatéral de politique monétaire, la volatilité pourrait s'accroître. Si les États-Unis prennent des mesures pour décourager les détenteurs étrangers de bons du Trésor en imposant une taxe d'utilisation sur les transferts d'intérêts ou de principal, les primes de terme pourraient augmenter à mesure que les étrangers réduisent leurs avoirs. De fortes hausses des rendements des bons du Trésor peuvent entraîner des baisses du marché boursier. Par conséquent, dans une telle approche, l'administration devrait probablement procéder progressivement et commencer par de très faibles prélèvements. Des mouvements lents et limités

réduiraient la volatilité, mais augmenteraient le temps nécessaire pour trouver la bonne combinaison de taux d'intérêt et de devises pour l'administration. La patience sera de mise. Malgré toute tentative de gradualisme, le marché pourrait de toute façon connaître de fortes fluctuations.
Tous ces scénarios possibles ont des conséquences communes, si l'administration les adopte.
Premièrement, une démarcation beaucoup plus nette entre amis, ennemis et partenaires commerciaux neutres. Les amis sont sous le parapluie sécuritaire et économique, mais le partage des charges est plus important. En fonction de l'ampleur de ce partage, les amis peuvent bénéficier de conditions commerciales ou monétaires plus favorables. Ceux qui ne sont pas sous le parapluie sécuritaire se retrouveront également exclus des accords favorables au commerce international et d'un accès facile au consommateur américain. Ils se verront imposer des coûts plus élevés par le biais de droits de douane et d'autres politiques. Les implications sur les prix des actifs sont évidentes.
Deuxièmement, la menace d'un retrait du parapluie sécuritaire sans partage des charges aura ses propres conséquences, potentiellement volatiles. Cela incitera-t-il les nations du monde entier à investir davantage dans la défense ? Cela encouragera-t-il des actions plus agressives de la part d'acteurs malveillants contre ceux qui sont désormais hors du champ de la défense ? Ces niveaux d'incertitude importants imprègneront les marchés. Les primes de risque pourraient augmenter pour les actifs des pays qui connaissent actuellement des risques sécuritaires plus importants.
Troisièmement, une augmentation structurelle de la volatilité implicite sur les marchés des changes. La possibilité de changements de politique monétaire d'une ampleur considérable, qui ne se produisent qu'une fois en plusieurs décennies, devrait considérablement accroître les anticipations de volatilité.
Quatrièmement, ces politiques pourraient doper les efforts de ceux qui cherchent à minimiser leur exposition aux États-Unis. Les efforts pour trouver des alternatives au dollar et aux actifs en dollars s'intensifieront. L'internationalisation du renminbi ou l'invention d'une quelconque “monnaie des BRICS“ posent encore d'importants défis structurels ; de telles tentatives continueront donc probablement d'échouer, mais les actifs de réserve alternatifs comme l'or ou les cryptomonnaies en bénéficieront probablement ».
Comme indiqué plus haut, le sixième et dernier chapitre est celui de la conclusion. Celle-ci résume les principaux arguments des chapitres précédents. Mais traduisons-en les dernières lignes : « le dollar devrait se renforcer avant de s'inverser. Si tel est le cas, l'administration Trump dispose d'une voie pour reconfigurer les systèmes commerciaux et financiers mondiaux au bénéfice des États-Unis, mais elle est étroite et nécessitera une planification minutieuse, une exécution précise et une attention particulière aux mesures visant à minimiser les conséquences négatives ».

2- La présentation de l’économiste David Cayla

dans son article paru fin mars 2025 dans « Sans doute », « Doctrine Miran : les États-Unis et l’ordre économique mondial ».
Lors de la conférence qu’il a donnée à l’Institut municipal d’Angers le 2 avril,
(https://www.youtube.com/watch?v=4KAj5TYTbCo), il fait une analyse également très intéressante, qui complète cet article puisqu’il dresse un panorama historique de la mondialisation que l’on a connue dès la fin des « trente glorieuses » et qui s’est arrêtée avec la crise des subprimes de 2007-2008 (voir notre propre analyse de cette crise dans l’Historique de l’Euro), et il se demande si on se dirige vers une nouvelle mondialisation.
La mondialisation est un processus visant l’unification des marchés nationaux et régionaux pour aboutir à un grand marché mondial. Le marché unique européen, ouvert le 1er janvier 1993 mais consacré dès 1986 par l’Acte unique (le tarif extérieur commun -TEC- existe dès 1968), s’inscrit dans cette phase de mondialisation en instaurant les « 4 libertés », la libre circulation des marchandises, celle des personnes, celle des services et celle des capitaux ; ce qui amène d’ailleurs à distinguer presqu’autant de mondialisations, au moins la mondialisation commerciale (biens -3/4- et services -1/4-) et la mondialisation financière avec les mouvements internationaux de capitaux (qui ne peuvent se faire que si les règles qui les régissent sont les mêmes partout et que s’il y a des institutions ou mécanismes tels que Swift). Les marchés sont ici non seulement à définir en termes de demande mais aussi en termes d’offre : le processus de mondialisation est alimenté par les jeux des différents acteurs au premier rang desquels sont les firmes globales dont le pouvoir économique est souvent plus important que celui des États et dont

la nationalité a pour fondement la fiscalité (voir l'ouvrage paru chez Dunod en 2023 de Sarah Guillou, dont le titre prend aujourd'hui une valeur particulière : « la souveraineté économique à l'épreuve de la mondialisation »), avec une division internationale du travail à l'échelle de la planète qui s'accompagne d'une fragmentation internationale de la production (les chaînes de valeur deviennent mondiales et sont très maillées) et d'un « émiettement de la nationalité des produits ». Le paradigme dominant qui avait prévalu lors des Trente glorieuses était le keynésianisme et celui qui lui a succédé, et qui a promu précisément la mondialisation, est le néolibéralisme avec la théorie néoclassique (avec notamment l'école monétariste – Milton Friedman - et la version allemande avec l'ordolibéralisme). Remarquons que rares sont les pays européens qui pratiquent un néolibéralisme « pur » dans la mesure où tous font des dosages différents entre marché et État, entre régulation spontanée par le marché et régulation commandée par l'État. Remarquons aussi que les années 70 sont marquées par deux chocs pétroliers (1973 et 1979) qui déclenchent une forte stagflation, première crise de cette nouvelle période, mais pas la dernière : citons par exemple le krach boursier d'octobre 1987. Sur le plan du SMI, l'avènement du néolibéralisme s'accompagne dès le début des années 70, de l'effondrement du système de Bretton Woods de deux manières, d'une part avec la décision du Président Nixon de déclarer en 1971 l'inconvertibilité du dollar en or et en conséquence la montée en puissance d'un système d'étalon-dollar puisque l'or est démonétisé, et d'autre part le remplacement en 1973 du système de changes fixes par le système de changes flottants ; ce qui était d'ailleurs indispensable pour qu'il puisse y avoir la liberté des mouvements internationaux de capitaux (en changes fixes, il doit y avoir contrôle des mouvements de capitaux). L'arrivée au pouvoir de M. Thatcher et de R. Reagan va être importante pour concrétiser politiquement cette nouvelle donne. Dans une telle économie libérale où le marché est mondialisé (un grand marché est en principe plus efficace qu'un marché de plus petite taille -car plus concurrentiel, moins soumis aux chocs exogènes, favorise les économies d'échelle, permet l'optimisation des coûts…-, la concurrence doit être « libre et non faussée » (les interventions de l'État doivent se limiter à la production des biens collectifs et à assurer le bon fonctionnement de la concurrence), et le système de prix doit pouvoir jouer spontanément et pleinement son double rôle d'« équilibration » et d'incitation. Les quatre piliers fondamentaux du néolibéralisme sont le libre-échange (que défendront l'OIC mort-née - la charte de La Havane d'avril 1948 (https://www.wto.org/french/docs_f/legal_f/havana_f.pdf) mérite d'être lue - et les réunions successives du GATT puis de l'OMC (https://www.wto.org/indexfr.htm), notamment en réduisant considérablement les droits de douane, qui sont l'arme favorite du protectionnisme), la concurrence, la stabilité monétaire et l'ordre social. Notons qu'en mai 1944, la Conférence générale de l'Organisation internationale du travail (OIT), réunie à Philadelphie adopte la Déclaration des buts et objectifs de l'OIT, dite « Déclaration de Philadelphie », dont le 1er principe est « le travail n'est pas une marchandise », mais qui sera précisément mis à mal plus tard par la mondialisation puisqu'elle mettra les travailleurs des différents pays en concurrence, et les règles sociales qui vont avec, dans l'optique d'une meilleur compétitivité. https://www.ilo.org/sites/default/files/2024-06/Declaration%20of%20Philadelphia_A5%20booklet%20FR.pdf).

Dans le monde d'après l'effondrement de Bretton Woods, chaque pays cherche à la fois à attirer du capital et à défendre sa monnaie, donc à être attractif, ce qui nécessitait la libéralisation de la finance, en interdisant, pour le cas européen d'abord puis pour toute l'OCDE et aussi pour le FMI, le contrôle des mouvements de capitaux mais en fixant des règles communes de protection.

Après la création de l'Organisation mondiale du commerce en 1995, les flux commerciaux se développent rapidement et engendrent une nouvelle division internationale du travail. Après la période où les pays en pleine expansion économique ont été le Japon et les « dragons » asiatiques, c'est la Chine [entrée à l'OMC en 2001] qui devient l'usine du monde, la plateforme productive du nouveau capitalisme mondialisé (le capitalisme est non seulement mondialisé mais aussi financiarisé et de plateforme), pendant que l'Allemagne se spécialise dans l'exportation de véhicules thermiques et de machines-outils. Les firmes globales ne s'occupent dans leur pays d'origine que de la conception et de la distribution de leurs produits, mais ceux-ci sont fabriqués dans plusieurs pays selon la logique non seulement des coûts mais aussi de tous les avantages que ces pays peuvent offrir, avec une intrication des systèmes logistiques. Ces pays sont eux-mêmes en concurrence pour attirer les firmes globales.

Dans cette nouvelle structuration de l'économie mondiale, le rôle dévolu aux États-Unis a été celui de consommer le surplus grandissant de marchandises produites. Dès la fin des années 1990, la balance

commerciale des États-Unis plonge de manière inédite et son activité industrielle s'effondre (figure ci-dessous proposée par David Cayla). On constate en effet que le nombre d'emplois dans l'industrie manufacturière américaine est passé de 17,5 millions en 1998 à 14 millions en 2007, puis à 11,5 millions en 2009, au plus fort de la crise économique. Depuis, l'industrie américaine crée à nouveau des emplois sans toutefois parvenir à atteindre la barre des 13 millions (12,8 millions d'emplois en février 2025).

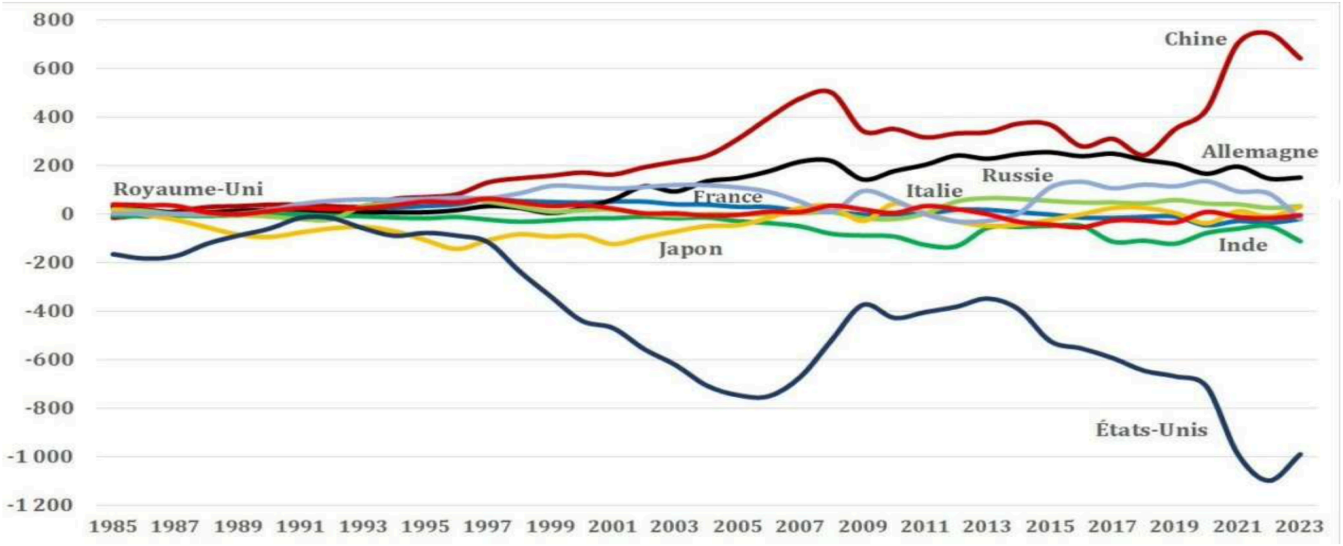
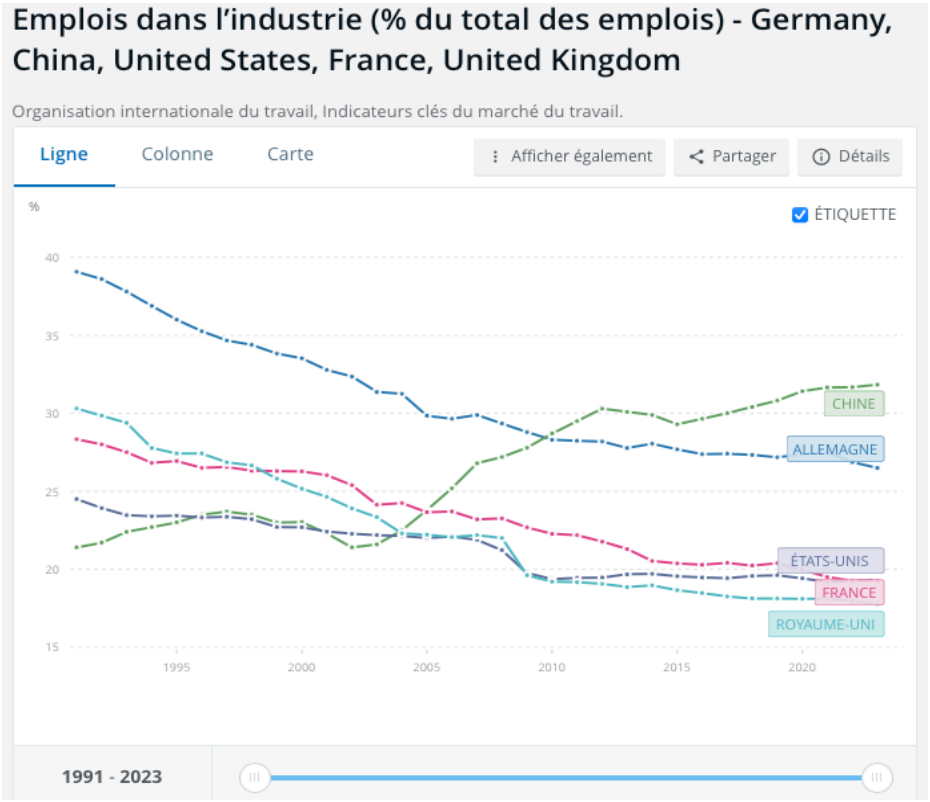


Figure 1: Évolution des balances commerciales entre 1985 et 2023. Milliards de dollars 2015.

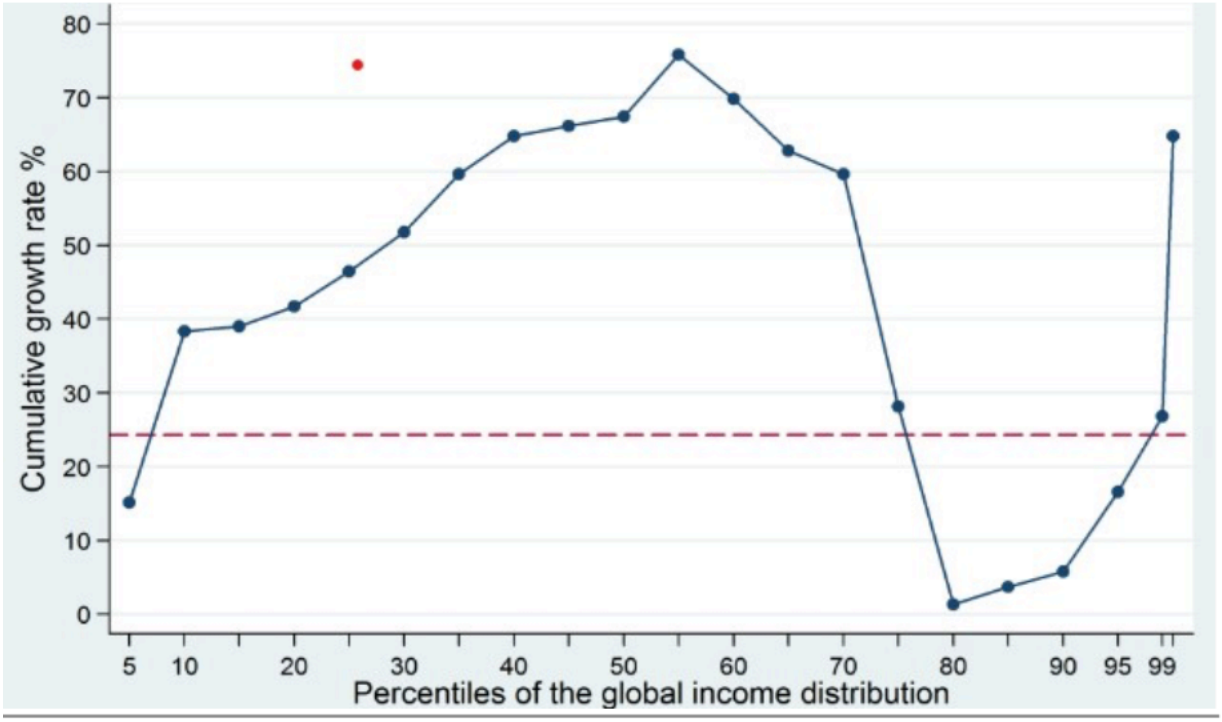
Le résultat de cette évolution se reconnaît aussi dans l'évolution des emplois industriels dans différents pays :



Ces schémas montrent les effets de la logique de spécialisation : quand on compare plus précisément le cas de la Chine et celui des États-Unis, on s'aperçoit que la première est exportatrice tandis que les seconds importent, ce qui leur permet de consacrer l'essentiel de leurs activités plutôt aux services alors

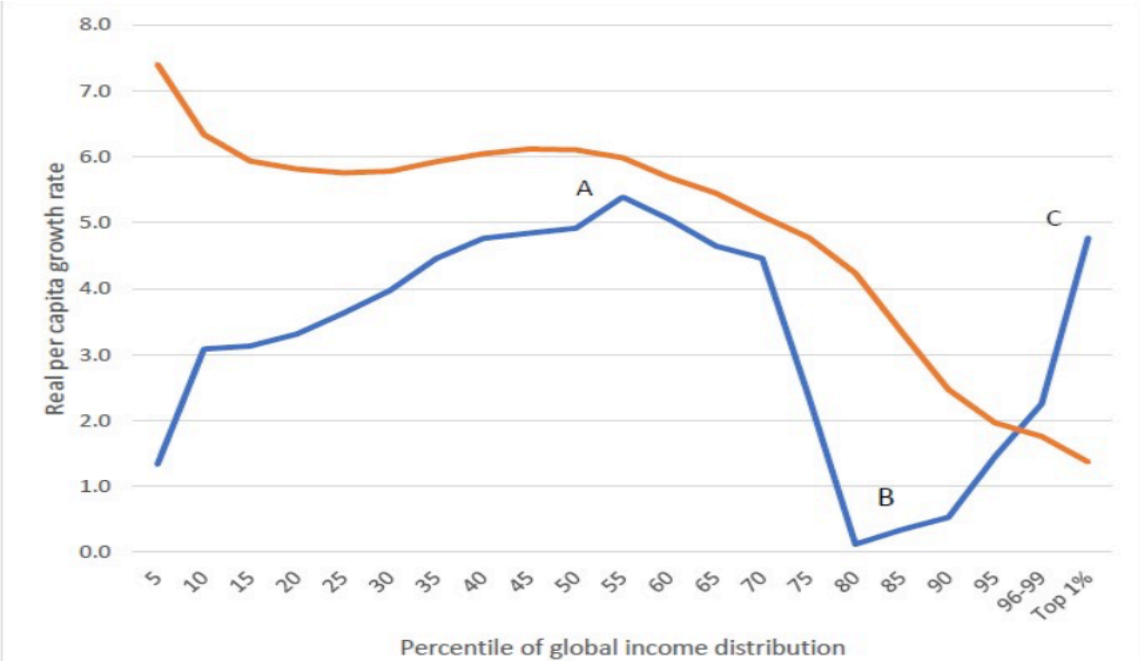
que la première voit sa compétitivité fondée sur ses exportations de biens. C'est une autre marque de la désindustrialisation des États-Unis.
Ces évolutions ne peuvent pas ne pas avoir de conséquences sociales : cela se voit nettement dans la fameuse « **courbe de l'éléphant** » (Milanovic et Lakner, 2013) :

Version d'origine, entre 1988 et 2008 (crise des subprimes) :



Ce schéma est très parlant : entre le 60ème et le 80ème centiles, on a affaire aux individus perdants de la croissance économique de la période (alors que les grands gagnants – les centiles de la trompe de l'éléphant sont les catégories les plus riches du monde occidental) : il s'agit pour l'essentiel des classes moyennes et populaires occidentales. Ce sont elles qui paient les conséquences de la désindustrialisation ; ce sont elles qui vont alimenter les courants populistes ; ce sont elles, qui, aux États-Unis, vont voter pour Donald Trump. En 2020, Autor, Dorn, Hanson et Majledi (American Review 110) ont montré que les bassins économiques américains qui ont le plus souffert de l'ouverture économique de la Chine, à cause de l'augmentation de sa pression concurrentielle, sont ceux qui se sont le plus tournés vers le vote pro-Trump et pro-républicain en 2016.

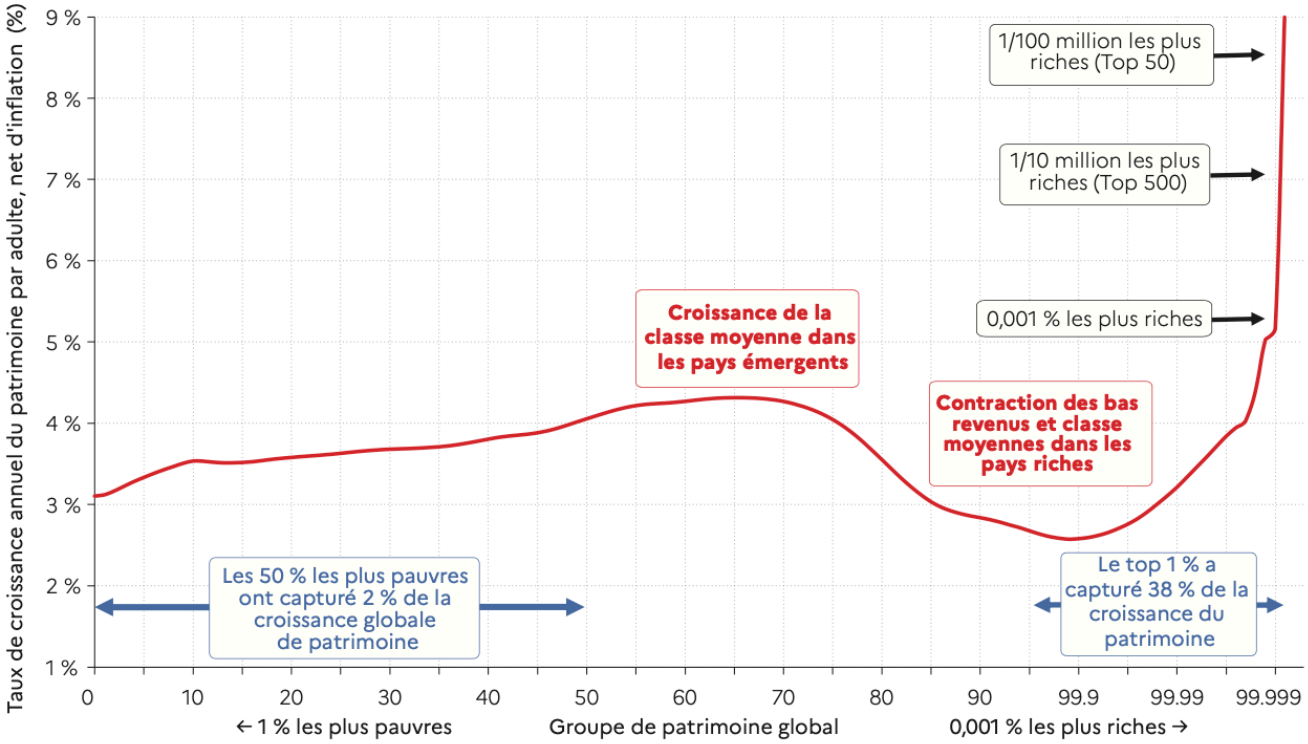
Version 1988-2008 et 2008-2018 :



Cette version actualisée ne fait plus apparaître de « courbe d'éléphant » mais certains constats demeurent cependant valides : c'est autour du 80ème centile que la progression du revenu se fait moins rapide ; et au milieu de la distribution la croissance reste soutenue.

Version 1995-2021 : elle nous fait en quelque sorte réapparaître la trompe de l'éléphant, et avant elle la « contraction des bas revenus et classes moyennes dans les pays riches ». Cela confirme la perte que cause la désindustrialisation aux classes concernées.

Graphique 9. *Taux de croissance annuelle du patrimoine, 1995-2021*



Interprétation : *Les taux de croissances chez les 50 % les plus pauvres étaient entre 3 % et 4 % par an entre 1995 et 2021. Comme ce groupe avait un patrimoine extrêmement faible au début de cette période, ses niveaux de patrimoine sont restés bas. Il a ainsi capturé seulement 2,3 % de la croissance globale du patrimoine depuis 1995. Les 1 % les plus riches ont bénéficié de taux de croissance élevés (3 % à 9 % par an), et ont capturé 38 % de la croissance globale du patrimoine entre 1995 et 2021. Le patrimoine personnel net est la somme de tous les actifs financiers (obligations ou capitaux propres) et non financiers (immobilier et foncier) détenus par les individus, net de leur dettes.* ***Sources et séries :*** *wir2022.wid.world/methodology.*

Source : Rapport sur les inégalités mondiales 2022 (sous la direction de L. Chancel, T. Piketty, E. Saez et G. Zucman).

En économie, tout déséquilibre commercial se traduit par un déséquilibre financier. De manière générale, les pays dont la balance commerciale est excédentaire épargnent et placent leur argent dans les pays déficitaires. Ainsi, l'Union européenne et les pays d'Asie achètent massivement des titres financiers américains. Cela permet aux entreprises US de trouver les capitaux gigantesques dont elles ont besoin, et à l'État américain d'emprunter à faible coût sur les marchés mondiaux. Notons une différence entre le cas des pays européens et celui de la Chine : alors que les pays européens ont acheté des titres financiers, la Chine a acheté des bons du Trésor américain ; d'où une plus grande sensibilité des pays européens aux secousses financières venant des États-Unis et tout spécialement sa plus grande vulnérabilité face à la crise des subprimes. Les pays européens ont acheté des titres financiers américains plutôt que des bons du Trésor parce que les Banques européennes sont en concurrence entre elles, ce qui les amène, pour être le plus rentables, à rechercher des titres à haut rendement mais qui, par définition, sont en même temps les plus risqués, voire « pourris ». Heureusement, depuis la crise des subprimes, les autorités bancaires ont renforcé les règles prudentielles et les Banques centrales ont décidé de mener des politiques monétaires « non conventionnelles » (avec notamment le rachat de titres financiers) pour mieux contrôler le système bancaire et pour stabiliser la finance. Par contre, les banques centrales n'ont aucun moyen pour traiter les déséquilibres commerciaux et financiers (qui sont les deux faces de la même réalité ; ne pas oublier que toute balance des paiements est équilibrée par construction) ; d'où le fait de penser logiquement à des mesures protectionnistes.

Comme les États-Unis possèdent la monnaie de réserve mondiale, ils peuvent financer un déficit croissant sans avoir à subir une forte hausse des taux d'intérêt ou une dépréciation de leur monnaie. Bien entendu, cela ne peut fonctionner que tant que le système financier américain produit des titres jugés fiables. Or, la

crise des “subprimes“ de 2007-2008 a montré qu’on ne pouvait avoir qu’une confiance limitée dans les banques de Wall Street.
L’accumulation de déficits commerciaux correspond à un transfert de pouvoir d’achat au profit du reste du monde, dont une grande partie est épargnée et réinvestie en achats d’obligations du Trésor US qui sont déposées dans les comptes de la Fed ; ces placements accroissent le ratio d’endettement global du pays. Comme l’écrit Henri Lepage (IREF, 8 avril), « si rien n’est fait, cela entretient une forme de pillage à petit feu des richesses de l’Amérique par ses partenaires commerciaux (dont l’Europe au premier rang d’entre eux). Il est grand temps que cela cesse. Il est temps que le reste du monde arrête de vider les industries américaines de leur substance ».
Le problème est que le double déficit américain (déficit extérieur et déficit budgétaire) n’est pas soutenable à long terme. Plus le déficit commercial se creuse, plus les besoins de financement augmentent. Or, il arrive nécessairement un moment où le paiement des intérêts finit par engendrer des flux financiers au détriment du débiteur. Ainsi, même si l’économie américaine profite de taux d’intérêt relativement faibles, ces derniers ont augmenté en 2022-2023, ce qui signifie que les emprunteurs américains doivent rémunérer davantage leurs créanciers internationaux. Et cela se voit dans la balance des paiements.
Alors que les États-Unis disposent d’actifs dans le monde entier et font payer très cher à leur clients l’usage de leurs plateformes numériques, le solde des revenus versés et des revenus reçus devient déficitaire pour la première fois depuis des décennies. Autrement dit, l’économie américaine emprunte non seulement pour couvrir ses dépenses de consommation, mais aussi, désormais, pour faire face aux dépenses engendrées par ses emprunts passés. Le risque est que si les taux d’intérêt devaient poursuivre leur hausse, les États-Unis pourraient se trouver pris dans un effet boule-de-neige susceptible d’engendrer une nouvelle crise financière.
Pour traiter ce grave problème de « déficits jumeaux », les États-Unis n’ont pas attendu le retour de Donald Trump à la Maison Blanche pour faire non seulement de la politique industrielle mais aussi du protectionnisme : déjà avec Barack Obama puis avec Donald Trump (premier mandat avec droits de douane contre la Chine), et avec Joe Biden (avec le « Inflation Reduction Act » – IRA, loi bien mal nommée et, de plus, exemple d’outil protectionniste non conventionnel). En Europe aussi, on utilise des pratiques protectionnistes en défendant des productions considérées comme importantes sur le plan des souverainetés industrielle et sanitaire. D’ailleurs, l’histoire économique n’a en réalité très peu connu de périodes de libre-échange absolu. Il est bien certain que Trump renoue avec le protectionnisme, mais cette fois-ci, c’est de manière brutale puisqu’il déclare une véritable guerre commerciale à l’échelle du monde, dans des proportions inouïes.
[Note : voici les taux d’intérêt sur les emprunts souverains le 8 avril vers 16h30 :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	11,223	11,386	11,192	+0,078	+0,70%	855,6	697,3	16:00:25
Allemagne	2,6625	2,6785	2,5735	+0,0645	+2,48%	0,0	-158,5	16:42:41
Australie	4,230	4,360	4,213	+0,015	+0,36%	156,3	-2,2	12:59:55
Autriche	3,083	3,099	2,976	+0,025	+0,82%	42,1	-116,2	16:42:40
Bangladesh	12,415	12,415	12,355	+0,365	+3,03%	974,8	816,5	09:39:35
Belgique	3,255	3,270	3,165	+0,035	+1,09%	59,1	-99,2	16:42:39
Brésil	14,743	14,929	14,632	0,000	0,00%	1.207,6	1.049,1	07/04
Bulgarie	3,629	3,629	3,629	-0,221	-5,74%	96,2	-62,1	15:57:25
Canada	3,154	3,170	3,040	+0,095	+3,11%	49,2	-109,3	16:42:39
Chili	5,490	5,490	5,490	0,000	0,00%	282,3	124,0	07/04
Chine	1,659	1,664	1,655	-0,018	-1,07%	-100,8	-259,1	08:57:20
Chypre	3,149	3,154	3,071	+0,017	+0,54%	48,2	-110,3	16:19:25
Colombie	11,880	11,880	11,869	+0,270	+2,33%	921,4	763,0	07/04
Corée du Sud	2,694	2,740	2,647	+0,043	+1,62%	2,7	-155,8	08:28:49
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	-0,000	0,00%	434,4	276,0	07/04
Croatie	3,124	3,124	3,124	0,00	0,00%	45,7	-112,6	04/04
Danemark	2,368	2,529	2,212	+0,041	+1,76%	-29,8	-188,3	07/04
Égypte	21,295	21,295	21,218	+0,795	+3,88%	1.862,8	1.704,5	15:39:59
Espagne	3,360	3,374	3,280	+0,025	+0,75%	69,6	-88,9	16:42:37
États-Unis	4,232	4,264	4,126	+0,075	+1,80%	158,5	0,0	16:42:41
Finlande	2,940	2,955	2,843	+0,060	+2,08%	27,7	-130,8	16:42:40
France	3,405	3,420	3,330	+0,017	+0,50%	74,2	-84,3	16:42:38
Grèce	3,540	3,553	3,458	-0,027	-0,76%	87,5	-71,0	16:42:35
Hong-Kong	3,187	3,200	3,030	-0,060	-1,85%	52,0	-106,5	10:55:11
Hongrie	6,970	6,970	6,970	-0,030	-0,43%	430,3	271,8	14:06:29
Île Maurice	5,702	5,702	5,702	-0,018	-0,31%	303,6	145,0	08:03:11
Inde	6,575	6,604	6,575	+0,088	+1,36%	390,8	232,5	15:12:29
Indonésie	7,063	7,201	6,990	+0,214	+3,07%	439,7	281,3	11:39:59
Irlande	3,048	3,059	2,967	+0,021	+0,69%	38,5	-119,9	16:42:38
Islande	6,724	6,724	6,717	-0,043	-0,64%	405,7	247,2	12:04:12
Israël	4,312	4,312	4,312	-0,006	-0,14%	164,5	6,0	12:04:17
Italie	3,865	3,878	3,790	+0,001	+0,03%	119,9	-38,6	16:42:17
Japon	1,275	1,292	1,114	+0,015	+1,19%	-139,2	-297,5	13:06:16

Ces déséquilibres de l'économie américaine n'ont pas échappé au nouveau pouvoir qui se lance dans une stratégie désespérée pour les conjurer. Dans une note écrite juste après l'élection de Donald Trump, le chef du comité d'économistes de la Maison blanche, Stephen Miran, titulaire d'un doctorat d'économie à Harvard puis analyste dans le secteur financier, estime que la situation américaine n'est pas tenable. Selon lui, le problème d'endettement ne proviendrait pas des politiques budgétaires expansionnistes menées depuis 2016, mais de l'absence d'ajustement à la baisse du dollar du fait de son statut de monnaie de réserve. Le niveau trop élevé du dollar par rapport aux fondamentaux de l'économie américaine pénaliserait l'industrie manufacturière, pousserait à l'endettement et accroitrait la dépendance des États-Unis aux importations.

Fort de ce constat, Miran estime que les États-Unis doivent utiliser l'arme des droits de douane.

Cette politique aurait trois avantages.

Premièrement, elle permettrait de compenser le cours élevé du dollar pour l'industrie. L'expérience du premier mandat de Trump durant lequel les États-Unis, avaient engagé une guerre commerciale avec la Chine a montré que des droits de douanes plus élevés n'engendrent pas systématiquement une poussée inflationniste. Selon Miran, la hausse des droits de douane a été en grande partie compensée par la baisse de la monnaie chinoise, ce qui fait que les prix des produits importés n'ont presque pas augmenté. "De toute évidence, écrit Miran, l'expérience de 2018-2019 a montré que les augmentations du niveau général des prix n'ont été qu'imperceptibles. Il est tout à fait possible que même avec des tarifs douaniers substantiels, la politique de l'administration Trump soit globalement désinflationniste", ajoute-t-il. Dans son esprit, la hausse des droits de douane devrait être complétée par une politique de l'offre fondée sur une dérèglementation accélérée et une baisse du coût de l'énergie. Ces aides au secteur productif intérieur pourraient ainsi plus que compenser l'effet inflationniste des droits de douane.

La seconde raison pour laquelle il faudrait augmenter les droits de douane est qu'ils constituent des leviers de négociation précieux. Miran estime que l'objectif de la diplomatie américaine devrait être d'obtenir de la part de ses partenaires commerciaux, notamment de l'Europe, des avantages économiques en échange de la protection militaire américaine. À ce titre, le fait que Trump ait laissé entendre à plusieurs reprises que les États-Unis pourraient ne pas intervenir en cas d'attaque d'un pays membre de l'OTAN signifie en creux que ses alliés doivent dorénavant leur donner de "bonnes raisons" d'être protégés.
La troisième raison est que les droits de douane rapportent : Stephen Miran soutient que les droits de douane ne visent pas seulement à protéger les industries américaines. Ils constituent également une source de revenus. Cela correspond à l'approche économique "L'Amérique d'abord" de Trump. Au lieu d'augmenter les impôts des citoyens américains ou de réduire les programmes sociaux, son administration cherche à financer le gouvernement en taxant les importations.
Outre la menace d'une guerre commerciale, les États-Unis disposent de deux autres leviers de négociation. Étant de loin le premier marché de consommation au monde – le PIB américain est de 30 000 milliards de dollars contre 20 000 milliards pour toute l'Union européenne – aucune entreprise de taille mondiale ne peut se voir interdire de vendre aux États-Unis. De plus, le fait que le dollar soit la monnaie de réserve internationale procure aux États-Unis la capacité d'exporter leur droit et leurs normes au reste du monde. C'est le principe d'extraterritorialité du droit, déjà utilisé sous la présidence Obama pour condamner des entreprises françaises.

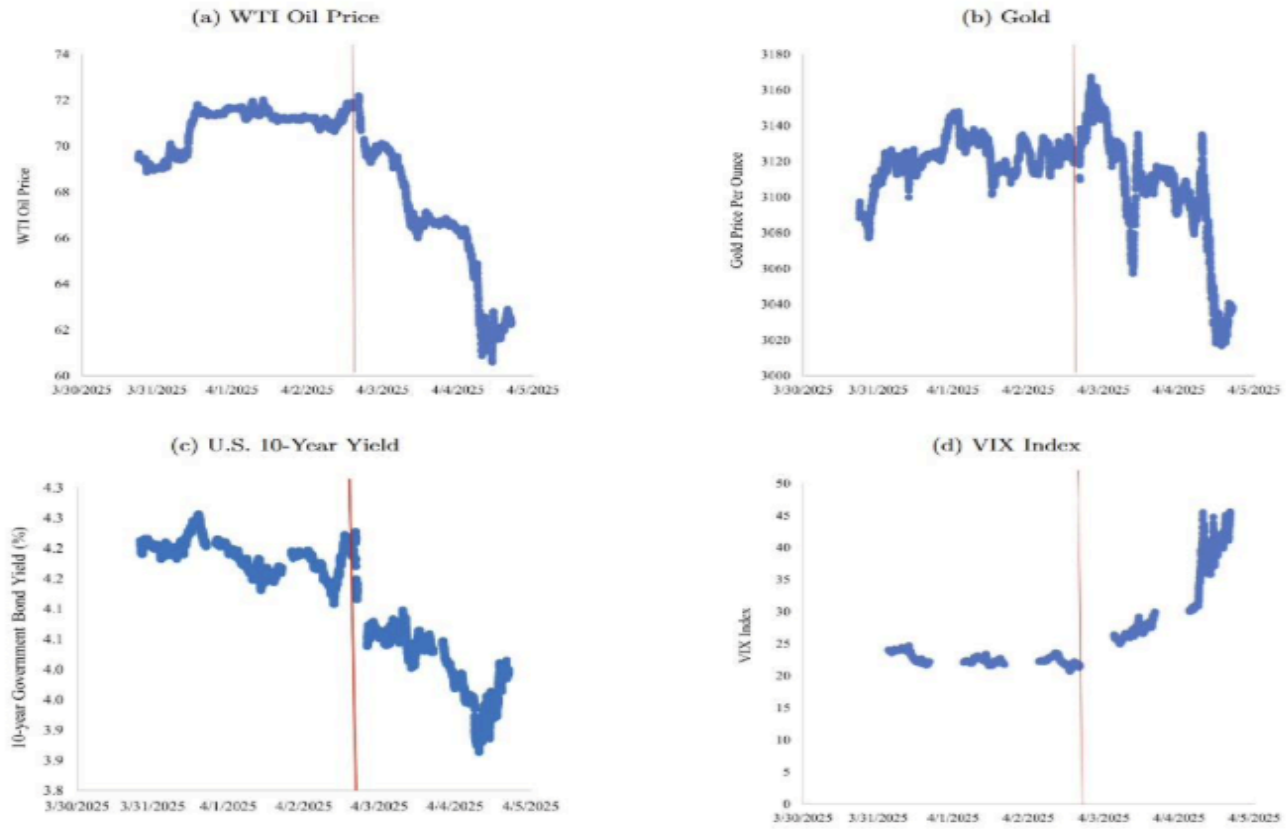
Miran estime que la stratégie américaine doit être d'abord brutale et unilatérale avec ses partenaires de manière à soutirer des avantages de leur position de force, par exemple des droits d'exploitation miniers au Groenland ou en Ukraine. Dans un second temps, la politique américaine pourrait s'adoucir pour se tourner vers des formes de coopération multilatérales. L'objectifs de Miran serait, à terme, d'obtenir un accord international de dépréciation du dollar sur le modèle des accords du Plaza de 1985 en conviant les pays alliés, les partenaires commerciaux et les créanciers des États-Unis à une conférence internationale à Mar-a-Lago où se trouve une résidence de D. Trump (d'où le nom de l'accord qui pourrait y être signé). Parce que, contrairement à Roosevelt en 1933 qui avait le pouvoir de dévaluer unilatéralement le dollar, Trump n'a pas la main sur l'évolution du dollar à cause de son statut de monnaie de réserve internationale, il lui faut obtenir le consentement de tous les autres à organiser la baisse du dollar comme cela avait été fait en septembre 1985 lors de la réunion à l'Hôtel Plaza à New-York, non pas pour à peine 2 ans mais pour plus longtemps. Ainsi, quatre décennies plus tard, l'administration de Donald Trump pourrait être à l'origine du plus grand bouleversement des dynamiques monétaires depuis cet accord du Plaza.

Note sur les effets de l'augmentation des droits de douane sur le taux de change

• *Voir l'article de J. Hartley et A. Rebucci du 15 avril - https://cepr.org/voxeu/columns/tariffs-dollar-and-equities-high-frequency-evidence-liberation-day-announcement) :* cette très forte augmentation des droits de douane constitue la plus importante hausse tarifaire américaine depuis la loi Smoot-Hawley de 1930 (Baldwin et Navaretti, 2025 ; Evenett et Fritz, 2025). La théorie standard prédit qu'un tarif d'importation devrait exercer une pression à la hausse sur la monnaie du pays qui l'impose : un tarif a tendance à apprécier (déprécier) la monnaie nationale (étrangère), compensant ainsi une partie de son effet sur les prix des importations (exportations). De plus, si le commerce mondial est largement facturé dans une monnaie dominante comme le dollar américain, la réponse devrait être amplifiée, conduisant à une appréciation initiale encore plus marquée de la monnaie nationale. Les importations étant libellées en dollars, les devises des partenaires commerciaux doivent dévaluer davantage pour s'ajuster si les États-Unis imposent des droits de douane. Que constate-t-on dans la réalité ? Les données de la première vague de droits de douane de Trump corroborent ces prédictions. Mais contrairement aux prédictions des modèles macroéconomiques internationaux standards et aux données des premiers tarifs de Trump, après le « Liberation Day », le taux de change effectif du dollar s'est fortement déprécié plutôt qu'apprécié. L'analyse de l'impact sur les indices généraux du dollar en examinant la réaction des principales paires bilatérales révèle une divergence frappante dans les réactions des devises : la plupart des devises du G10 se sont appréciées plutôt que dépréciées, tandis que les devises de nombreuses économies émergentes et en développement ont évolué en sens inverse. Cela implique que la réaction du dollar américain a été tirée par les grandes économies avancées, qui sont beaucoup plus intégrées financièrement aux États-Unis que les marchés émergents ou la Chine., La réaction des devises du G10 aux tarifs douaniers du Jour de la Libération suggère que d'autres canaux de transmission, jusqu'alors ignorés, par lesquels les tarifs influencent les taux de change sont désormais à l'œuvre, du moins dans ce cas. Une possibilité évidente et très débattue est que les politiques et plans plus larges

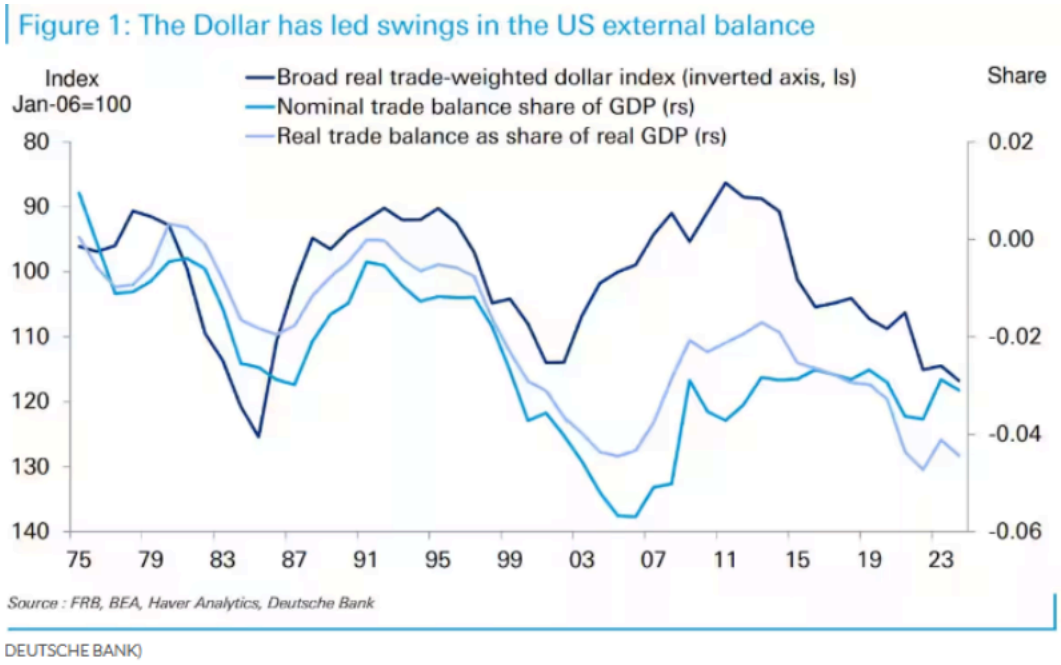
de la seconde administration Trump, y compris la politique commerciale, sapent le statut de valeur refuge du dollar américain et des bons du Trésor américain.

Figure 3 Liberation Day tariff announcement and flight to safety



La figure 3 montre les impacts à haute fréquence de l'annonce des tarifs du Jour de la Libération sur les prix du pétrole WTI et de l'or, l'indice VIX et le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans. L'indice VIX a augmenté à l'annonce, le pétrole WTI a chuté en raison des inquiétudes concernant la demande mondiale, l'or a progressé et les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont chuté (bien que les rendements des bons du Trésor américain aient considérablement augmenté la semaine suivante). Ces réactions suggèrent que l'incertitude mondiale a atteint un pic, déclenchant un épisode de risque et déclenchant une vague de hausse des prix. Le contexte d'une réaction typique de “droit à la sécurité“ des actifs de réserve. Ainsi, ces premières preuves ne sont pas cohérentes avec l'hypothèse selon laquelle la dépréciation du dollar le Liberation Day était due à une rupture de corrélation entre le risque mondial et les rendements des actifs sûrs américains. Les auteurs estiment en conclusion que « la réaction du dollar américain à l'annonce des droits de douane le Liberation Day a été surprenante, compte tenu de la théorie standard et des données antérieures. Elle semble avoir été motivée par une réallocation des portefeuilles des marchés actions américains vers d'autres économies avancées. La baisse et la volatilité accrue des bénéfices attendus, dues aux implications des droits de douane généralisés annoncés sur la chaîne d'approvisionnement et à l'incertitude qui en a résulté, pourraient avoir réduit l'attrait des actions américaines pour les investisseurs nationaux, et surtout étrangers. Cela prouve que les plans de négociation des droits de douane devront prendre en compte non seulement les impacts potentiels sur les actifs sûrs américains, mais aussi sur les actifs risqués ».

• Sur X, le 23 mai, Barchart rapporte que « une baisse de 40 % du dollar américain effacerait le déficit commercial américain, selon la Deutsche Bank » :



With the Trump administration increasingly focused on striking deals to help weaken the dollar, a team of analysts at Deutsche Bank crunched the numbers and determined just how much the greenback would need to weaken to eliminate the U.S. trade deficit.

The answer? About 40%.

Le pari de Stephen Miran est particulièrement compliqué. D'abord, parce que le nombre de participants serait beaucoup plus important, qu'il faudrait que tous acceptent d'intervenir de manière coordonnée sur le marché de changes. Ensuite, il faut faire en sorte que tout à la fois le dollar baisse pour ne plus être surévalué et donc contraire aux intérêts industriels américains et que cela ne nuise pas pour autant à son statut de monnaie de réserve internationale ; surtout que la baisse du dollar ne peut que faire du tort aux créanciers des États-Unis, qui pourraient exiger une prime de risque, donc une élévation des taux d'intérêt qui n'est pas du tout souhaitable puisque cela irait contre la réduction du déficit budgétaire. Zoltan Pozsar, du Crédit suisse a proposé en 2024 une solution pour faciliter la résolution de cette contradiction : une fois réalisé l'objectif de baisse du dollar pour qu'il ne soit plus surévalué, proposer aux créanciers des États-Unis d'échanger les obligations américaines que leurs banques centrales détiendront encore contre des obligations non négociables à 100 ans avec coupon zéro perpétuel, mais remboursées avec une légère prime à leur échéance. La forte appréciation des devises du G10 implique que les économies avancées étrangères ont réduit leur exposition aux actifs libellés en dollars américains, vendant des dollars au profit d'autres devises majeures pour rééquilibrer leurs portefeuilles, car les flux commerciaux ne peuvent pas s'ajuster instantanément. La réaction des devises du G10 aux tarifs douaniers du Jour de la Libération suggère que d'autres canaux de transmission, jusqu'alors ignorés, par lesquels les tarifs influencent les taux de change sont désormais à l'œuvre, du moins dans ce cas. Une possibilité évidente et très débattue est que les politiques et plans plus larges de la seconde administration Trump, y compris la politique commerciale, sapent le statut de valeur refuge du dollar américain et des bons du Trésor américain.

Henri Lepage poursuit ainsi l'analyse de la stratégie de Miran : « Si certains pays créanciers se retrouvent à un moment ou à un autre dans l' incapacité de faire face à leurs échéances du fait de l'impossibilité de revendre sur le marché leurs titres de la dette publique américaine déposés à la Fed, celle-ci pourrait compenser cet inconvénient en leur offrant des facilités de prêts temporaires : s'ils ont un besoin pressant de liquidités, par exemple un milliard de dollars, il leur suffira de céder à la Banque centrale US un milliard au pair de ces nouvelles obligations, et la Fed leur fera un prêt repo d'un milliard de dollars. Ce genre de swap sera disponible à tout moment, et ne comportera aucune perte. Qui dit mieux !

S'il voit le jour, le gel des réserves internationales déposées aux États-Unis devrait ainsi dissuader les banques centrales des pays en excédent commercial de continuer à y accumuler des créances dollars de

facto utilisées comme monnaie de base (et facteur de levier bancaire) par une activité financière internationale générant sur les marchés une demande induite et cumulative de dollars en perpétuelle expansion (tout particulièrement en période de grande incertitude conjoncturelle). La principale source de sur-évaluation du dollar, telle que décrite par les économistes conseillant Donald Trump, serait ainsi maitrisée.
Quelles chances un tel dispositif a-t-il de séduire ceux auxquels il s'adresse ? Comment garantir qu'un nombre suffisant de pays créanciers accepteront d'emblée d'entrer dans cet arrangement ? La réponse que propose le projet Mar-a-Lago n'est pas difficile à imaginer. Elle est politique. S'il y en a qui hésitent, qui tardent à se décider, le gouvernement américain leur tordra le bras pour les convaincre.
Par quels moyens ? En leur imposant des droits de douane prohibitifs, ou en menaçant de leur retirer du jour au lendemain toute assurance de protection politique ou de bouclier militaire. En ce sens, les mesures tarifaires qui figurent au programme de l'administration Trump ne prennent leur véritable signification que par rapport au rôle qui leur est assigné par ce que j'appellerai le stade II de la stratégie dessinée par le rapport Miran : il s'agit de mettre en place le cadre coercitif nécessaire pour obtenir la collaboration de tous les pays créanciers et partenaires commerciaux des États-Unis. (…) ».

Pour David Cayla, quand on lit la note de Miran on comprend la rationalité de la politique américaine et qu'elle ne relève pas forcément d'une stratégie insensée. Il n'empêche que la perspective de la politique de D. Trump est bien celle d'un empire cherchant à prélever le tribut le plus élevé possible de ses vassaux. Cela n'a donc rien de spécialement réjouissant.
De plus, la stratégie de Miran n'est pas exempte de contradictions internes qui la rendent très difficile à mettre en œuvre et à produire les effets espérés. Tout d'abord, l'usage brutal des droits de douane comme outil de pression diplomatique rend la politique commerciale américaine imprévisible et erratique. Ainsi, on a vu Donald Trump imposer à l'acier et l'aluminium canadien une taxe de 50% le 11 mars au matin, puis abroger cette taxe quelques heures plus tard après avoir obtenu des concessions. Mais toute cette agitation tarifaire crée de grandes incertitudes pour les entreprises américaines dont les cours de bourse décrochent. L'autre problème des droits de douane est qu'il s'agit d'une arme qui n'est pas toujours très efficace pour soutenir l'industrie américaine. Par exemple, augmenter les taxes sur l'acier importé, ce que Trump a finalement décidé, peut certes aider les sidérurgistes américains à mieux vendre leur production, mais cela risque surtout d'engendrer une hausse des coûts de fabrication. En effet, rien ne dit que les sidérurgistes américains pourront répondre à l'ensemble de la demande nationale. Ils risquent donc d'aligner leur prix sur celui de l'acier importé. En bout de chaine, le consommateur américain sera pénalisé et la production nationale, plus coûteuse, aura du mal à s'exporter.
C'est une stratégie dangereuse car cela nuirait à la crédibilité de la monnaie américaine. Si le dollar est dévalué, cela se traduira par des pertes pour les créanciers étrangers. Dès lors, c'est le dollar en tant que monnaie de réserve qui pourrait être menacé. Or, si les créanciers étrangers deviennent réticents à acheter des actifs libellés en dollar, cela aura pour conséquence d'augmenter les taux d'intérêt pour les emprunteurs américains. L'effet sur la balance des revenus pourrait être très négatif, comme la hausse des taux l'a déjà montré. En fin de compte, ce que les États-Unis gagneraient sur le plan commercial, ils risquent de le perdre sur le plan financier.
Le problème est que l'économie américaine emprunte environ 1000 milliards de dollars par an, soit 2,7 milliards par jour. Elle ne peut emprunter cette somme que parce que les acheteurs internationaux sont confiants dans la valeur du dollar et n'exigent pas une prime de risque comme cela se passerait pour toute économie connaissant de tels niveaux de déficit. Dès lors, la stratégie de Miran apparait insoluble. Pour résoudre le problème commercial, il doit dévaluer le dollar... mais toute dévaluation risque d'accroitre le problème financier de l'économie américaine.
On a d'ailleurs eu un aperçu des limites de la stratégie trumpienne. En menaçant ses partenaires européens de ne pas les défendre militairement, ces derniers ont été poussés à engager une stratégie inédite de relance de leurs dépenses militaires. Résultat, avec la hausse des dépenses d'investissement, notamment de l'Allemagne, les capacités de financement des Européens pourraient se réduire, diminuant d'autant la manne dans laquelle puise l'économie américaine pour se financer.
Miran a conscience des limites de son plan. Dévaluer le dollar n'est possible que si les besoins de financement de l'économie américaine se réduisent. Cela passe par une baisse drastique des dépenses

publiques à laquelle s'attèle justement le ministère de l'efficacité de l'État dirigé par Elon Musk. Les coupes brutales au sein de l'Agence des États-Unis pour le développement international (USAID) et du ministère de l'éducation ne sont pas que les conséquences d'une guerre idéologique ; c'est aussi une condition pour faire fonctionner le plan de Miran.
Une autre solution envisagée par Miran est la création de bons du Trésor à cent ans de maturité. Ces titres auraient l'avantage de ne pas devoir être remboursés avant très longtemps, ce qui limiterait les besoins de refinancement. Miran envisage une conversion des obligations déjà émises par le Trésor en titres à cent ans pouvant être achetés par les banques centrales étrangères en guise de réserve. Avec des titres d'une telle durée, le risque de change lié à une dévaluation du dollar serait entièrement porté par les créanciers qui perdraient toute possibilité d'exiger une hausse des taux avant l'échéance de cent ans. Autant dire une éternité.
Enfin, si cela ne suffit pas, et si les créanciers des Américains se montrent récalcitrants, Miran envisage de les faire contribuer financièrement en réactivant une loi de 1977 votée sous l'administration Carter, l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA). Cette loi "confère au président des pouvoirs étendus sur les transactions internationales en réponse aux menaces d'origine étrangère 'à la sécurité nationale, à la politique étrangère ou à l'économie des États-Unis' " écrit Miran. Ces pouvoirs incluent la capacité de limiter ou d'interdire les transferts de crédit, de paiements ou de titres à l'échelle internationale. Par exemple, si les taux d'intérêt augmentent trop fortement, il serait possible pour le Président, en vertu de cette loi, de taxer les détenteurs étrangers d'obligations publiques américaines en retenant une partie des intérêts devant leur être versé.
Évidemment, tout le problème serait de maintenir la confiance des créanciers étrangers. Qui voudrait acheter les bons du Trésor d'un gouvernement qui se met à taxer ses propres créanciers ? L'objectif de Miran est de préserver le dollar comme monnaie de réserve internationale. Il faut donc trouver un moyen de contraindre les investisseurs à continuer d'acheter du dollar et à financer l'économie étatsunienne. La solution pourrait être d'utiliser l'attrait de certains cryptoactifs que Trump et son gouvernement n'ont cessé de promouvoir.
Dans un article publié dans Le Grand Continent, Hubert de Vauplane (Avocat associé et enseignant en droit dans le domaine des marchés financiers et de la banque) estime que Washington pourrait être tenté de favoriser des cryptoactifs particuliers, les stablecoins. Contrairement au bitcoin et à la plupart des actifs du monde des cryptos, les stablecoins ne sont pas des actifs spéculatifs car leur émission est conditionnée à l'acquisition de titres libellés en dollars et qui servent de dépôt de garantie. Cela rend leur valeur sécurisée et stable (d'où leur nom), mais cela implique que pour les émettre il faut préalablement acheter des titres américains. Le développement des stablecoins pourraient donc s'avérer un moyen intéressant d'accroitre la demande en bons du Trésor américains. Comme le souligne Hubert de Vauplane, "pour les États-Unis d'Amérique, le développement et la croissance de l'utilisation de stablecoins libellés en dollars permet de conforter, de consolider voire de renforcer le recours au dollar comme monnaie mondiale du commerce international ou domestique et monnaie de réserve, et ainsi d'asseoir davantage la suprématie monétaire américaine."
Egalement dans Le Grand Continent, mais plus tard, le 16 mai, Éric Monnet reprend le raisonnement d'Hubert de Vauplane dans un article qu'il intitule « Cryptomercantilisme : la doctrine économique de Donald Trump » : https://legrandcontinent.eu/fr/2025/03/18/cryptomercantilisme-la-doctrine-economique-de-donald-trump/.^
Il y a peu de doute sur le fait que la présidence Trump constitue un champ d'expérimentations extraordinaires sur le plan économique. On peut à présent avoir un aperçu des objectifs vers lesquels tendent ces expériences. Le but de la nouvelle administration est de tout changer pour que rien ne change : conforter la place des États-Unis au sein de l'économie mondiale, faire du dollar une arme au service du capitalisme américain, et surtout sauver l'industrie et les emplois dans une économie passablement désindustrialisée par la mondialisation.

Complément : entretien donné par David Cayla à Quentin Rousseau le 8 avril :
« *Comment qualifiez-vous la politique commerciale et tarifaire lancée par Donald Trump ? Que cherche-t-il à accomplir en imposant des tarifs douaniers au reste du monde ?*

David Cayla : C'est clairement une politique commerciale protectionniste qui renoue avec la tradition commerciale américaine de la deuxième moitié du 19ème siècle. En 1861, sous la pression du député du Vermont Justin Morrill, le Président démocrate James Buchanan fut contraint de signer une loi imposant des droits de douane d'environ 45% sur la grande majorité des importations américaines. Cette hausse tarifaire fut l'une des causes de la guerre de Sécession car les États esclavagistes qui exportaient leur coton en Europe étaient de farouches partisans du libre-échange.

Après 1910, les Américains deviennent la première économie mondiale. Les droits de douanes baissent quelques années, avant de repartir à la hausse à partir de 1920. Dans les années 1930 les droits de douanes retrouvent leurs niveaux de la fin du XIXe siècle, même si moins de produits sont concernés. Enfin, de 1947 (signature du GATT, l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce) au premier mandat de Trump, les droits de douane baissent jusqu'à un niveau moyen de 2 à 5%.

Que cherche Trump avec ces droits de douane ? La même chose qu'au 19ème siècle. Il s'agit simplement de protéger l'industrie manufacturière américaine et les emplois. Il est à noter que toutes les importations ne sont pas concernées par les hausses tarifaires. Les matières premières, les services, l'énergie, les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques sont exemptés, ce qui dénote bien que le souci principal de cette politique est de protéger l'industrie manufacturière.

Les critiques contre la nouvelle politique américaine fusent, y compris dans son camp. Sont-elles justifiées selon vous ?

Il y a deux sortes de critiques.

Les critiques idéologiques proviennent de ceux qui font du développement du commerce international l'alpha et l'omega de la politique économique. Ces partisans de la mondialisation néolibérale sont effarés qu'on puisse remettre en cause cet édifice construit patiemment durant des décennies. Ils croient au libre-échange sans recul ni questions et ne comprennent tout simplement pas qu'on puisse le contester. Ces critiques, même si elles se déploient très largement dans les médias, n'ont aucune justification et aucun intérêt. La politique commerciale mérite mieux que ces hauts cris effarouchés.

D'autres critiques plus pragmatiques sont néanmoins justifiées. Disons-le clairement, le pari de Donald Trump est risqué et a toutes les chances d'échouer. Une hausse des droits de douane à elle seule ne peut suffire à réindustrialiser l'économie américaine pour au moins trois raisons.

Premièrement, le système productif américain est très dépendant des importations. La hausse des droits de douanes sur les composants importés va renchérir le coût de fabrication de l'industrie manufacturière, même si les matières premières et l'énergie sont exemptés.

Deuxièmement, ces droits de douanes sont inflationnistes. En effet, tous les produits importés ne pourront être remplacés par une production locale. Or, si les prix augmentent, les consommateurs américains vont reporter leurs achats de biens manufacturés, notamment d'automobiles... ce qui en fin de compte risque d'affaiblir les carnets de commande et les secteurs mêmes que les droits de douane sont censés aider. Enfin, il n'est pas sûr que les Américains parviennent à compenser les importations par une production nationale. Pour cela, il faudrait une réserve de main-d'œuvre employable. Or, le taux de chômage américain est faible et la politique d'expulsion des migrants prive les États-Unis d'une partie importante de leur main-d'œuvre.

Il existe donc de nombreux freins à la reprise du secteur manufacturier américain et il n'est pas dit qu'une politique commerciale protectionniste suffise à relancer ce secteur. Dans ce cas, tout ce que produira cette politique sera une hausse des prix et un appauvrissement des ménages américains.

Comment faut-il interpréter les chutes boursières qui ont suivi, notamment en Asie et en Europe ?

DC : La crise boursière ne peut être une surprise. Toutes les grandes entreprises cotées évoluent dans une économie mondiale qui leur permet de jouer des différences de législation et de règlementation pour produire au moindre coût. Rétablir des barrières douanières, c'est attaquer frontalement ce modèle économique.

De plus, les États-Unis sont, de loin, le premier marché mondial en termes de biens de consommation. L'un dans l'autre, les entreprises cotées du monde entier doivent s'attendre à une forte baisse de leurs profits. Il est donc logique que leur cours boursier s'effondre. De plus, Trump ouvre une guerre commerciale mondiale dont il est difficile de prévoir les conséquences. Cette incertitude participe à créer de la volatilité boursière et explique aussi l'effondrement des bourses mondiales qui deviennent sensibles aux rumeurs et aux spéculateurs.

L'Union européenne s'est fondée sur l'idée que le politique était inféodé à l'économie – et au libre-échange. Que pensez-vous de sa réponse aux nouveaux tarifs américains ?
DC : Je suis loin d'être convaincu par les réponses européennes. L'Union européenne se retrouve confronté à un choix impossible. Soit accepter les droits de douane américains sans chercher à défendre ses intérêts, soit répliquer au risque de voir la politique commerciale américaine se durcir. Or, l'Union européenne, et singulièrement l'Allemagne, ont besoin d'exporter aux États-Unis. L'Allemagne vient de subir deux années consécutives de récession tandis que son industrie a été lourdement affectée par la crise du gaz.
Dans ce contexte, la seule stratégie européenne susceptible de rallier l'ensemble de ses membres serait le retour au libre-échange. C'est la raison pour laquelle Ursula von der Leyen a proposé aux États-Unis... un accord de libre-échange. Cet accord n'avait évidemment aucune chance d'être accepté, d'autant que l'administration Trump considère la TVA comme un droit de douane déguisé, puisqu'il taxe les importations européennes mais pas leurs exportations, permettant ainsi aux produits européens d'être vendus moins cher aux États-Unis qu'ils ne le sont en Europe. Rappelons qu'aux États-Unis seule une "sale tax" existe, mais son niveau (5-10%) est bien inférieur à celui de la TVA européenne.
À présent que la proposition européenne a été rejetée par la partie américaine, que va faire la Commission ? C'est à elle qu'incombe la responsabilité de négocier les traités commerciaux. Le problème est qu'en dehors du libre-échange dogmatique qui l'anime, il n'y a pas grand-chose. D'autant que, s'il est possible de trouver un accord unanime des Européens pour proposer du libre-échange, il n'y aura pas d'unanimité en matière de mesures de rétorsion. Beaucoup de pays ont trop à perdre. Les exportateurs que sont l'Allemagne et l'Italie vont craindre une nouvelle hausse des droits de douane. L'Irlande, la base arrière des géants du numérique américains, ne voudra certainement pas qu'on impose des mesures de rétorsion aux grandes plateformes numériques.
Plus fondamentalement, l'UE est empêtrée dans des traités qui ont été entièrement réécrits dans les années 1980 et 1990, et sont donc très influencés par l'idéologie néolibérale. Cette inertie du droit européen est aujourd'hui un handicap car le monde bascule.
La doctrine néolibérale et la mondialisation vont généralement main dans la main. Trump est-il en train de tourner la page du néolibéralisme ?
DC : C'est la thèse que je défends depuis plusieurs années. Le populisme trumpien est à la fois la conséquence de la mondialisation néolibérale et son antidote.
Néanmoins, cela ne signifie pas que ce qui est en train d'advenir est souhaitable. Le trumpisme est très loin d'être un humanisme. De fait, sortir du néolibéralisme ne conduira pas nécessairement à un meilleur monde. Il annonce au contraire le retour d'une logique impériale et l'affaiblissement d'un ordre mondial qui a longtemps cherché à s'organiser autour du multilatéralisme.
Dans ce contexte de guerre économique livrée par les États-Unis au reste du monde, quelle pourrait être une réaction intelligente de la France ?
DC : La France devrait militer pour des politiques de relance en Europe. Quel est le problème des entreprises européennes ? La faiblesse de leurs débouchés. Ainsi, au lieu de chercher à vendre notre surplus productif de l'autre côté de l'Atlantique, on ferait mieux de faire en sorte qu'il profite aux ménages européens. Au lieu de comprimer les salaires et les dépenses publiques partout en Europe, on ferait mieux de mobiliser notre épargne pour investir sur le sol européen.
Si nous sommes dans cette situation, c'est parce qu'en faisant des politiques mercantilistes allemandes le modèle à suivre pour tous les pays européens, nous sommes devenus dépendants de nos exportations. Il est plus que temps de rompre avec cette dépendance et d'accepter le fait que nous entrons dans un monde protectionniste où la demande intérieure devient à nouveau préférable aux tentations de la compétitivité extérieure ».

Dans un article publié le 27 février 2025 sur « Invezz », **Dionysis Partsinevelos** écrit :
« L'une des idées les plus radicales qui circulent dans le cercle économique de Trump est la création d'un fonds souverain américain.

Ces fonds sont généralement associés à des pays riches en pétrole comme la Norvège, l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis, qui investissent leurs excédents de revenus dans des actifs mondiaux.

Les États-Unis, cependant, accusent un déficit budgétaire persistant.
Alors, d'où viendrait l'argent ? Le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, a laissé entrevoir une réponse.
En février, il a déclaré que le gouvernement pourrait "monétiser le bilan américain pour le peuple américain". Une façon d'y parvenir serait de réévaluer les réserves d'or américaines. Les États-Unis continuent de valoriser leurs réserves d'or à 42,22 dollars l'once. Si elle était réévaluée au prix du marché d'environ 2 900 $, cela pourrait créer près de 900 milliards de dollars de nouveaux capitaux propres du jour au lendemain. Cela donnerait au gouvernement une nouvelle source de capitaux sans avoir à emprunter davantage d'argent ni à imprimer des dollars.
D'autres actifs, notamment les terres fédérales, les biens immobiliers, les infrastructures et même les cryptomonnaies confisquées, pourraient également être utilisés.
La logique est claire : les États-Unis possèdent des milliers de milliards d'actifs inexploités, mais affichent toujours des déficits massifs.
En mettant ces actifs à contribution, Washington pourrait créer de nouvelles sources de financement sans alimenter l'inflation ni augmenter les impôts.
Mais cette stratégie comporte des risques.
L'ingénierie financière n'efface pas la dette réelle, et les investisseurs peuvent considérer ces manœuvres comme un signe de désespoir plutôt que de force.
Si les investisseurs étrangers perdent confiance en la stabilité financière des États-Unis, les rendements des bons du Trésor pourraient augmenter au lieu de diminuer, compliquant ainsi les objectifs de l'administration. (…) »
On aurait tort de penser que ce type de politique est entièrement nouveau. Après tout, lorsque Nixon a décidé unilatéralement de suspendre la convertibilité du dollar en or en 1971, c'était aussi une manière de faire payer les créanciers des États-Unis et de réorganiser l'ordre économique mondial dans le but de maintenir leur suprématie. À l'époque, le ministre des finances de Nixon, John Connally, avait dit à ses homologues européens qui, inquiets, s'étaient rendus à Washington : "le dollar, c'est notre monnaie mais votre problème". Ironiquement, on pourrait faire dire à Miran une formule à peu près similaire : "le dollar, c'est votre devise et notre problème" ».
De son côté, **Henri Lepage** donne à son propos une conclusion encore plus large, qui est même une réflexion de philosophie politique : « Avant même que le Président Trump ne décide de convoquer la future conférence de Mar-a-Lago, chacun doit savoir ce qui l'attend s'il traîne les pieds. Il s'agit d'un outil de contrainte, d'un instrument de coercition au service d'un plan américain global de réorganisation hiérarchique de l'ordre économique et financier propre aux nations appartenant, en premier lieu, au camp de ce que l'on désignait jusqu'à présent comme le Monde Libre.
Leur adhésion aux mécanismes de Mar-a-Lago représenterait une sorte de reconnaissance officielle de leur "satellisation" par l'Amérique (au sens fort du terme). Une situation où il en serait fini du respect des formes du droit propre à l'ancien monde atlantique du 20ème siècle, au profit d'un système brutal de sujétion de nature impériale et mercantiliste tournant le dos aux valeurs libérales d'une société ouverte et de libre-échange.
Il est de bon ton chez les partisans de Donald Trump d'expliquer que passer à un système de gouvernance économique internationale basé sur une gestion réciproque et discriminatoire des droits de douane, complété par une fiscalité principalement fondée sur les recettes que ceux-ci génèrent, serait globalement plus équitable et plus efficace que l'hypocrisie (selon eux) du système géré selon les principes de droit de l'Organisation Mondiale du Commerce. Mais il n'est pas difficile d'imaginer ce que cela pourrait donner dans le contexte d'un gouvernement américain retrouvant la pleine maîtrise de son taux de change dans les conditions décrites par le Rapport Miran. Un gouvernement qui, de plus, tirerait prétexte de l'empreinte internationale dominante de ses grandes entreprises pour imposer à ses partenaires de reconnaître le caractère extraterritorial de son droit des affaires (cf la récente lettre de l'ambassade américaine aux entreprises française installées outre-Atlantique [pour qu'elles renoncent à tout excès

wokiste et inclusif]). Un tel gouvernement ne sera pas seulement un leader, mais un véritable suzerain en position d'imposer à l'ensemble de ses vassaux des impératifs de politique industrielle déterminés par ce qu'il juge souverainement être l'intérêt du bloc commercial sur lequel il règne. (…) ».

Le 19 avril, **Patrick Edery** fait le tweet suivant sur le thème : « Chaos stratégique ou stratégie du chaos ? »



Patrick Edery
@patrick_edery

#Trump, **chaos stratégique ou stratégie du chaos ?**
Beaucoup jugent Donald Trump erratique, irrationnel ou incohérent. Ce n'est pas le cas. Ce qui déroute, c'est son discours, pas sa méthode. Cette dernière est limpide: demander toujours plus que ce qu'il est réellement possible d'obtenir, pour finir par obtenir bien plus que ce qu'on aurait pu espérer par une négociation classique. Ses adversaires dénoncent ses exagérations, soulignant qu'il n'a pas obtenu ce qu'il promettait. C'est vrai. Mais ils oublient l'essentiel : il obtient systématiquement plus que ce qu'ils auraient eux-mêmes pu obtenir "normalement". Il parle fort, frappe fort, tout en maintenant ses interlocuteurs dans une incertitude permanente.

Dès son retour au pouvoir, Trump a mis la pression sur les Européens. Attaques verbales, menaces économiques, critiques frontales sur l'OTAN : la panique s'est installée. Les résultats sont là. Concrètement les États européens après une série de coups de semonce, ont fini par suivre ses injonctions: hausse des budgets de défense, appui diplomatique discret et militaire à ses plans de paix, et silence gêné face à la guerre commerciale qu'il impose. Ils s'insurgent en façade, mais se rangent dans les faits.

Il a réussi a diviser La Russie. Le clan des "mafieux historiques" du Kremlin, maître des grandes entreprises et des finances, se méfie profondément. Ils soupçonnent Trump de les flatter pour mieux les neutraliser, notamment sur le dossier chinois. Pour eux, ses promesses sont un piège diplomatique. Alors pour que celui des "patriotes technos", qui ont repris les commandes pour moderniser l'industrie et l'armée après le fiasco Prigojine, y voient une opportunité. Pour eux, l'armée russe et le tissu industriel ont urgemment besoin d'une pause pour se reconstituer. Trump leur offre ce répit apparent.
Dans le même temps, il promet la lune aux Russes, et, concrètement, le président américain, comme il avait prévenu lors de sa campagne, fait chuter les cours du pétrole à des niveaux intenables sur le moyen terme pour les finances russes. Sur le terrain les troupes russes n'avancent plus en Ukraine, malgré des offensives russes massives depuis l'élection de Trump. Tout cela renforce encore plus la confusion au sein du pouvoir russe.

Dans les faits en 4 mois, Trump a:
1. Rallié les Européens à ses objectifs, malgré les tensions,
2. Divisé les élites russes entre méfiance et tentation,
3. Neutralisé, sans conflit direct, toute ingérence russe sur les dossiers syrien, iranien et chinois.

Il pose ainsi ses pions pour ce qui s'annonce comme le cœur de son mandat : l'affrontement avec la Chine. Et si sa méthode semble brouillonne, elle suit une trajectoire claire. Trump met en œuvre une politique mûrement réfléchie et impose son agenda. Avec le temps, on se rend compte que ce dernier est millimétré et pensé depuis longtemps dans le moindre détail.

Autre référence pour comprendre : le dossier très complet d'Élucid, à voir à l'adresse https://elucid.media/analyse-graphique/trump-mene-la-guerre-commerciale-pour-sauver-les-etats-unis#SP2.

B) La deuxième explication : le « rêve américain » est devenu un cauchemar

1- « Le rêve américain en danger » : de la géopolitique à la géoéconomie

Edward Luttwak, auteur en 1993 du livre « le rêve américain en danger », est aussi à l'origine du mot « géoéconomie ».
Ce passage de la géopolitique à la géoéconomie correspond à l'infiltration de la logique de la guerre dans celle des échanges : les États se battent de plus en plus aujourd'hui avec leur monnaie, leur droit, leur industrie, leur technologie et leurs systèmes commerciaux ; avec leurs tarifs douaniers, leurs sanctions financières, leurs interdictions d'exporter des technologies sensibles et avec le contrôle des chaines de

valeur et de production. La géoéconomie est devenue une nécessité stratégique : les flux de biens et services, de capitaux et de data ne sont pas neutres, puisqu'ils commandent les dépendances et structurent les rapports de forces ; comme le dit Albert Hirschman, « la dépendance économique est une arme d'influence politique ».
Comme l'écrit Elie Cohen dans sa note de lecture (Politique étrangère 59-3), l'auteur « hésite en fait entre deux définitions de la géoéconomie, entre deux principes explicatifs du déclin américain. Dans la première acception du concept de géoéconomie, l'économique remplace le politique aux postes de commande, les arsenaux militaires sont frappés d'inutilité et leurs servants diplomates et soldats quittent la scène au profit des industriels et des bureaucrates commerciaux : à l'équilibre de la terreur il faut substituer le bras de fer commercial et technologique. (…) Dans la deuxième acception, la géopolitique traditionnelle se voit sommée d'intégrer la dimension économique des rapports entre les nations, voire de faire du commerce extérieur une base décisive de la prospérité : c'est ce que nous appelons en France le mercantilisme ».
À titre d'illustration de ce qu'est la géoéconomie dans la situation actuelle, nous proposons de regarder la visio d'une conférence de Matteo Maggiori (Professeur titulaire d'économie financière à la Stanford Graduate School of Business, et aussi cofondateur et directeur du Global Capital Allocation Project), sur « Geoeconomics and the US-China Great Power Competition » à : https://www.youtube.com/watch?app=desktop&v=4VY7cCHiCIM&embeds_referring_euri=https%3A%2F%2Fsccei.fsi.stanford.edu%2F
Notons que Matteo Maggiori a écrit en ce mois d'avril 2025 (version initiale en février), avec Christopher Clayton, Antonio Coppola et Jesse Schreger, un article intitulé « *Geoeconomic Pressure* » (https://globalcapitalallocation.s3.us-east-2.amazonaws.com/CCMS_AI_Draft.pdf).
Voici quelques lignes de la conclusion : « En utilisant des données textuelles au niveau des entreprises provenant de conférences téléphoniques sur les résultats et de rapports d'analystes, nous constatons que les entreprises ajustent considérablement leurs décisions stratégiques (telles que la tarification, la participation au marché et les structures de la chaîne d'approvisionnement) en réponse aux pressions économiques mises en œuvre. Nos résultats révèlent une hétérogénéité importante entre les secteurs et les pays, les secteurs en amont et les entreprises des pays ciblés étant particulièrement vulnérables ».
En ce même mois d'avril, les mêmes auteurs publient un article sur le même sujet, tout à fait complémentaire et important : « *A Theorie of Economic Coercion and Fragmentation* » (version initiale en mars 2024).
En voici le résumé et la conclusion : « Les puissances hégémoniques, comme les États-Unis et la Chine, exercent une influence sur d'autres pays en menaçant de suspendre ou de modifier leurs relations financières et commerciales. Les mécanismes qui génèrent des gains d'intégration, tels que les économies d'échelle externes et la spécialisation, augmentent également le pouvoir de l'hégémon car, à l'équilibre, ils font des autres relations de mauvais substituts à celles d'une hégémonie mondiale. D'autres pays peuvent mettre en œuvre des politiques de sécurité économique pour structurer leurs économies afin de se protéger des pressions étrangères indues. Les pays qui envisagent ces politiques sont confrontés à un compromis entre les gains commerciaux et la sécurité économique. Si un pays particulier peut améliorer sa situation, les tentatives non coordonnées de plusieurs pays pour limiter leur dépendance à l'égard de l'hégémon par le biais de politiques de sécurité économique conduisent à une fragmentation inefficace du système financier et commercial mondial. Nous étudions les services financiers comme une application majeure, à la fois comme outils de coercition et comme un secteur doté de fortes complémentarités stratégiques. Nous estimons que la puissance géoéconomique des États-Unis repose sur les services financiers, tandis que la puissance chinoise repose sur l'industrie manufacturière. Étant donné que le pouvoir n'est pas linéaire et augmente de manière disproportionnée à mesure que l'hégémonie s'approche du contrôle de l'ensemble de l'offre d'un intrant sectoriel, nous estimons qu'une grande sécurité économique pourrait être obtenue avec peu de fragmentation globale en diversifiant les sources d'intrants des secteurs clés contrôlés par les hégémonies. (…)
Les tensions géoéconomiques sont susceptibles de fragmenter le système commercial et financier mondial, réduisant à néant les acquis de l'intégration internationale. Partout dans le monde, les gouvernements mettent en place des politiques industrielles, commerciales et financières pour protéger leurs économies des influences étrangères indésirables. Collectivement, ces politiques relèvent de la

politique de sécurité économique. Nous proposons un modèle permettant d'analyser conjointement la coercition économique exercée par une puissance hégémonique et les politiques de sécurité économique du reste du monde. Nous démontrons que ces forces, comme les économies d'échelle, qui sont les justifications classiques de l'intégration et de la spécialisation mondiales, peuvent être utilisées par une puissance hégémonique pour accroître son pouvoir coercitif. Partout dans le monde, les pays réagissent en mettant en œuvre des politiques de sécurité économique qui détournent leurs entreprises nationales des intrants mondiaux de la puissance hégémonique vers une alternative nationale inefficace. Nous démontrons que ces politiques non coordonnées entraînent une fragmentation mondiale inefficace, chaque pays isolant excessivement son économie. Nous nous concentrons sur les services financiers en tant que secteur présentant de fortes complémentarités stratégiques à l'échelle mondiale. Nous dérivons des statistiques simples pour mesurer la puissance géoéconomique et estimons que les États-Unis et leurs alliés tirent une part considérable de leur puissance de leur domination sur la finance mondiale. Nous démontrons que la puissance est non linéaire quant à la part des intrants contrôlés par l'hégémon et démontrons comment de faibles réductions du contrôle américain sur le système financier international s'accompagnent d'une réduction significative de la puissance américaine ».

Encore un autre travail de ces auteurs mérite une attention particulière : l'article a été publié en février de cette année (version initiale en juin 2023) et a pour titre « *A Framework for Geoeconomics* ». En voici le résumé et la conclusion :

« Les gouvernements utilisent la puissance économique de leur pays, issue de leurs relations financières et commerciales, pour atteindre des objectifs géopolitiques et économiques. Nous proposons un modèle des sources du pouvoir géoéconomique et de son exercice. Ce pouvoir trouve son origine dans la capacité d'un pays hégémonique à coordonner les menaces provenant de relations économiques disparates afin de s'imposer aux entités étrangères. L'hégémonie exerce ce pouvoir pour exiger des actions coûteuses des entités ciblées, notamment des majorations de prix, des restrictions à l'importation, des droits de douane et des concessions politiques. L'hégémonie utilise son pouvoir pour modifier les activités des entités ciblées afin de manipuler l'équilibre mondial en sa faveur et d'accroître son pouvoir. Un secteur est stratégique soit en aidant l'hégémonie à formuler des menaces, soit en manipulant l'équilibre mondial par l'amplification des entrées-sorties. L'hégémonie agit comme un exécutant mondial, ajoutant ainsi de la valeur à l'économie mondiale, mais en détruisant de la valeur en faussant l'équilibre en sa faveur. (…)

La géoéconomie est un sujet d'importance pratique, mais pour lequel un traitement formel s'est avéré difficile à atteindre. Cet article fournit un cadre général et formel qui dérive des concepts économiques précis pour analyser ce sujet important. Nous montrons comment des concepts tels que la pression, la coercition économique, le pouvoir, l'interdépendance, les secteurs stratégiques et les sanctions de tiers émergent sur la base de trois ingrédients fondamentaux : une exécutabilité limitée et des sanctions déclenchantes, une amplification des entrées-sorties et des externalités. Le respect volontaire des exigences de l'hégémonie donne lieu à une contrainte de participation qui reflète ses limites de pouvoir. Nous montrons comment ce cadre peut être utilisé pour donner un sens à de nombreuses activités géoéconomiques en pratique, comme les exigences américaines interdisant aux entreprises européennes d'utiliser la technologie de Huawei, ou l'initiative phare chinoise "Belt and Road". Ce cadre est flexible et peut être étendu pour des analyses futures d'un riche ensemble de questions en géoéconomie, ainsi que pour guider les mesures empiriques nécessaires ».

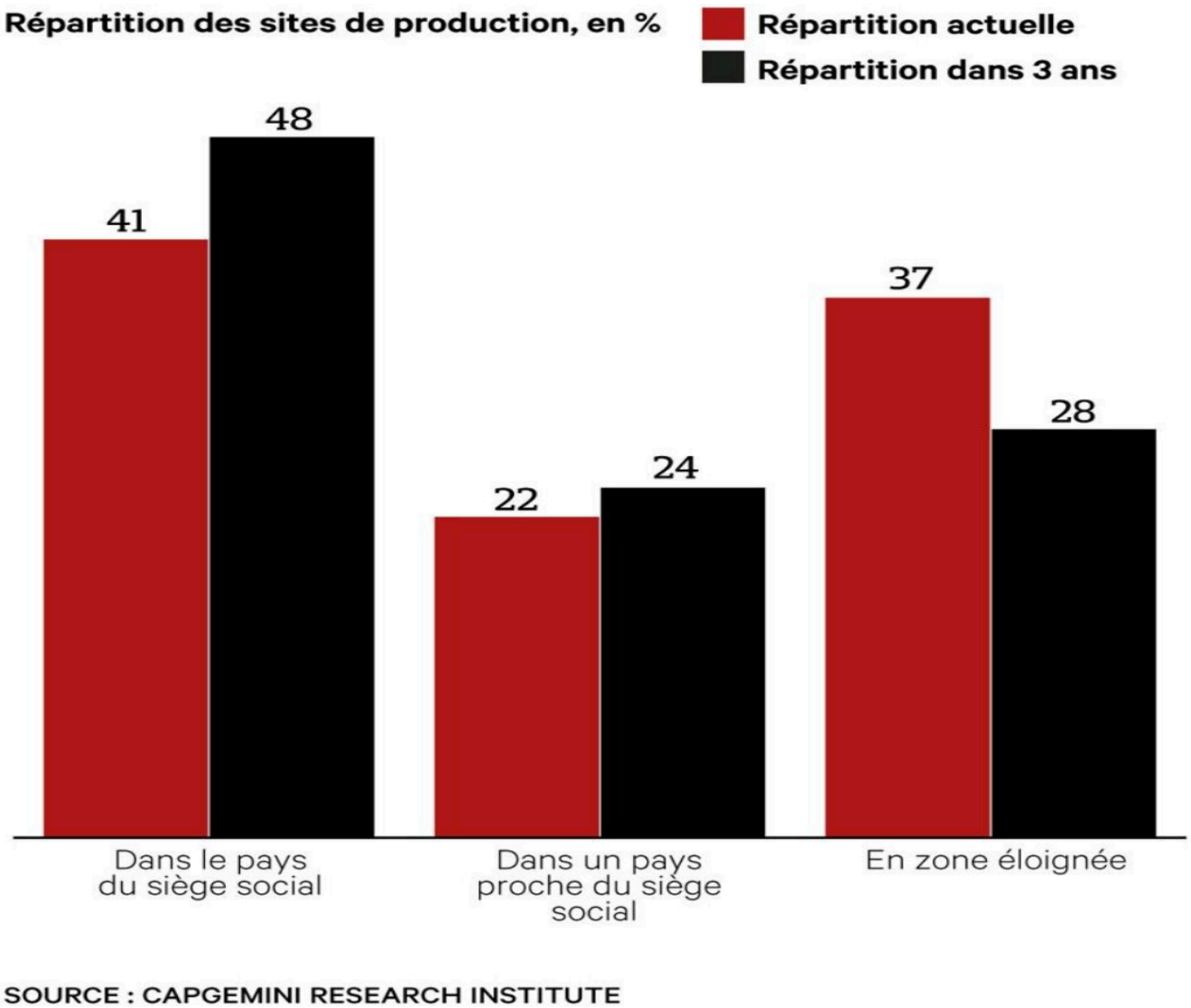
2- « Les tarifs réveilleront le rêve américain »

Edward Luttwak a écrit pour UnHerd le 8 avril 2025 un article - quelque peu polémique - à l'occasion du début de la guerre commerciale lancée par D. Trump et son administration.

Il commence par montrer en quoi la politique de libre-échange menée pendant des décennies par les États-Unis a été à la fois une occasion pour eux plutôt de s'appauvrir et pour les autres plutôt de s'enrichir. En cela, il retrouve la « courbe d'éléphant ». Pour lui, « la mondialisation a rendu les travailleurs industriels américains plus pauvres, détruisant le rêve américain tel qu'il était ». Et pour lui, « le plan tarifaire de Trump est simple : entraver le libre-échange afin que les entreprises industrielles et artisanales survivantes puissent perdurer, tandis que d'autres entreprises, anciennes et nouvelles, sont relancées avec de meilleures technologies, leur permettant de devenir des exportateurs mondiaux tout en continuant à payer de bons salaires. Certes, la richesse mondiale est favorisée par un libre-échange

illimité. Mais, dans le processus, les travailleurs à faible revenu dans les pays développés sont appauvris, même si les personnes à revenu plus élevé partout deviennent plus riches. Alors que Clinton, les Bush et le seigneur de Martha's Vineyard, Obama, soutenaient le libre-échange, tout comme l'élite riche avec laquelle ils traînent, Trump est désireux de récompenser ses partisans à faible revenu. (…) Et puis il y a une autre chose. Il s'avère que sans une industrie de construction navale civile, la marine américaine ne peut produire que des prototypes extrêmement coûteux, pas les 200 navires de guerre dont nous avons besoin. Il en va de même pour d'autres secteurs, y compris l'aviation civile : Boeing a actuellement des années de retard dans la livraison de ravitailleurs aux forces aériennes américaines et alliées (les Israéliens doivent compter sur des avions de ligne convertis vieux de 65 ans), et est également terriblement en retard dans l'exécution des commandes pour les compagnies aériennes commerciales à travers le monde. Pourquoi ? À cause de l'effondrement de ces ateliers de machines, qui formaient des travailleurs qualifiés, et qui garantissaient qu'ils pouvaient entrer dans n'importe quelle usine Boeing en cas de besoin. (…) Tout ce qui précède est plus que suffisant pour justifier le tumulte mondial temporaire d'aujourd'hui, mais il y a une autre considération. À moins que l'économie industrielle américaine ne soit vigoureusement reconstruite, les forces armées américaines devront importer leurs véhicules et leurs armes. D'où ? Probablement de Chine, alors bonne chance avec ça ».

Une illustration de la géoéconomie chère à Luttwak est cet **article paru dans Les Echos du 31 mars 2025**, de Matthieu Quiret, intitulé : « Bouleversements en vue dans la géographie mondiale des usines », et qui reprend les résultats d'une enquête de Capgemini, dans lequel on trouve le schéma suivant, très évocateur sur la géographie des chaînes d'approvisionnement :



SOURCE : CAPGEMINI RESEARCH INSTITUTE

Plus spécialement au cours du mois de mai, on s'aperçoit que la stratégie tarifaire américaine a des résultats : d'abord en termes de négociations « forcées » (un deal commercial est signé le 9 mai entre Washington et Londres, les États-Unis et la Chine suspendent à partir du 14 mai leurs droits de douane punitifs, …), ensuite en termes de relocalisations. Ainsi, dans son article du 9 mai dans Les Echos, Guillaume Guichard note : « La méthode est violente, mais dans une certaine mesure efficace. Les droits de douane de 25 % imposés par le président américain Donald Trump sur les importations de voitures commencent à provoquer l'effet escompté. Les analystes de Deutsche Bank relèvent dans une note que les constructeurs ont multiplié les annonces de relocalisations de production aux États-Unis ».

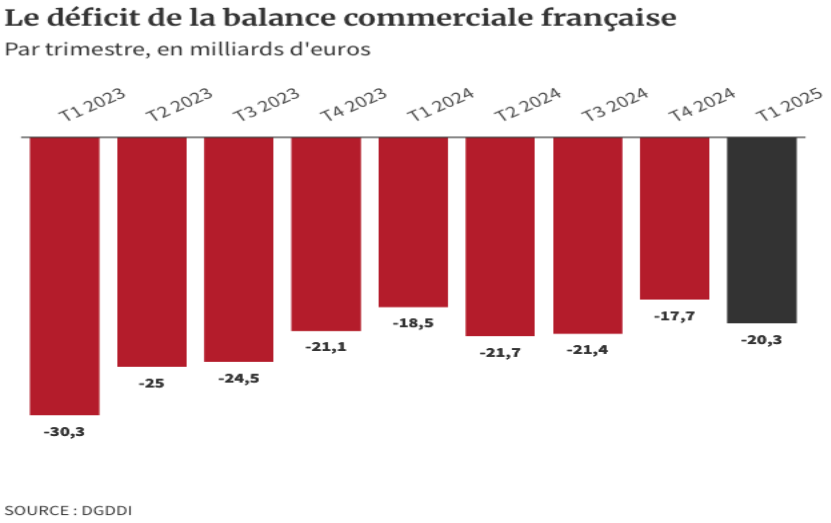
Concernant la France, Les Echos du 7 mai reprennent des informations fournies par Les Douanes françaises : « Mauvais début d'année pour le commerce extérieur français. Au premier trimestre 2025, le déficit de la balance commerciale s'est de nouveau aggravé de 2,6 milliards d'euros, pour s'élever à 20,3 milliards d'euros. (…) L'Hexagone n'est toutefois pas en première ligne face à l'offensive américaine, ses exportations vers l'Oncle Sam ne représentant que 6,2 % de ses ventes à l'étranger. Sur des produits sensibles au prix, l'appréciation de l'euro face au billet vert risque néanmoins d'handicaper les entreprises tricolores qui de facto seront moins compétitives que celles qui vendent en dollar sur les marchés mondiaux.

La Chine, sujet numéro un

"Le sujet numéro un pour la France, c'est la Chine", analyse Anthony Morlet-Lavidalie, économiste chez Rexecode. C'est en effet avec elle que l'Hexagone accuse le déficit le plus important. En trois mois, il a ainsi atteint 11,1 milliards d'euros.

"La dépendance de la France à la Chine s'aggrave, aussi bien sur les intrants de base de l'industrie comme l'acier ou les terres rares que sur des produits plus sophistiqués", dit l'expert. Sans compter la frénésie d'achats des Français sur les plateformes Shein ou Temu, dans le viseur de Bercy. "Entre fin 2019 et le début 2025, le déficit commercial de l'Hexagone avec la Chine est ainsi passé de 35 milliards d'euros environ à 45 milliards", rappelle l'expert. "Face à la réduction de ses débouchés aux États-Unis, la Chine va chercher à exporter de plus en plus en Europe", prévient-il.

En attendant, c'est avec l'Union européenne que le déficit de la France s'est le plus creusé au premier trimestre, atteignant 7,2 milliards en trois mois soit 1,4 milliard de plus qu'au quatrième trimestre 2024. Les exportations vers l'Allemagne ont reculé, les importations venant d'Espagne ont en revanche progressé, tirées par des achats plus importants d'électricité, d'hydrocarbures naturels et de produits agricoles. »



	Données brutes		Données CVS-CJO					
	2023	2024	2024				2025	4 derniers trimestres
			T1	T2	T3	T4	T1	
Solde FAB/FAB	-99,2	-80,0	-18,5	-21,7	-21,4	-17,7	-20,3	-81,2
variation	*62,4*	*19,2*	*1,8*	*-3,3*	*0,3*	*3,7*	*-2,6*	*6,5*
Exportations FAB	608,8	599,1	150,3	151,3	147,4	151,3	152,3	602,3
Taux d'évolution (en %)	*1,5%*	*-1,6%*	*-0,4%*	*0,7%*	*-2,6%*	*2,7%*	*0,6%*	*-1,0%*
Importations CAF	708,0	679,1	168,8	173,1	168,8	169,0	172,6	683,5
Taux d'évolution (en %)	*-7,0%*	*-4,1%*	*-1,4%*	*2,5%*	*-2,5%*	*0,1%*	*2,1%*	*-1,8%*
Solde CAF/FAB	-123,4	-99,6	-23,3	-26,7	-26,3	-22,6	-25,3	-100,9

Source : DGDDI - y compris matériel militaire et y compris sous le seuil

Sur XerfiCanal, le 14 mai, **une vidéo d'Anaïs Voy-Gillis : « Nationalisme technologique sans se refermer »**

« Ces dernières années ont été marquées par la multiplication des annonces des grandes nations pour affirmer leur volonté de relocaliser des usines et en particulier dans des domaines technologiques : semi-conducteurs, batteries pour véhicules électriques ou encore biens industriels liés au développement de l'intelligence artificielle.

Or, ces stratégies marquent également le développement d'un nationalisme technologique ou d'un techno-nationalisme qui se traduit dans les politiques publiques par :

- plus d'interventionnisme et de protectionnisme,
- plus de dirigisme de la part de l'État en concentrant les financements sur des projets jugés clés et qui répondent aux besoins économiques et sécuritaires de l'État.

Bien souvent, cela induit également la mise en place de politiques restrictives comme un contrôle accru des exportations ou la mise en place mesures protectionnistes pour préserver l'industrie.

Si la guerre économique entre la Chine et les États-Unis a débuté avant la pandémie, les vulnérabilités révélées par la pandémie et la guerre en Ukraine ont amplifié les ambitions de réindustrialisation. Par ailleurs, la désindustrialisation des pays occidentaux a contribué à la concentration géographique de certaines productions stratégiques comme les semi-conducteurs dont plus de 60% des capacités mondiales sont à Taïwan, une part qui monte à 90% pour les puces les plus avancées.

Le moindre choc géopolitique ou climatique dans la région de Taïwan a des répercussions sur l'ensemble des chaînes de valeur qui dépendent de ces composants dont sur l'automobile, la défense ou l'énergie. Face à ce constat, les États-Unis et l'Union européenne ont relancé des plans de relocalisation de la production des semi-conducteurs.

Si le fait de protéger les industries stratégiques a du sens, en particulier dans ce contexte géopolitique particulier, cela peut aussi être un frein au développement de l'innovation et de la coopération. Par ailleurs, dans les secteurs où l'Union européenne le coût de rattrapage est important si les politiques de relocalisation ne sont pas accompagnées de politiques de transfert de technologies.

Aujourd'hui, nous rentrons dans une logique d'affrontement entre des blocs avec des divergences aussi économiques que culturelles. Est-ce que cela signifie qu'il faut abandonner toute idée de souveraineté technologique ? Pas forcément. Mais il faut sans doute sortir d'une vision défensive, et construire une approche plus coopérative et stratégique.

Il est à la fois nécessaire :

- de se concentrer sur les secteurs stratégiques pour l'indépendance d'un pays
- d'avoir une stratégie claire en matière de productions locales, accompagnée d'une politique d'aménagement du territoire, de formation et d'innovation
- de développement des coopérations ciblées avec des clauses de localisation de la production ou de transferts de technologie

Il n'existe aucun remède miracle. Toutefois, il est nécessaire d'être clair sur les conditions de souveraineté et de résilience d'un pays.

L'enjeu, aujourd'hui, est donc de bâtir une souveraineté industrielle lucide, partenariale et tournée vers l'avenir ».

III- La stratégie de Trump a des racines historiques

Les États-Unis marient avec D. Trump deux tendances historiques apparemment contradictoires : un *isolationnisme-protectionnisme* qui date du 1er Président, George Washington (fin du 18ème siècle), et un *impérialisme* qui date du 11ème président, James Polk (milieu du 19ème siècle).

Note 1 : On peut ajouter qu'à la fin du 18ème siècle, Alexander Hamilton, qui a été le 1er secrétaire d'État au Trésor américain, est considéré à la fois comme l'un des fondateurs des États-Unis, le défenseur du courant fédéraliste au lendemain de l'indépendance et le champion de l'industrialisation de son pays, et c'est à ce titre qu'il propose avec son « Report on Manufacturers » une protection douanière (il est avec F. List l'un des initiateurs de la théorie du protectionnisme éducateur) ainsi qu'une politique industrielle forte (Notons que Thomas Piketty défend ce type de protectionnisme dans son livre « Une brève histoire de l'égalité » paru en janvier 2023. Voir aussi son article écrit pour Libération le 20 décembre 2011 : http://piketty.pse.ens.fr/fr/articles-de-presse/31-le-protectionnisme-une-arme-utile-faute-de-mieux). De son côté, l'éminent historien économique Paul Bairoch a écrit dans « Economics & World History ; Myths and Paradoxes », (The University of Chicago Press, 1993, page 30) : « les États-Unis, qui loin d'être un pays libéral comme beaucoup le pensent, peuvent être qualifiés de mère-patrie et bastion du protectionnisme moderne ». Cette tradition protectionniste des États-Unis est sans aucun doute la conséquence de leur syndrome isolationniste mais avec toutefois une limite qui explique les parenthèses libre-échangistes : en effet, non seulement les États-Unis produisent ou pourraient produire suffisamment la plupart des biens, mais parfois ils produisent trop par rapport à leurs débouchés internes, si bien que leur isolationnisme est alors modéré par un mercantilisme puisqu'ils doivent se soucier des exportations. Comme la Chine aujourd'hui, à plusieurs moments de leur histoire, les États-Unis ont eu besoin de l'ouverture des marchés extérieurs pour écouler leurs excédents. C'est d'ailleurs cette exigence qui a souvent conduit les États-Unis à tempérer leur isolationnisme par un internationalisme hégémonique ; leur protectionnisme s'allège à condition qu'il y ait réciprocité, en ce sens que leur ouverture aux importations ne devient pour eux acceptable qu'ils peuvent exporter davantage.

Dernière réflexion dans cette note : la succession des phases de protectionnisme et de libéralisme économique, les premières plus nombreuses que les secondes, s'explique aussi par deux clivages historiques : un clivage politique, entre les Républicains qui sont plutôt pour le celui-là et les Démocrates qui sont plutôt pour celui-ci, et un clivage géographique entre le Nord qui est plutôt favorable à celui-là et le Sud plutôt favorable à celui-ci ; la guerre de Sécession tranchera en faveur des Républicains protectionnistes du Nord. Mais à partir des années 1950, ce double clivage va s'émousser, surtout que les bastions démocrates du Sud glissent progressivement du côté des Républicains tandis que c'est l'inverse pour les États du Nord et de l'Ouest ; au point qu'au cours des années 1980 les nombreuses mesures protectionnistes qui les jalonnent vont à contre-courant du néolibéralisme pourtant globalement triomphant. On sait à quel point la fin des années 1980 constitue une étape considérable dans l'histoire en générale et dans l'histoire économique en particulier : comme le note Jean-Marc Siroën, « la chute du mur de Berlin ouvre la perspective d'une "fin de l'histoire" libérale (Francis Fukuyama) et d'une gouvernance mondiale post-hégémonique (Robert Keohane) qui réhabiliterait le "doux commerce" de Montesquieu. Un autre évènement

joue en faveur de l'apaisement : l'effondrement de l'économie japonaise à la suite de la crise financière de 1990. Le pays n'est plus un rival qui inquiète et la Chine ne l'est pas encore ». Mais le retour au multilatéralisme n'est pas total ; d'ailleurs, la création de l'OMC est mal acceptée par les États-Unis et celle de la procédure de règlement des différends encore moins.
Note 2 : Je recommande la lecture de l'article écrit pour « GéopoWeb » en octobre 2024 par Jean-Marc Siroën, Professeur d'économie, spécialisé en économie internationale : « Les États-Unis et le protectionnisme ; une constance et des variantes » (https://geopoweb.fr/?LES-ETATS-UNIS-ET-LE-PROTECTIONNISME-UNE-CONSTANCE-ET-DES-VARIANTES-Jean-Marc).
En voici la conclusion : « La vague protectionniste des États-Unis suit une longue tradition qui alterne vents forts et tempête. Les phases d'ouverture furent rares et moins libérales que mercantilistes. L'ouverture aux échanges ne fut acceptée et, a fortiori, défendue, que pour permettre aux États-Unis d'exporter davantage. Ses tentations isolationnistes et protectionnistes furent une épine dans le pied des États-Unis qui, en minant le multilatéralisme, l'ont aussi empêché d'assumer pleinement la mission d'hégémonie bienveillante qu'ils s'étaient attribuée après la Seconde Guerre mondiale. Le retour à un protectionnisme assumé par les deux partis et par leurs deux candidats est une nouvelle illustration des contradictions qui ont progressivement conduit à la crise du multilatéralisme ».

Le premier mariage (isolationnisme/protectionnisme – impérialisme) a eu lieu par l'évolution expansionniste donnée à la doctrine Monroe à la fin de 19ème siècle.
Le mariage auquel on assiste aujourd'hui est en vérité un bouleversement sur de très nombreux plans. J'en évoquerai un ici, trop peu souvent envisagé, celui des *théories économiques*.
Dans sa fameuse revue, « Annales d'histoire économique et sociale » et en commentaire d'un livre de l'économiste suédois Heckscher, le grand et héroïque historien Marc Bloch a écrit fin mars 1934 : « le libéralisme reposait, essentiellement, sur une conception optimiste de la vie sociale, sur un "tout s'arrange de soi-même", ou, du moins, "tout finit par s'arranger". Rien n'est plus étranger au mercantilisme que cette confiance dans un ordre automatique ». On vit actuellement un bouleversement dans lequel le néolibéralisme laisse la place au mercantilisme. Le mercantilisme date de la période allant du 16ème siècle à la fin du 17ème et fut la première doctrine économique, précédant la physiocratie et le libéralisme. Il était pour François Perroux « cette économie politique au service de la politique », et on peut ajouter au service de la puissance économique du politique. Autre extrait de l'article de Marc Bloch, « Le mercantilisme, un état d'esprit » : « les deux mots d'ordre par où M. Kechscher résume les tendances profondes du mouvement - volonté d'unité, volonté de puissance – sont, à tout prendre, de caractère politique. Ils se résument en une sorte d'exaltation d'État ».
Certes, on parle depuis de nombreuses années du néomercantilisme à propos du fonctionnement contemporain de certaines économies nationales qui, incitées de maintes manières par leurs États, basent leurs performances économiques sur l'excédent commercial puisque celui-ci fait de ces économies des créanciers sur le monde extérieur, d'où un transfert de revenus des pays débiteurs vers les pays créanciers, lesquels accumulent ainsi de la richesse. Cette notion de richesse amassée par le pays et son État est au cœur du mercantilisme. En Europe, l'Allemagne a utilisé depuis l'après seconde guerre mondiale ce type de politique et en a largement bénéficié lorsque les relations commerciales se sont libéralisées avec la mondialisation.
Aujourd'hui, la politique américaine que l'on peut résumer par le slogan MAGA (Make America Great Again), lancé par Reagan, repris par Clinton avant d'être popularisé par Trump est mercantiliste puisque les mesures prises ont toutes pour but de favoriser la richesse nationale.
Dans son tout nouveau livre, paru en janvier et que je recommande chaleureusement, l'économiste et historien **Arnaud Orain** présente dès les premières lignes les trois principales caractéristiques du mercantilisme d'aujourd'hui, qu'il appelle « le capitalisme de la finitude », ce qui correspond au sous-titre du livre *(« Le monde confisqué »*, chez Flammarion).
D'abord, « le néolibéralisme est terminé. La remise en cause du libre-échange, des mécanismes concurrentiels et le retour d'une conception autarcique de l'économie, la croissance décuplée de monopoles privés devenus des compagnies-États, une liberté des mers mise à mal, un réarmement général et une multiplication des conflits, la nouvelle course à l'accaparement des terres, des minerais et des espèces vivantes sont autant de phénomènes qui traduisent une mutation du capitalisme mondial vers un ensemble cohérent, tout à la fois nouveau et très ancien. (…) Dans un univers de ralentissement global de la productivité, qui peut être en partie imputé à l'impuissance toujours plus grande des écosystèmes à

absorber les désastres environnementaux et à fournir les "services" dont l'économie mondiale a besoin, et surtout dans une entreprise désespérée de maintien du statu quo économique, une nouvelle vague impérialiste a débuté. C'est le "retour de la rareté". (…) Le capitalisme de la finitude -entendez le mercantilisme- n'envisage pas la guerre comme une métaphore. (…) Ce qui caractérise sont état normal est une situation qui n'est ni la guerre ni la paix. Ce capitalisme se trouve toujours entre les deux, car il institue le rapport de force armé comme son horizon naturel, comme une regrettable exception parfois nécessaire pour renforcer les règles du marché. (…) Alors que le néolibéralisme s'entourait d'un discours, certes lénifiant et hautement discutable, sur ses prétendus bienfaits et ses visées politiques, le capitalisme de la finitude est ouvertement prédateur, violent et rentier ».

La deuxième caractéristique de la version actualisée du mercantilisme est le rejet ou même l'abandon du principe de la concurrence (alors que le néolibéralisme, spécialement l'ordolibéralisme en faisait son dogme puisque, en principe, c'est le meilleur modèle pour assurer le bien-être du consommateur, l'innovation pour le producteur et donc le progrès pour tous). Mais en réalité la concurrence est attaquée par les entreprises elles-mêmes, qui ne cherchent qu'à pouvoir bénéficier des bienfaits de la situation monopolistique ; le mercantilisme joue sur ce comportement stratégique des firmes, d'autant plus marqué que les firmes sont puissantes. Et avec le mercantilisme qui ne fait pas confiance au marché, on peut entrer comme en ce moment dans la logique de la violence pour remplacer la logique du « faire » par celle du « détenir ». Ce n'est plus la logique entrepreneuriale mais la logique patrimoniale.

Enfin, la troisième caractéristique est l'impérialisme territorial et souverain, dont les firmes multinationales et réticulaires sont un formidable levier.

Cette dernière caractéristique me donne la transition pour évoquer la crise militaire que connait notre monde sur plusieurs fronts, plus ou moins proches de nous. Le désengagement des États-Unis dans la défense de l'Occident, et en particulier de l'Europe et faire comme si la guerre en Ukraine ne concernait pas l'Europe et que l'on puisse décider de la paix en dehors des Européens, tous ces comportements disruptifs produisent un chambardement des alliances, et sont un défi difficilement admissible des règles internationales.

Cette guerre entre empires et la reconfiguration du monde en des blocs de pays plus ou moins amis (le « friend-shoring ») sont également des signes du nouveau mercantilisme et cela pose à l'Europe des questions existentielles, à commencer par celle de son avenir institutionnel : malgré qu'elle soit aujourd'hui fragmentée politiquement, économiquement affaiblie et budgétairement très contrainte (la porte-parole du gouvernement français a récemment déclaré que le budget 2026 va être un cauchemar !), le hasard et la nécessité font-ils qu'elle a intérêt à faire un pas décisif vers la fédération ou la confédération ?

En tous les cas, une question est déjà posée sur la table des Sommets européens divers et variés, celle d'une défense commune. Certes, l'augmentation inouïe des dépenses militaires prévue présente des avantages économiques, ne serait-ce que pour la croissance en général par ses effets d'entraînement sur de nombreux secteurs industriels et pour la réindustrialisation et la recherche en particulier, mais le mur budgétaire semble infranchissable. Ce pourrait être alors l'occasion de franchir le pas du fédéralisme budgétaire qui manque tant au bon fonctionnement de l'euro. Et serait-ce même d'ailleurs suffisant ?

Note : étant donné la dimension monétaire de la stratégie américaine (et des liens qu'elle établit entre la défense du dollar comme monnaie de réserve et la promotion des stablecoins, Éric Monnet parle de « cryptomercantilisme » (voir plus haut).

Remarques :

1- Extrait de la vidéo d'Anaïs Voy-Gillis sur XerfiCanal, le 7 mai :

« (…) L'industrie de défense devient à nouveau un levier d'entraînement technologique et industriel dans de nombreux domaines : drones, intelligence artificielle, cybersécurité, systèmes énergétiques embarqués et bien d'autres. L'enjeu est que cela ait des effets d'entraînement dans les domaines où les frontières entre civil et militaire sont perméables. Par exemple, pour les drones, les besoins militaires ont accéléré l'émergence de nouvelles filières de production, qui alimentent ensuite des usages civils (agriculture, logistique, surveillance environnementale).

Toutefois, ces retombées dépendent de la capacité :

- à organiser des transferts du militaire vers le civil
- à structurer des écosystèmes duals,
- et à éviter que l'innovation ne soit captée par une poignée de grands acteurs au détriment du tissu industriel national.

Par ailleurs, tout ceci se joue dans un contexte de fragmentation géopolitique et où chaque État renforce sa base industrielle avec une tendance à une re-régionalisation des chaînes de valeur stratégiques, notamment en Europe et en Asie.
Mais cette dynamique peut aussi accentuer les dépendances : l'Europe reste très dépendante de certains composants américains ou asiatiques, notamment dans l'électronique embarquée, les radars ou les logiciels. Ainsi, l'Union européenne pourrait souffrir des restrictions à l'exportation de la part de la Chine ou de l'extraterritorialité du droit américain.En outre, l'inflation des dépenses militaires risque de cannibaliser d'autres budgets industriels, notamment ceux liés à la transition écologique ou à l'innovation civile.L'industrie de défense est donc clé pour le développement d'innovation, notamment dans les technologies duales mais il est nécessaire d'éviter deux écueils :
- celui de l'innovation en silo,
- celui de l'isolement stratégique, qui fragmente les chaînes de valeur et freine les coopérations scientifiques ».

2- Post sur X de Patrick Edery, le 13 mai : Pourquoi une puissance militaire européenne indépendante des É.-U. d'ici moins d'une génération est totalement illusoire :

« Cela tient à plusieurs raisons fondamentales et concrètes :
1)Une dépendance structurelle autour du F-35 : la quasi-totalité des grandes nations européennes ont fait le choix stratégique d'acquérir le F-35, l'avion de combat américain de cinquième génération. Ce choix n'est pas anodin : il implique des investissements massifs dans des infrastructures spécifiques, ainsi qu'une refonte de leurs doctrines militaires pour s'articuler autour de cet appareil. De plus, le F-35 nécessite :
-Des mises à jour logicielles fréquentes, exclusivement fournies par les États-Unis.
-Des revêtements spéciaux (peintures furtives) qui doivent être appliqués régulièrement, dans des installations dédiées que seuls les Américains maîtrisent totalement.
-Les pays européens impliqués — Danemark, Royaume-Uni, Italie, Norvège, Finlande, Pays-Bas, Belgique, Pologne, Suisse, Allemagne, et récemment la Roumanie — se trouvent donc dans une situation de dépendance technique et logistique vis-à-vis des États-Unis jusqu'au moins 2050.
Un retour en arrière impliquerait non seulement de lourds investissements, mais aussi un bouleversement stratégique comparable à un bond de plusieurs décennies en arrière.
2)Une capacité de commandement et de logistique asymétrique : Au sein de l'OTAN, les États-Unis demeurent les seuls capables de :
-Commander une armée de plus de 250 000 soldats de manière coordonnée et efficace.
-Déployer plus de 20 000 hommes et tout leur matériel à travers l'Europe en moins d'une semaine.
-Cette capacité logistique repose sur un réseau mondial de bases militaires, de moyens de transport stratégique (aérien, maritime et terrestre) et d'une expérience accumulée lors de multiples opérations internationales.
Sur le plan du renseignement, l'écart technologique est tout aussi important : les États-Unis disposent de moyens de surveillance globale (satellites, écoutes électroniques, drones) qui surpassent de loin ceux des nations européennes. Cette domination informationnelle permet aux Américains de "tout voir et à tout moment", conférant un avantage décisif dans la prise de décision militaire.
3)Une trentaine de micro-armées hétéroclites et esseulées.
Les États-Unis représentent plus des deux tiers du budget de l'OTAN, le reste étant réparti entre plus de 30 pays européens. Or, ces nations, au-delà de la question budgétaire, doivent composer avec des structures politiques hétérogènes (parlements nationaux, délais de décision, divergences stratégiques), ce qui ralentit toute initiative coordonnée et affaiblit l'efficacité opérationnelle.
Conclusion
La dépendance militaire et logistique vis-à-vis des États-Unis, le manque de capacités de commandement et de projection de force en Europe, ainsi que l'absence d'un cadre politique unifié empêchent l'émergence d'une puissance militaire européenne autonome à moyen et long terme. Tant que ces contraintes ne seront pas résolues — ce qui impliquerait des investissements colossaux et une refonte complète de l'organisation militaire européenne —, la domination américaine au sein de l'OTAN restera incontestable ».

Il faut citer ici l'analyse de Dani Rodrik, dans « What the Mercantilists Got Right" (Harvard University, mai 2025), dont voici *l'essentiel de l'introduction* :
« En 1980, la chaîne de télévision publique américaine PBS diffusait la série télévisée phare "Free to Choose" [« La liberté du choix », écrit par Milton Friedman et sa femme Rose, fut publié en 1980]. Milton Friedman, fervent défenseur du libre marché, en était l'instigateur et le présentateur. Le moment était particulièrement opportun : l'année 1980 marquait le début d'une nouvelle ère de politique économique, appelée fondamentalisme de marché, néolibéralisme, consensus de Washington ou hypermondialisation. Ronald Reagan (dont la célèbre déclaration était que l'État n'est pas la solution, mais le problème) fut élu président des États-Unis cette année-là ; Margaret Thatcher avait pris ses fonctions en Grande-Bretagne l'année précédente. Le décor était planté pour une ère de plus grande orientation vers le marché et de réduction de l'État.
Le moment le plus mémorable de l'émission fut celui où Friedman tenait un crayon jaune à la main pour expliquer les vertus du libre marché. Personne n'aurait pu fabriquer ce crayon seul, a-t-il déclaré à la

caméra. Le bois provenait d'arbres abattus dans l'État de Washington. La scie utilisée pour couper les arbres était en acier, ce qui nécessitait du minerai de fer extrait ailleurs. Le graphite du crayon provenait probablement d'Amérique latine. Le caoutchouc utilisé pour la gomme provenait probablement de Malaisie. Sans parler de la peinture et de la colle… Des milliers de personnes à travers le monde, parlant différentes langues et pratiquant différentes confessions, ont participé à la fabrication du crayon. Pourtant, non seulement ces personnes ne se connaissaient pas, mais aucune autorité centrale ne leur dictait ni ne coordonnait leurs actions. Ce sont les marchés décentralisés et le système des prix qui ont permis cet exploit. Existe-t-il meilleure illustration de la magie des marchés que ce simple crayon ?

Friedman s'inspirait bien sûr d'Adam Smith, aujourd'hui considéré comme le père de l'idée selon laquelle les marchés allouent les ressources aux utilisations les plus efficaces en favorisant la division du travail. Les marchés incitent chaque individu à orienter son entreprise, affirmait Smith, vers les utilisations les plus rentables – comme si l'individu était guidé par une main invisible veillant sur la société dans son ensemble. Les économistes comprennent aujourd'hui beaucoup mieux la portée et les limites du "théorème de la main invisible". Au-delà des réserves et des difficultés, la vision de Smith s'est avérée inestimable pendant deux siècles et demi, animant les décideurs politiques et façonnant la pensée économique conventionnelle. Elle a servi de modèle aux défenseurs du libre marché comme Milton Friedman.

Cependant, un Friedman contemporain racontant l'histoire du crayon trois décennies plus tard aurait été confronté à une énigme intéressante. Dans les années 2010, la plupart des crayons du monde étaient fabriqués en Chine. Et il était beaucoup plus difficile d'expliquer comment les seules forces du marché pouvaient être responsables de ce résultat. La Chine ne disposait d'aucun avantage inné dans la production de crayons. Les réserves forestières étaient plus abondantes en Indonésie ou au Brésil. Le Mexique et la Corée du Sud disposaient de meilleures sources de graphite. L'Allemagne et les États-Unis disposaient de technologies plus performantes. Bien sûr, la Chine disposait d'une main-d'œuvre bon marché abondante, tout comme le Bangladesh, l'Éthiopie et de nombreux autres pays à faible revenu.

En effet, toute explication de la domination de la Chine sur la production de crayons (ou de la plupart des autres produits manufacturés, d'ailleurs) en s'appuyant uniquement sur des forces de marché décentralisées et impersonnelles serait gravement incomplète. Il faudrait également ajouter à l'histoire la main visible du gouvernement : les entreprises publiques qui absorbaient et diffusaient le savoir-faire, le rôle du crédit et des autres subventions qui encourageaient les entrepreneurs, la gestion de la monnaie qui conférait aux producteurs chinois un avantage concurrentiel sur les marchés mondiaux. La Chine, exemple de croissance économique le plus extraordinaire de l'histoire, a été, comme pratiquement toutes les réussites précédentes, un singulier mélange d'entrepreneuriat privé et de direction étatique. Qu'aurait pensé Adam Smith de la Chine ? Les politiques qui ont permis la croissance économique miraculeuse du pays s'accordent difficilement avec la caricature de la pensée smithienne héritée de Milton Friedman et d'autres apôtres du libre marché. L'École de Chicago et les praticiens contemporains du néolibéralisme ont promu le libre marché comme une panacée universelle. Adam Smith n'était cependant pas un idéologue. C'était un pragmatique qui aurait perçu les innovations politiques chinoises comme des adaptations locales de principes généraux favorables au marché à un contexte institutionnel et politique extrêmement difficile. Adam Smith aurait mis en garde les décideurs chinois contre les coûts du clientélisme et de la mauvaise allocation des ressources résultant de l'intervention de l'État. Mais il aurait probablement aussi été sensible à l'approche pragmatique et de pis-aller qu'ils ont adoptée pour gérer l'économie.

Je ne suis cependant pas certain que La Richesse des Nations soit entièrement exempte de toute responsabilité quant aux angles morts de l'économie moderne dans certains domaines. Nous ne pouvons pas exonérer Adam Smith de toute responsabilité à cet égard. Comme tous les penseurs révolutionnaires, Adam Smith avait besoin d'un repoussoir, et il a fait du mercantilisme sa cible. Aujourd'hui, les étudiants en économie étudient le mercantilisme presque exclusivement à travers le prisme de Smith, comme une série d'erreurs logiques et politiques que celui-ci a clarifiées et définitivement corrigées. Loin d'être une doctrine établie, le mercantilisme (ou le "système mercantile", comme l'appelait Smith) englobait une variété de pratiques et de croyances défendues par les hommes d'affaires, les commerçants et les responsables gouvernementaux. Il favorisait certes un rôle plus actif de l'État, mais ses idées fondamentales couvraient toute une gamme, allant d'une préférence pour les excédents commerciaux

(associée à Thomas Mun) à un système de construction nationale (associé à l'école historique allemande). Loin de disparaître, de nombreux aspects du mercantilisme ont survécu aux critiques de Smith, souvent avec succès. Ils ont trouvé un écho dans une tradition continue de ce que l'on a appelé plus tard le "développementalisme", allant du plaidoyer en faveur du protectionnisme commercial d'Alexander Hamilton et Friedrich List aux idées de Hans Singer et Raul Prebisch sur la substitution aux importations, et, plus récemment, aux modèles est-asiatiques d'industrialisation orientée vers l'exportation. Il ne serait pas exagéré d'affirmer qu'une ligne droite relie le mercantilisme du début du XVIIIe siècle aux miracles de croissance chinois et autres pays d'Asie de l'Est deux siècles et demi plus tard.
Mon objectif ici n'est pas de réhabiliter le mercantilisme ni de dénigrer Adam Smith. Il est cependant utile de réfléchir à certaines prédispositions ancrées dans la pensée économique par le paradigme smithien. Aujourd'hui encore, celles-ci conduisent les économistes à négliger certaines perspectives utiles sur l'économie et le rôle des politiques publiques associées à la pensée mercantiliste ».

Et voici la conclusion in extenso, étant donné l'intérêt qu'elle présente pour l'analyse de l'histoire de la pensée économique (et même de toute science) :

« Adam Smith a peut-être remporté la bataille des idées, mais son bilan est plus mitigé dans la lutte pour conquérir l'opinion publique. L'adoption sans réserve du mercantilisme par le président Donald Trump lors de son second mandat en est un parfait exemple. Et compte tenu de l'essor phénoménal de la Chine ces dernières décennies, certains pourraient même affirmer que nous vivons désormais dans un monde de plus en plus imprégné de mercantilisme, une fois de plus.
Il ne s'agit pas de défendre les politiques de Trump ni les pratiques mercantilistes en général. Les économistes ont raison de dénigrer l'obsession de Trump pour la balance commerciale et son recours aux droits de douane comme remède universel à tous les maux de l'Amérique. Mais les exemples que j'ai cités devraient également nous inciter à réfléchir avant d'abandonner complètement le mercantilisme. Des idées mercantilistes clés ont survécu et ont été mises à profit pour élaborer des stratégies de croissance et engager la transition écologique. Une attention plus soutenue à ces idées aurait pu aider les décideurs politiques à prévenir un retour de bâton contre la mondialisation et ce que l'on appelle désormais le néolibéralisme. La primauté de la production sur la consommation, l'importance de la structure de production et de l'emploi, outre les avantages de la spécialisation et de la division du travail, la valeur des interactions entre gouvernement et entreprises par rapport aux relations d'indépendance, la main visible de l'État, ajoutée à la main invisible du marché, l'accent mis sur le contexte local et la contingence plutôt que sur les règles mondiales/universelles : autant d'idées qui s'accordent mal avec les leçons que les économistes contemporains ont tirées de La Richesse des Nations. Pourtant, elles ont un rôle utile à jouer dans la réflexion sur l'économie et le rôle de l'État.
La plupart des économistes pensent que leur discipline fonctionne grâce à de meilleures théories remplaçant successivement des théories plus anciennes et réfutées. Dans cette perspective, La Richesse des Nations d'Adam Smith a clairement supplanté les idées mercantilistes. Les avancées ultérieures ont peaufiné et affiné le théorème de la main invisible pour mieux refléter la réalité empirique. Mais ce n'est pas ainsi que l'économie fonctionne réellement. La discipline évolue horizontalement plutôt que verticalement : les nouveaux modèles ne remplacent pas les anciens ; ils enrichissent notre compréhension de différents contextes (concurrence imparfaite, asymétrie d'information, comportement irrationnel, etc.). Compte tenu de la plasticité quasi infinie de la réalité sociale, une bibliothèque de modèles nous est plus utile que la recherche d'un modèle universel optimal quel que soit le contexte. Comme à son habitude, John Maynard Keynes l'a très bien exprimé lorsqu'il a décrit l'économie comme "la science de la pensée en termes de modèles, alliée à l'art de choisir des modèles pertinents pour le monde contemporain ».
Le véritable Adam Smith, contrairement à la caricature dont ont été victimes les économistes contemporains, aurait été compréhensif. Jacob Viner, un économiste de Chicago d'une génération antérieure à celle de Milton Friedman, en disait presque autant dans son essai de 1927, « Adam Smith

et le laissez-faire ». Viner écrivait : " Adam Smith n'était pas un doctrinaire du laissez-faire. Il voyait un champ d'action large et flexible pour le gouvernement, et il était prêt à l'élargir encore si celui-ci, en améliorant ses normes de compétence, d'honnêteté et d'esprit civique, se montrait tenté d'assumer des responsabilités plus larges. Il consacra plus d'efforts à défendre la liberté individuelle qu'à explorer les possibilités de service public. [Mais] Smith voyait que l'intérêt personnel et la concurrence étaient parfois traîtres à l'intérêt public qu'ils étaient censés servir, et il était prêt à s'en remettre au gouvernement pour l'accomplissement de nombreuses tâches que les individus en tant que tels ne voulaient pas, ne pouvaient pas, ou ne pouvaient que mal accomplir. Il ne croyait pas que le laissez-faire soit toujours bon ou mauvais. Cela dépendait des circonstances ; et, du mieux qu'il pouvait, Adam Smith tenait compte de toutes les circonstances qu'il trouvait". En effet, des idées importantes qui semblent en tension peuvent coexister et s'enrichir mutuellement. Les incitations privées, la concurrence sur le marché et la division du travail sont de puissants moteurs de prospérité, comme nous l'a enseigné Adam Smith. Mais les libérer nécessite souvent des politiques non conventionnelles et l'encadrement de l'État. Une certaine dose de mercantilisme fonctionne dans un contexte approprié. En fin de compte, c'est la combinaison judicieuse de ces deux perspectives qui nous est la plus bénéfique ».

Trump est mercantiliste !

Et si la stratégie économique et commerciale de Donald Trump ne relevait pas d'un simple repli nationaliste ou d'un dévoiement du libéralisme économique, mais plutôt d'un retour – conscient ou non – à une pensée ancienne : le mercantilisme ? Cette doctrine, dominante du 16ème au 18ème siècle, considérait que la richesse d'une nation dépendait de son stock de métaux précieux, de sa capacité à exporter davantage qu'elle n'importait, et à protéger ses industries stratégiques. Le commerce était vu comme un instrument de puissance au service de la souveraineté.

L'économie comme champ de rivalités

Trump conçoit les échanges économiques non comme des espaces de coopération, mais comme des confrontations. Pour lui, chaque contrat, chaque traité, chaque relation commerciale implique un gagnant et un perdant. Il valorise les accords bilatéraux dominés par la force, au détriment des accords multilatéraux fondés sur la négociation. Cette vision du commerce comme un affrontement perpétuel fait écho aux fondements du mercantilisme, où chaque nation cherchait à s'enrichir au détriment des autres.

Le commerce comme guerre.

L'obsession de l'excédent.

Dans la pensée de Trump, une balance commerciale déficitaire est un signe d'échec. Il juge la performance économique d'un pays comme celle d'une entreprise, en se focalisant sur le solde des échanges. Cette lecture, aujourd'hui dépassée, ne tient pas compte des chaînes de valeur mondiales, des investissements croisés ni des bénéfices à long terme d'un commerce ouvert. Pourtant, elle correspond à la vision mercantiliste classique, pour laquelle seul l'excédent exprimait la grandeur d'un pays.

L'excédent comme objectif.

Des barrières douanières comme levier politique.

Trump utilise largement les droits de douane comme outil de négociation. Il les présente comme des mesures de rétorsion légitimes pour défendre les intérêts américains. Dans les faits, ils servent souvent à exercer une pression directe sur les partenaires, notamment la Chine ou l'Union européenne. Cette instrumentalisation rappelle la logique punitive du mercantilisme, qui utilisait le commerce comme bras armé de la politique extérieure

La douane comme arme.

Une vision défensive de l'économie

Enfin, la méfiance de Trump à l'égard des institutions multilatérales (l'OMC, l'OTAN, les accords commerciaux) traduit une volonté de recentrer l'économie sur le national. Il promet de « rendre sa grandeur à l'Amérique », mais par le retrait, la fermeture et le refus des règles communes. Cette posture défensive, méfiante, renoue avec l'idée d'un État autosuffisant, protégé, et maître de ses échanges. *Le repli comme solution.*

Un héritage ancien, une stratégie assumée.

Ainsi, la politique économique de Trump n'est pas un simple accident populiste. Elle s'inscrit dans une tradition ancienne, souvent oubliée, mais profondément structurante : celle du mercantilisme. Ce courant, longtemps éclipsé par le libre-échange et la mondialisation, refait surface sous une forme adaptée aux enjeux contemporains, marquée par l'obsession de la souveraineté, le rejet des dépendances et la négociation par des de rapports de force exacerbés.

IV- Les risques du pari de D. Trump

• « Trump II, une analyse de l'impact économique, social et climatique de la politique à venir » (« Policy Brief » de l'OFCE du 12 mars)

Par Ch. Blot, E. Feltz et M. Plane, de l'OFCE, dans le « Policy Brief » de l'OFCE (12 mars) (https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2025/OFCEpbrief140.pdf).
En voici le résumé que les auteurs proposent :
« Malgré une croissance dynamique et un taux de chômage bas, l'économie américaine fait face à d'importants déséquilibres budgétaires et commerciaux. Par ailleurs, le vote des Américains en novembre 2024 témoigne d'un important mécontentement des citoyens à l'égard de leur situation économique. En élisant Donald Trump pour un nouveau mandat, les Américains ont fait le choix économique, environnemental et social d'une baisse de leurs impôts, d'une réduction massive du rôle de l'État fédéral, de la baisse de l'immigration, d'un protectionnisme accru envers l'industrie américaine, et d'une dérégulation, notamment dans le domaine de l'environnement.
Ce Policy brief analyse les conséquences économiques pour les États-Unis et l'Europe des différentes propositions de Donald Trump pendant sa campagne et ses premières décisions depuis son investiture. Alors que les évaluations du programme économique pendant la campagne présidentielle avaient surtout mis en avant le risque de détérioration de la situation des finances publiques, les premières semaines du mandat de Donald Trump ont été économiquement marquées par des annonces de coupes budgétaires et des hausses de tarifs douaniers. De fait, étant donné l'objectif de réduction des dépenses, la politique budgétaire pourrait s'avérer bien moins expansionniste qu'annoncée, voire restrictive, si bien que l'économie ne serait pas stimulée par la politique budgétaire. En revanche, la perspective d'une augmentation des droits de douane et les expulsions envisagées d'immigrés illégaux devraient non seulement se traduire par une inflation plus élevée mais pèseraient également sur l'activité. L'effet négatif pourrait être accru par l'incertitude concernant les décisions en matière commerciale étant donné la multiplication des annonces depuis le 20 janvier 2025, ainsi que le nombre de personnes qui seront effectivement expulsées des États-Unis. Outre la volonté de renforcer la sécurité de l'Union européenne suite au volte-face des États-Unis vis-à-vis de l'Ukraine, l'économie européenne sera négativement touchée par la guerre commerciale amorcée, notamment l'Allemagne dont la dépendance au marché américain est la plus importante d'Europe.
Enfin, la réélection de Donald Trump aura également des conséquences sur le climat puisqu'elle se traduira par des émissions supplémentaires de gaz à effet de serre d'ici à 2030, enterrant définitivement l'espoir de rester sous les +2 °C de réchauffement par rapport à l'ère préindustrielle. En conséquence, se pose la question de la compétitivité européenne liée aux coûts énergétiques relativement plus élevés en Europe et aux objectifs de décarbonation plus importants, et donc aux coûts supplémentaires pour l'industrie européenne supérieurs aux autres zones du monde ».
Comme la France, les États-Unis ont la maladie des « déficits jumeaux », mais les privilèges qu'ils ont leur assurent a priori une certaine protection ; à moins qu'ils deviennent l'un et l'autre trop considérables.

• « Climats hostiles » (extrait de la revue de l'OFCE d'avril-mai)

« *Donald Trump met l'économie mondiale sous tension*
Comme il l'avait fait lors de son premier mandat, Donald Trump entend de nouveau user des droits de douane pour faire prévaloir les intérêts américains. Depuis son investiture, il a multiplié les annonces et déclenché une nouvelle guerre commerciale. Néanmoins, alors que certaines sanctions sont rapidement appliquées, d'autres sont annoncées mais avec une application immédiatement reportée. Notre scénario central prévoit une hausse moyenne de 10 points des droits de douane sur les produits importés par les États-Unis et suppose que les représailles seront limitées[3]. Au-delà des tarifs douaniers, les décisions du président américain ou de son partenaire Elon Musk sont source d'incertitude sur l'orientation de la

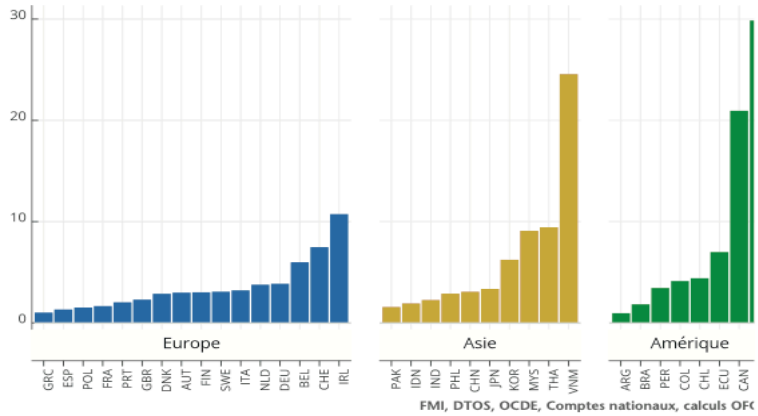
politique commerciale ou les conditions d'exercice de leur activité pour les entreprises étrangères. À court terme, il en résulte un climat hostile aux affaires ce qui freinerait l'investissement ou la consommation outre-Atlantique. Les exportations vers les États-Unis devraient augmenter au premier trimestre 2025 en anticipation de tarifs plus élevés.

3. Cette hypothèse ne tient donc pas compte des annonces du 2 avril 2025.

Les effets de la hausse des tarifs douaniers sur l'activité s'amplifieraient en 2026. Le commerce mondial ralentirait pour atteindre une croissance de 2,2 % en 2026 contre 2,9 % en 2024. Certains pays seraient plus exposés aux mesures, soit parce qu'ils sont directement ciblés par des droits plus élevés, soit parce qu'ils exportent des biens ciblés par des droits vers les États-Unis. Enfin, l'impact économique dépendra du poids dans leur PIB, des exportations vers les États-Unis. Le Mexique et le Canada sont particulièrement exposés puisque plus de 75 % de leurs exportations sont à destination des États-Unis, ce qui représente respectivement 30 % et 21 % de leur PIB (graphique 7.3). En Europe, l'Irlande, la Suisse puis la Belgique sont les pays pour lesquels les exportations vers les États-Unis pèsent le plus dans le PIB. En Asie, le Vietnam, la Thaïlande, la Corée et la Malaisie sont les plus vulnérables en cas d'augmentation des droits de douane américains.

La croissance mondiale baisserait à 2,9 % dès 2025 puis se stabiliserait à ce même niveau en 2026. Les économies développées pourront encore bénéficier de l'assouplissement monétaire passé. En Europe, la BCE et la Banque d'Angleterre continueront de baisser tandis que la Réserve fédérale devra faire face à une inflation plus élevée aux États-Unis et stabiliserait son taux directeur (tableau 7.2). En effet, alors que la stabilisation des prix de l'énergie ne devrait plus être un moteur de l'inflation ou de la désinflation, les banques centrales se montreront prudentes en raison des risques inflationnistes qui résulteraient des droits de douane. Aux États-Unis, l'inflation dépasserait de nouveau 3 % en fin d'année 2025. Sous l'hypothèse de représailles limitées de la part des pays européens, l'inflation en zone euro et au Royaume-Uni ne serait pas affectée directement par la guerre commerciale et reviendrait alors vers 2 %.

Graphique 7.3. **Part des exportations vers les États-Unis**



FMI, DTOS, OCDE, Comptes nationaux, calculs OF

Note : La part des exportations vers les États-Unis dans les exportations totales du pays est calculée en moyenne sur les années 2022 et 2023.

Les perspectives restent moroses dans les pays émergents et en développement pour 2025 et 2026, notamment en Asie ou là croissance passerait sous le seuil des 5 %. Au-delà du fléchissement attendu en Chine (à 4,5 % en 2026), ce sont les dragons d'Asie qui semblent les plus affectés dans la région par le changement en cours (Hong-Kong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan). L'Amérique latine garderait un rythme de croissance autour de 2 % en moyenne, le fléchissement attendu au Mexique – en raison de sa forte dépendance aux États-Unis – et au Brésil étant compensé par la reprise en cours en Argentine. Davantage fragilisée que l'Asie sur le marché des changes, l'Amérique latine en subit l'impact sur les prix. L'inflation est repartie dans plusieurs pays, entraînant un nouveau durcissement des politiques monétaires, au Brésil notamment. En Asie, par contre, l'inflation reste contenue autour de 2 % mais la vigilance des banques centrales demeure.

Le second mandat de Donald Trump laisse également entrevoir un changement géopolitique profond notamment pour l'Europe, et plus encore pour l'Ukraine, ce qui devrait avoir pour conséquence une hausse des budgets consacrés aux dépenses militaires. Le plan reArm Europe en dessine les premiers contours en donnant des marges de manœuvre aux États membres. La consolidation des finances

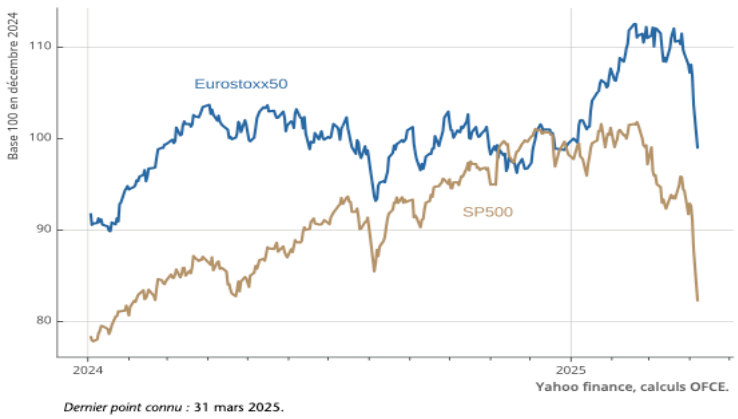
publiques ne serait plus la seule priorité, ce qu'illustrent les annonces récentes faites par le gouvernement allemand. Les impulsions budgétaires seront généralement moins restrictives en 2026 qu'en 2025. La politique budgétaire deviendrait même expansionniste en Allemagne. Le PIB accélérerait dans la zone euro progressant de 1,1 % en 2025 puis de 1,5 % en 2026. Cette hausse de la croissance ne se refléterait pas dans les chiffres du chômage. À l'exception de l'Espagne, le taux de chômage augmenterait légèrement en Allemagne et en Italie et plus significativement en France du fait de l'augmentation de la productivité. Aux États-Unis, le chômage augmenterait également en lien avec la baisse de la croissance qui passerait de 2,8 % en 2024 à 1,4 % en 2025.

La roulette russe

La multiplication des annonces depuis l'investiture de Donald Trump en janvier 2025 crée une forte incertitude sur la politique commerciale américaine, sur les objectifs de cette stratégie et sur les mesures de représailles que prendront les partenaires commerciaux des États-Unis. La guerre commerciale est bien déclarée et ne devrait faire que des perdants. Pour autant, il est difficile de lire le scénario qui sera finalement adopté et le niveau de droits de douane qui s'appliquera in fine en moyenne en 2025 et 2026. La déclaration du 2 avril ouvre la possibilité de droits plus élevés : à peu près le double pour les pays de l'Union européenne et plus encore pour les biens importés de Chine. La situation récente a cependant montré que les sanctions sont susceptibles d'être reportées ou atténuées. S'il ne fait pas de doutes que Donald Trump assume une politique commerciale agressive, l'annonce du *Liberation Day* pourrait être un moyen de forcer les partenaires commerciaux des États-Unis à négocier un accord conduisant à ouvrir plus largement leur marché aux produits américains. Dans le cas d'une application stricte des droits annoncés le 2 avril, l'impact négatif resterait modéré pour les pays européens en 2025 et 2026 : de l'ordre de -0,2 point de PIB. L'impact serait plus conséquent pour la Chine en 2025. Les pays émergents et en développement pourraient être fortement fragilisés à la fois parce qu'ils pourraient subir une hausse très élevée des droits, et parce qu'ils auront plus de difficultés à absorber le choc en raison d'une part plus importante de leurs exportations à destination des États-Unis. Enfin, il ne semble pas qu'un scénario de représailles généralisées soit à l'ordre du jour. Certains pays privilégient déjà la négociation tandis que d'autres, Chine et Union européenne principalement, pourraient opter pour des représailles ciblées. Néanmoins, les États-Unis pâtiraient des mesures de rétorsions avec une croissance annuelle qui pourrait passer sous les 1 %.

Enfin, cette multiplication des annonces a aussi suscité l'inquiétude des marchés financiers mondiaux qui ont fortement chuté. La baisse de l'indice américain S&P500 corrige en partie le boom qui avait été observé à la fin de l'été 2024 et qui reflétait des perspectives de croissance favorable sans doute dopée par les annonces de baisses d'impôts et d'allègement des contraintes réglementaires (graphique 7.4). La baisse en cours traduit une révision à la baisse des anticipations de croissance mais elle pourrait aussi être le signe d'un désordre économique mondial durable résultant d'une remise en cause profonde des relations économiques internationales établies depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le pire scénario serait celui d'une panique financière qui, couplée à une escalade sur les droits de douane, ferait basculer de nombreuses économies en récession ».

Graphique 7.4. **Indice boursier aux États-Unis (SP500) et en Europe (Eurostoxx50)**



Dernier point connu : 31 mars 2025.

Tableau 7.1. **Croissance du PIB mondial**

Évolution en %	2024	2025	2026
Allemagne	-0,2	0,1	1,5
France	1,1	0,5	1,1
Italie	0,5	0,8	0,9
Espagne	3,2	2,3	1,8
Zone euro	0,8	1,1	1,5
Royaume-Uni	1,1	0,8	1,4
États-Unis	2,8	1,4	1,5
Japon	0,1	1,1	0,6
Pays industrialisés	1,7	1,3	1,5
Chine	5,0	4,8	4,5
Autres pays d'Asie	5,0	4,9	4,9
Amérique latine	2,0	2,1	2,1
Pays émergents et en développement	4,2	4,0	3,9
Monde	3,2	2,9	2,9

Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2025.

Note : Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

Tableau 7.2. **Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières**

	2025						2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change									
1 €=...dollar	1,10	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10	1,08	1,09	1,10
1 $=...yen	149	152	152	150	150	148	151	150	145
1 £=...euros	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,18	1,20	1,20
Taux d'intérêt directeur des banques centrales*									
États-Unis	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	5,12	4,50	4,50
Japon	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	0,17	0,62	1,00
Zone euro	3,75	3,25	2,50	2,25	2,00	2,00	3,69	2,19	2,00
Royaume-Uni	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	5,06	4,38	4,00
Matières premières									
Prix du pétrole Brent, en $*	79,8	74,6	75,2	75,0	74,0	72,0	80,5	74,0	70,0
Prix du pétrole Brent, en €*	72,7	69,9	71,4	68,2	67,3	65,5	74,4	68,1	63,6

Prévision OFCE avril 2025.

Notes : Pour les valeurs annuelles, moyennes sur l'année.
[a] Prix du baril de pétrole, Brent.

- L'analyse chez Natixis (avril)

Macroeconomic landscape

What's new this month : The (tariff) war is declared

BASTIEN AILLET, HADRIEN CAMATTE, JESUS CASTILLO
Europe Macro

The rise in US tariffs is no longer theoretical. "Liberation Day" looks like a declaration of (tariff) war between the United States and the rest of the world, with massive increases in customs duties (universal minimum tariffs of 10%, EU: 20%, Japan: 24%, China: 34%, in addition to the 20% already in effect since March).

These tariffs, if maintained, will primarily penalize the US economy, with an increased risk of stagflation. Our growth forecasts have thus been revised downwards by -0.8 pp in 2025 and -0.4 pp in 2026 compared to those from March. Our inflation forecasts have been revised upwards to 3.5% in 2025 (+ 0.2 pp) and 3.2% in 2026 (+0.4 pp). The rest of the world will also be affected to varying degrees, with impacts on activity and inflation that will also depend on retaliation measures, most of which have yet to be announced.

In Europe, the shift towards defense continues: the German parliament has voted on a €1 trillion legislative package over 10 years, including a significant increase in defense spending and a €500 billion infrastructure investment plan. These various announcements will somewhat mitigate the shock on the eurozone: our forecast has thus been marginally revised downwards in 2025 to 0.7% and remains unchanged in 2026 to 1.1%, although many uncertainties persist and the effects on growth and inflation will continue to be assessed in the coming weeks. The impact on inflation will depend on retaliation measures that are inflationary in nature, while falling oil prices, the appreciation of the euro, and a slowdown in activity will curb price increases.

Forecasts

	GDP (YoY)					Inflation (YoY)				
	2024	2025	Chg	2026	Chg,	2024	2025	Chg	2026	Chg
United States	2.8	1.0	↘	1.3	↘	2.9	3.6	↗	3.4	↗
Latin-America*	2.1	1.4	↘	1.2	↘	16.0	6.4	↘	4.2	↘
Brazil	3.4	1.6	↘	1.4	↘	4.8	5.3	↘	4.2	→
Mexico	1.5	0.1	↘	0.6	↘	4.2	3.3	↘	3.2	→
United Kingdom	0.9	0.9	↘	1.0	↘	2.5	3.0	→	2.3	↗
Euro Zone	0.8	0.7	↘	1.1	→	2.4	2.3	↗	1.9	↗
Germany	-0.2	0.3	↘	1.4	↗	2.5	2.1	→	2.0	↘
France	1.1	0.5	↘	0.9	→	2.3	1.5	↗	1.7	→
Italy	0.5	0.3	↘	0.9	↘	1.1	2.1	↗	1.7	↗
Spain	3.2	2.3	↘	1.9	↘	2.9	2.3	↘	1.9	↗
Central Europe **	2.1	2.7	↘	2.8	↘	3.4	3.8	↘	3.0	→
China	4.8	4.2	↘	4.0	↘	0.2	0.6	→	1.5	→
Japan	0.1	0.8	↘	0.6	↘	2.4	2.1	→	1.7	↘
Asia excluding China and Japan***	4.2	3.3	↘	3.3	↘	2.3	2.5	→	2.4	→
India	6.5	5.7	↘	5.3	↘	4.6	4.5	→	4.3	→
Korea	2.1	1.3	↘	1.2	↘	2.3	2.0	→	1.8	→
Developed economies	1.6	0.9	↘	1.1	↘	2.7	2.9	↗	2.6	↗
Emerging economies	4.1	3.8	↘	3.7	↘	5.3	3.7	↘	3.2	↘
World (PPP)	2,9	2,4	↑↑	2,5	↑↑↑↑↑	-	-	↓	-	↓

* Inflation & GDP excluding Venezuela
** Poland, Hungary, Czech Republic
*** Korea, Thailand, Malaysia, Singapore, Hong-Kong, Indonesia, Philippines, India, Taiwan, Vietnam

NATIXIS CORPORATE AND INVESTMENT BANKING

• Réflexion d'Olivier Blanchard (tweet du 14 avril 2025)

« - Incertitude fractale
- Incertitude sur ce que veut chaque membre de l'équipe de Trump
- Incertitude sur la manière dont chaque membre de l'équipe de Trump pense pouvoir y parvenir
- Incertitude quant aux membres de l'équipe qui déterminent le résultat
- Incertitude quant à la durée pendant laquelle chaque décision restera en vigueur
- Incertitude quant à la durée pendant laquelle chacun des membres de l'équipe restera en place
- Incertitude quant à la durée pendant laquelle l'équipe dans son ensemble restera en place
- Incertitude sur ce que sera et fera la prochaine équipe

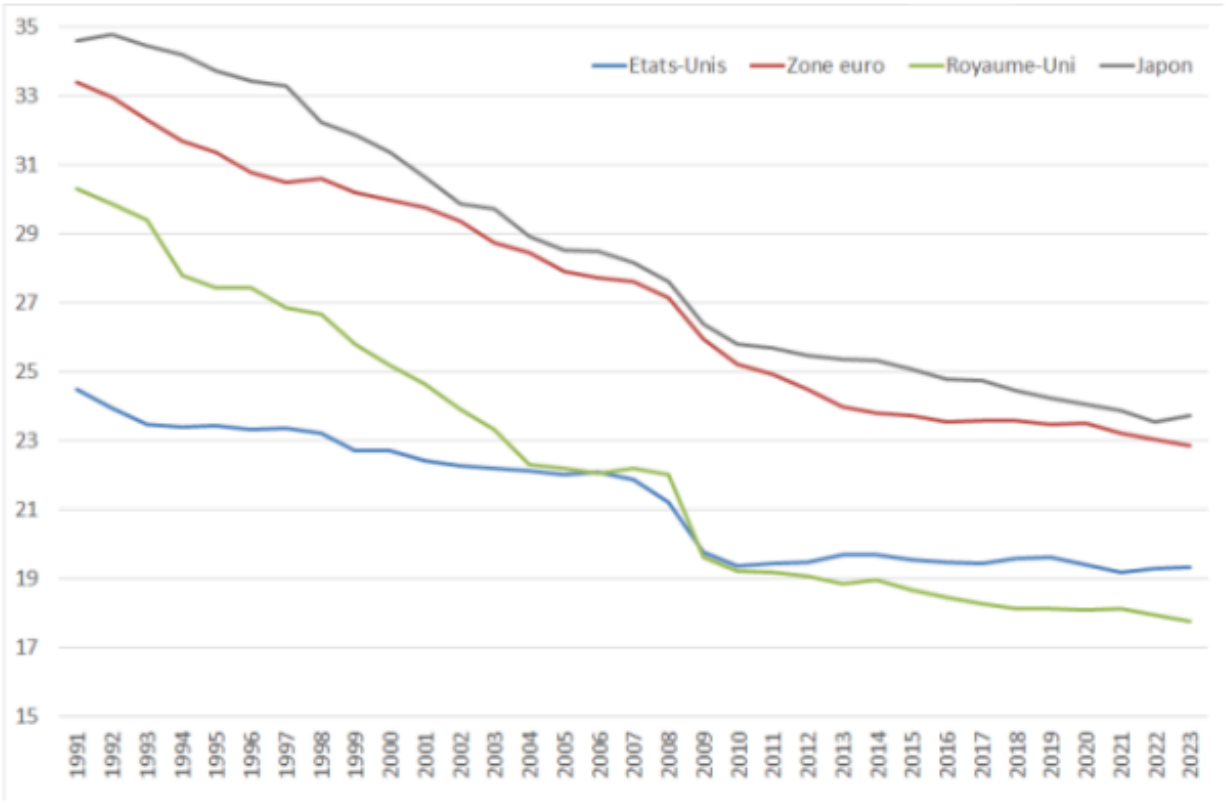
Vous êtes un investisseur, un trader, un fonds spéculatif, une entreprise, un importateur ou un exportateur : bonne chance ! ».

• L'analyse d'Agnès Bénassy-Quéré du 19 mars

Agnès Bénassy-Quéré est seconde sous-gouverneure de la Banque de France après avoir été chef économiste de la direction générale du Trésor ; elle est aussi professeur d'économie à Paris 1 Panthéon-Sorbonne ainsi qu'à l'École d'économie de Paris (https://www.banque-france.fr/fr/interventions-gouverneur/le-systeme-monetaire-international-est-il-injuste).
Voici le contenu de cette tribune qui, écrite avant-même les brutales décisions du Président Trump, donne un éclairage très pertinent sur le cadre du système monétaire international (SMI) dans lequel s'inscrit la situation des États-Unis et donc de la proposition de Stephen Miran (Nous faisons suivre cette tribune d'un extrait d'un travail important de plusieurs économistes – dont Agnès Bénassy-Quéré – sur « Réformer le SMI » qui date de 2011)
« L'insatisfaction attribuée à la nouvelle administration Trump vis-à-vis du système monétaire international, si l'on suit le nouveau chef des conseillers économiques du Président (**Miran, 2024**), a plongé les experts dans la perplexité. On s'était accoutumé au "privilège exorbitant" du dollar, selon la célèbre formule de Valéry Giscard d'Estaing en 1965 : le Trésor étatsunien fournit au reste du monde un actif sûr et liquide, permettant de mettre de l'huile dans les rouages de la finance mondiale ; outre les gains de seigneuriage (le billet vert ne rapporte aucun intérêt à son détenteur), les États-Unis bénéficient d'une capacité à s'endetter dans leur propre monnaie, sans risque de change et à taux faible relativement à l'énormité de la dette publique étatsunienne – plus de 35 000 milliards de dollars à fin-2024, soit plus du tiers du PIB mondial.
Comme l'ont montré Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey dans un **article de 2007**, le bilan de la nation américaine fait du pays un "banquier mondial", voire un fonds de capital-risque avec, à l'actif, des investissements risqués et rémunérateurs, et au passif, des obligations non risquées, faiblement rémunérées. En temps normal, ce profil est gagnant. En temps de crise, toutefois, l'actif est dévalorisé tandis que le passif reste inchangé. Et les deux auteurs de conclure, à l'époque, qu'au "privilège exorbitant" est associée une "obligation exorbitante" : absorber des pertes financières en période de crise, comme le ferait une société d'assurance (**Gourinchas et Rey, 2022**). Sur le long terme, toutefois, le rendement de l'actif dépasse le rendement du passif, de sorte que la position extérieure nette des États-Unis (actif moins passif) diminue moins que le cumul des déficits commerciaux.
Stephen Miran trouve "injuste" ce système monétaire international, car il empêcherait le déficit extérieur courant des États-Unis de se résorber. En effet, l'économie américaine croissant moins vite que celle du reste du monde du fait de l'essor des pays émergents, la demande mondiale d'actifs liquides en dollar augmente plus vite que la taille de l'économie américaine. Ce dynamisme de la demande maintient le dollar à un niveau trop élevé au regard du déficit à résorber, et les taux d'intérêt à un niveau trop bas pour décourager les emprunteurs étatsuniens, privés comme publics, de s'endetter encore davantage.
Le phénomène est bien connu. Dès les années 1950, l'économiste belge Robert Triffin en avait pointé les dangers : l'absence de contrainte fait que, fatalement, les États-Unis vont émettre trop de dettes. Dans les années 1950, le risque était une crise de convertibilité-or, ce qui s'est d'ailleurs produit en 1971. En

régime de change flexible, le dollar peut être soutenu par la demande jusqu'à un certain seuil d'endettement au-delà duquel la confiance s'effondre (**Fahri et Maggiori, 2017**). Usuellement, les économistes mesurent le caractère plus ou moins "juste" d'un régime au regard du bien-être qu'il procure aux ménages, en moyenne et en dispersion autour de la moyenne (inégalités). L'analyse traditionnelle du "privilège exorbitant" est conforme à cette grille d'analyse : le système monétaire international (SMI) centré sur le dollar permet aux États-Unis d'engranger des rendements nets sur longue période. Le fait qu'il maintienne le dollar à un niveau élevé au regard de l'endettement soutient le pouvoir d'achat des ménages. La désindustrialisation peut-elle modifier cette grille de lecture ? Le plein-emploi cache en effet une raréfaction relative des "bons emplois", stables et bien payés. Mais il est loin d'être certain que le SMI soit à l'origine d'un phénomène commun à de nombreuses économies avancées (graphique).

Graphique : part de l'emploi industriel dans l'emploi total



Source : Organisation Mondiale du Travail.

Par ailleurs, le rôle international du dollar offre aux États-Unis un exceptionnel levier de pression internationale au moyen de l'extraterritorialité : où qu'elle se déroule, une transaction en dollar est considérée par la justice américaine comme relevant de son champ d'action. Cet avantage géopolitique ne se traduit pas directement par des gains de pouvoir d'achat ou de "bons" emplois. Toutefois, Stephen Miran reconnaît lui-même que c'est un avantage considérable dans les négociations internationales.

Incongruité d'un SMI dominé par le dollar

Durant les années 2000 et 2010, nombreuses ont été les critiques d'un SMI toujours centré sur le dollar, en décalage avec une économie mondiale de plus en plus multipolaire.

En 2009, le **Gouverneur Zhou** (Banque centrale du Peuple chinois) pointait l'impossibilité, pour le pays émetteur de la monnaie internationale, de poursuivre des objectifs internes tout en assurant la stabilité financière internationale. La solution proposée par Zhou était de donner aux Droits de Tirage Spéciaux (DTS), créés en 1969, une place centrale dans le SMI. Cela permettrait de déconnecter la fourniture de liquidité au niveau mondial du rythme d'endettement d'une économie particulière.

Une autre solution serait l'émergence d'autres monnaies internationales en complément du dollar, ce qui accroîtrait le volume de liquidités internationales sans s'appuyer sur un seul pays. Le choix offert aux marchés entre plusieurs monnaies pour conserver des liquidités et pour régler les transactions imposerait une discipline à leurs émetteurs et permettrait ainsi d'atténuer le dilemme de Triffin (**Farhi, Gourinchas et Rey, 2011**). Si le Japon, la zone euro et la Chine ont, successivement ou parallèlement, tenté de développer le rôle international de leurs monnaies respectives, l'inertie liée aux économies d'échelle et aux effets de réseau a continué de bénéficier au dollar, resté dominant jusqu'à aujourd'hui. Le développement de l'euro ou du renminbi comme monnaie internationale supposerait d'émettre en grande quantité un actif homogène, liquide et sûr, équivalent des obligations du Trésor étatsunien, et de le vendre sur l'ensemble de la planète financière. Dans le cas de la Chine, cela exigerait, outre une sécurisation du droit des contrats, de libéraliser complètement les flux de capitaux, notamment sortants, afin que l'épargne abondante des ménages chinois puisse s'investir à l'étranger tandis que le reste du monde investirait en Chine, la différence des deux flux étant égale à l'excédent courant de la Chine. Une perspective encore un peu lointaine.

La zone euro est mieux positionnée, avec une sécurité des contrats et une liberté des flux de capitaux déjà acquises. Jusqu'ici, l'internationalisation de l'euro s'est trouvée ralentie par un système financier fragmenté et l'absence d'"actif sûr" en quantité suffisante, pouvant rivaliser avec les titres du Trésor américain. Or, les choses pourraient changer sur les deux tableaux.

D'un côté, la défragmentation du marché financier européen est une priorité européenne, dans le cadre de **l'Union pour l'épargne et l'investissement** avec, notamment, une supervision unique des marchés. De l'autre, la perspective d'un coûteux réarmement en Europe pourrait ouvrir la voie à une nouvelle émission de dette européenne. En parallèle, le rapprochement des gisements en euros existants et, aujourd'hui, émis séparément par l'Union européenne (689 Mds€), le Fonds européen de stabilité financière (211 Mds€), le Mécanisme européen de stabilité (78 Mds€), voire la Banque européenne d'investissement (298 Mds€) permettrait de constituer un stock d'actifs sûrs significatif. À plus long terme, les incertitudes géopolitiques et climatiques pourraient amener les Européens à financer en commun une part croissante de leurs investissements publics, via un budget européen plus substantiel et l'émission de dette européenne. Conditionnellement au respect des règles budgétaires européennes, les dettes publiques des grands pays de la zone euro continueront d'offrir aux marchés de proches substituts à une véritable dette européenne.

À la suite de Ragnar Nurkse (1944), une multipolarisation du SMI est parfois jugée risquée, les marchés pouvant à tout moment basculer d'une monnaie vers une autre. Cette potentielle instabilité des choix d'allocation de portefeuille doit cependant être mise en regard de deux facteurs de stabilisation : (i) l'atténuation du dilemme de Triffin (par multiplication des sources de liquidité) et (ii) le recouvrement d'un instrument d'ajustement du déficit américain : n'étant plus incontournable, le dollar pourrait enfin servir de variable d'ajustement pour la balance des paiements américaine (**Bénassy-Quéré et Forouheshfar, 2015**).

Charles Kindleberger (1973) a introduit le concept de "stabilité hégémonique" : la puissance dominante ayant intérêt à pérenniser le statu quo, elle va faire en sorte d'éviter une crise. En pratique, la Réserve fédérale américaine agit comme un prêteur en dernier ressort pour le monde entier, via ses lignes de swap et de prise en pension développées avec les autres banques centrales : en cas de pénurie de dollars, la Fed offre des dollars pour une période déterminée, contre d'autres monnaies ou contre des titres de dette du gouvernement fédéral qui sont déposés en garantie. Cette solidarité entre banques centrales est essentielle, et elle a bien fonctionné durant la crise financière mondiale de 2008. Cependant, cette « stabilité hégémonique » n'a pas permis d'éviter la crise qui, comme cela est aujourd'hui bien documenté, trouve son origine dans un endettement excessif aux États-Unis.

Quid d'un accord de Mar-a-Lago ?

Dans son **essai** publié en novembre 2024, Stephen Miran propose de résoudre le problème du SMI non par une évolution structurelle (DTS, multipolarisation), mais par un accord international de type Plaza (1985). Lors d'une réunion restée célèbre à l'hôtel Plaza de New York, les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, l'Allemagne de l'Ouest et la France s'étaient entendus pour stopper, par des interventions concertées sur le marché des changes, l'ascension du dollar, dont la valeur avait doublé en 5 ans. C'était une autre époque, au début de la mondialisation financière (voir le **livre** publié par le Peterson Institute

pour le trentième anniversaire de l'accord du Plaza). Quarante ans plus tard, Stephan Miran prescrit de nouveau de faire baisser la valeur du dollar par des interventions de change coordonnées. Afin de faire baisser le dollar tout en sécurisant le financement du déficit budgétaire, il propose que les ventes coordonnées de dollars soient en partie compensées par des achats de titres à très long terme (100 ans), voire des titres perpétuels. Pour convaincre les autres pays d'obtempérer, il préconise d'utiliser l'arme des droits de douane.

En 1971, Richard Nixon avait déjà utilisé cette arme pour forcer ses partenaires à réévaluer leurs monnaies. Miran reconnaît que, si les partenaires n'obtempèrent pas immédiatement, alors la hausse des tarifs fera monter le dollar, mais il considère que ce sera transitoire – l'objectif *in fine* est bien une dépréciation du dollar, qui se substituerait aux droits de douane préalablement mis en œuvre. Alternativement, il suggère d'imposer un "droit d'usage" sur les détentions d'obligations du Trésor étatsunien à l'étranger, ce qui aurait l'avantage de rapporter des revenus tout en dépréciant immédiatement le dollar, mais l'inconvénient de faire monter les taux d'intérêt de marché et d'être une mesure facilement contournable (voir **McCauley, 2025**).

Outre que l'impact des accords du Plaza sur le dollar est contesté (le dollar ayant commencé de se déprécier avant l'accord du 22 septembre 1985), certains partenaires des États-Unis en ont conservé un souvenir cuisant. Le Japon a en particulier dû rapatrier une forte épargne antérieurement placée aux États-Unis. Cet afflux de capitaux a contribué à la formation d'une bulle financière et immobilière, qui s'est terminée par un éclatement au début des années 1990, suivi de longues décennies de déflation. En admettant que les États-Unis parviennent néanmoins à convaincre leurs partenaires de réitérer l'expérience, que peut-on en attendre ? Les résultats de la recherche sur les interventions de change ne sont guère encourageants. Les interventions de change n'ont presque jamais d'effet durable sur le niveau des taux de change dans les économies avancées, notamment lorsqu'elles ne sont pas cohérentes avec les politiques monétaires suivies.

Sans modification des politiques macroéconomiques, et donc, des différentiels de rendement anticipés, une dépréciation du dollar offrirait une opportunité d'achat pour les investisseurs privés, de sorte que la monnaie américaine retrouverait rapidement son niveau d'avant l'accord de change ; d'autant plus si la hausse des droits de douane fait planer la perspective d'une appréciation du dollar. Or, les banques centrales sont désormais indépendantes, avec un objectif clair de lutte contre l'inflation. Elles vont donc rester concentrées sur les risques inflationnistes propres à chaque pays ou zone, de sorte que l'hypothèse d'une inflexion durable des taux de change suite à un accord international apparaît très… spéculative.

Rééquilibrer les balances courantes

Si la perspective d'un accord international sur les taux de change paraît très incertaine, les déséquilibres de balances courantes sont pourtant réels. Leur caractère inquiétant ou non fait débat, notamment pour une économie s'endettant dans sa propre monnaie. Mais le fait est que la nouvelle administration Trump se montre particulièrement préoccupée des déficits extérieurs. Comment les réduire ?

Les politiques de protection tarifaire ne sont à l'évidence pas la bonne piste. Comme le montrent **Estefania-Flores et al. (2022)**, le protectionnisme réduit les flux de commerce, le PIB, l'investissement et la productivité, mais il est sans effet sur le solde commercial. Imposer des droits différenciés selon les partenaires commerciaux, comme l'envisage la nouvelle administration américaine, est encore moins efficace, les flux commerciaux empruntant alors des chemins indirects via des "pays connecteurs" leur permettant d'entrer aux États-Unis avec des droits moindres (**Alfaro et Chor, 2023**).

En réalité, les déséquilibres extérieurs reflètent avant tout des déséquilibres macroéconomiques, de sorte que découper les déséquilibres en soldes bilatéraux n'aide pas à les traiter :

- Le déficit étatsunien est dû à un excès de dépenses (consommation et investissement) par rapport aux revenus (le PIB). Une part importante de cet excès résulte du déficit budgétaire. Sur un échantillon de 193 pays sur la période 1980-2016, **Afonso et al (2022)** estiment ainsi que, toutes choses égales par ailleurs, une hausse du déficit budgétaire de 1 point de PIB accroît le déficit extérieur courant de 0,29 à 0,45 point de PIB, confirmant l'hypothèse de déficits jumeaux.
- En miroir, l'excédent chinois, pour prendre cet exemple, est dû à une insuffisance de dépenses par rapport aux revenus. S'il a diminué récemment, le taux d'épargne brute en Chine reste très élevé en comparaison internationale : 34% du revenu disponible en 2023, contre 11% aux États-Unis. Tout en reconnaissant la nécessité de développer la protection sociale en Chine afin de soulager les ménages de

leur besoin d'épargne de précaution, le gouvernement chinois continue de prioriser le développement de l'outil de production. Or, la baisse continue des prix de production en Chine suggère l'existence de capacités de production excédentaires, sans que le manque de rentabilité des entreprises ne stoppe le dynamisme de l'investissement.
En définitive, le système monétaire international n'est pas "injuste", ou s'il l'est, ce n'est sans doute pas au détriment des États-Unis. En revanche, certaines politiques économiques internes sont mal ajustées. À court terme, seule leur modification serait en mesure de réduire les déséquilibres extérieurs. Le dollar pourrait s'ajuster de manière endogène et non par le truchement d'un hypothétique accord de change international. Notons toutefois qu'une dépréciation, si elle contribuerait au rééquilibrage du compte courant, pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages étatsuniens ».

Compléments :
1• Dans sa tribune, Agnès Bénassy-Quéré cite l'ouvrage d'Emmanuel Farhi et Matteo Maggiori, « A model of the International Montetary System », publié le 21/8/2017.
En voici les résumé et présentation que les auteurs en font :
« Nous proposons un modèle simple du système monétaire international. Nous étudions l'offre et la demande mondiales d'actifs de réserve libellés en différentes monnaies selon divers scénarios : un monde hégémonique versus un monde multipolaire ; des actifs de réserve abondants versus rares ; et un étalon-or versus un système de taux de change flottant. Nous rationalisons le dilemme de Triffin, qui postule l'instabilité fondamentale du système, ainsi que la prédiction courante concernant l'émergence naturelle et bénéfique d'un monde multipolaire, l'avertissement de Nurkse selon lequel un monde multipolaire est plus instable qu'un monde hégémonique, et l'argument keynésien selon lequel une rareté des actifs de réserve sous un étalon-or ou à la limite inférieure de zéro est récessionniste. Notre analyse est à la fois positive et normative ».

2• Dans sa tribune, Agnès Bénassy-Quéré cite également un travail d'E. Fahri, P.-O. Goutichas et H. Rey. Il s'agit d'un travail auquel A. Bénassy-Quéré a également participé, avec quelques autres aussi, publié par le Conseil d'Analyse Économique, publié en 2011 et consacré à la réforme du SMI :
https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/99.pdf
Nous en reproduisons ci-après le paragraphe consacré à « 2. Quel avenir pour l'hégémonie américaine ? » :

« Deux points sont à retenir de ce qui précède. Tout d'abord, un des attributs essentiels du dollar en tant qu'actif de réserve tient à la *liquidité* que les bons du Trésor américains peuvent fournir à l'économie globale. Cette liquidité se révèle essentielle en période de crise globale, ainsi que la crise financière récente a pu l'illustrer. Ensuite, cette liquidité repose en dernier ressort sur la *capacité fiscale* de l'émetteur, qui lui permet de garantir la contre-valeur de son passif, en particulier vis-à-vis de détenteurs étrangers, et ce même lorsque l'économie mondiale se trouve en péril(4).
Ces principes étant posés, nous pouvons évaluer les conséquences naturelles de certaines transformations structurelles qui sont en train de s'opérer dans l'économie mondiale. Ces transformations ont de profondes implications pour le rôle et la capacité des États-Unis à maintenir leur hégémonie monétaire.
2.1. Les tendances de l'économie mondiale
Nous identifions quatre tendances lourdes dont les conséquences sur le système monétaire international ne doivent pas être négligées. Les deux premières concernent la *demande d'actifs de réserve.* Les deux dernières concernent l'*offre* de ces mêmes actifs.
2.1.1. La « grande convergence » et la demande d'actifs de réserve
Nous assistons depuis le début des années quatre-vingt-dix à un phénomène de convergence massif entre les économies avancées et les économies émergentes. La part des pays avancés dans le PIB mondial est passée de 78,2 % en 1992 à 64,3 % en 2009(5). Une partie importante de cette convergence est la conséquence naturelle de la transition vers l'économie de marché des pays à économie planifiée (bloc soviétique, Chine). Une autre partie reflète simplement le processus de développement et de rattrapage des pays émergents à fort potentiel de croissance, en particulier, le Brésil et l'Inde, une fois que les

verrous domestiques à la croissance sont levés. Une dernière partie reflète l'enrichissement rapide des pays producteurs de matières premières (pétrole, minerais) suite à la forte augmentation des prix de ces produits, qui est elle-même une conséquence de l'accroissement de la demande en provenance des pays en cours d'industrialisation.

(4) De ce point de vue, il est à noter que nous mettons l'accent dans notre discussion sur la provision *publique* d'actifs sûrs. Le secteur financier *privé* peut lui aussi peut créer des actifs « quasi » sans risque (par exemple, des créances privées avec notation AAA). Néanmoins, la crise récente a illustré de manière dramatique à quel point les actifs « quasi » sans risque ne sont pas vraiment sûrs lors d'une crise globale. La capacité du secteur public à mobiliser les ressources de la nation pour garantir la valeur des créances de l'État (« *deep pockets* ») n'a pas d'équivalent dans le secteur privé. Ces points sont développés plus en détail dans la section 3.

(5) Pour ce calcul, le groupe des pays avancés contient les pays industrialisés européens, les États-Unis, le Japon ainsi que l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande. Les données proviennent du *World Development Indicators* de la Banque mondiale.

Il est à noter cependant que la part des États-Unis dans le PIB mondial a peu changé au cours de la même période, passant de 25,6 % en 1992 à 24,3 % en 2009. Il en résulte que la baisse de la part des pays avancés se concentre sur les pays européens (de 36 à 29,5 %) et surtout du Japon (de 15,5 à 8,7 %).

Cette *grande convergence* a des conséquences fondamentales sur la *demande* d'actifs de réserve. En particulier, il faut observer que le développement économique des pays émergents précède souvent leur dévelop- pement financier. La croissance économique induit naturellement une demande *privée* d'actifs financiers stables chez les ménages des pays émergents, et ce afin de pouvoir transférer à moindre risque leur pouvoir d'achat dans le temps et subvenir à leurs besoins (retraite, santé, éducation, acquisition de logement). La croissance induit aussi une demande *publique* d'actifs sans risque dans une perspective *intertemporelle,* en particulier, chez les pays producteurs de matières premières, afin de lisser leurs recettes et de constituer un "trésor de guerre" pour les générations futures selon un mécanisme bien connu de "recyclage des pétrodollars".

Or, les marchés financiers de nombreux pays émergents offrent peu d'actifs locaux véritablement sans risque, un déficit attribuable en partie à un sous-développement institutionnel(6). Dans le contexte d'une économie financière globalisée, cet *excès de demande* d'actifs sûrs se dirige vers les marchés financiers des pays développés et alimente la demande pour les actifs de réserve de la zone dollar(7) (*cf*. Caballero, Farhi et Gourinchas, 2008a).

Dans la mesure où le processus de convergence est enclenché mais encore loin d'être réalisé, nous devons anticiper un accroissement de la demande d'actifs de réserve de la part des pays émergents à fort potentiel de croissance, ainsi que des pays producteurs de matières premières, au moins tant que les facteurs institutionnels ne permettront pas une augmentation de l'offre locale d'actifs sans risque(8).

(6) Les facteurs institutionnels qui augmentent le risque de placement financier dans les pays émergents sont bien connus. On citera l'absence de droits de propriété bien définis, certaines faiblesses du cadre prudentiel et de réglementation financière, l'opacité dans laquelle opèrent certains marchés, ainsi que des risques plus macros, tels que la taxation (explicite ou implicite sous forme de corruption), le risque de défaut, voire même l'expropriation des créances. Certains de ces facteurs sont aussi présents sur les places financières des pays industrialisés, mais ils ne concernent en général que les actifs *privés*. En d'autres termes, la provision *publique* d'actifs sans risque est elle-même souvent immune à ces problèmes, au moins tant que la capacité fiscale de l'émetteur est maintenue. Cela justifie encore notre attention sur l'offre et la demande d'actifs *publics*.

(7) La demande privée d'actifs sans risque est souvent elle-même "intermédiée" par les banques centrales domestiques qui offrent à leur résidents des bons de stérilisation adossés aux actifs de réserve détenus en contrepartie.

(8) Il est à noter que dans un monde financièrement globalisé, la demande d'actifs de réserve ne s'identifie pas avec les surplus ou déficits du compte-courant. En particulier, il est tout à fait possible pour un pays d'accroître ses encours de réserves tout en finançant un déficit de son compte-courant par l'intermédiaire de flux de capitaux privés.

2.1.2. Crises financières et demande d'actifs de réserve des pays émergents

Un deuxième facteur vient s'ajouter au premier et accroître la demande *publique* d'actifs de réserve. Les économies des pays émergents sont soumises depuis toujours aux aléas de l'économie mondiale : fluctuations des prix des matières premières (en 1974-1979 et plus récemment en 2006-2009 et en 2011), mouvements abrupts des taux d'intérêt mondiaux (en 1982 suite aux relèvements des taux directeurs américains), changements de direction soudains des flux privés de capitaux (en 1997 lors de la crise asiatique, ou encore en 2008 après la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers). Ces corrections violentes sont souvent l'occasion de brusques soubresauts des économies nationales qui doivent faire face à un tarissement de leur financement externe, une baisse de leurs recettes

d'exportations, une augmentation de la charge de la dette et un ajustement brutal de la valeur de leur monnaie. Suite à la crise financière asiatique de 1997, de nombreux pays émergents se sont mis à accumuler des actifs de réserve dans des proportions importantes, afin de faire face à ces chocs externes.
Cette stratégie, qui contribue à accroître la demande d'actifs de réserve libellés en dollars s'est trouvée *renforcée* lors de la récente crise financière. Ainsi, certaines études empiriques suggèrent que les pays détenant plus de ré- serves ont mieux géré la crise(9). Il suffit d'observer la rapidité avec laquelle les pays émergents ont repris leur accumulation de réserve en 2009 pour conclure que cette leçon a été retenue par les dirigeants des pays émergents.

2.1.3. L'émergence de monnaies de réserve alternatives

Du côté de l'offre, la naissance de l'euro en 1999 a créé une zone monétaire d'une taille comparable à la zone dollar. En 2009, le PIB de la zone euro s'établissait à 12 400 milliards de dollars, contre 14 100 milliards de dollars pour les États-Unis et 5 000 milliards de dollars pour la Chine. Bien qu'encore loin derrière, cette dernière a ouvertement déclaré ses ambitions globales pour le yuan et poursuit une stratégie active d'internationalisation de sa monnaie. Dans les court et moyen termes, ces développements ne suffisent pas à modifier substantiellement l'offre d'actifs de réserve. La Chine n'offre pas encore d'actifs de réserve à proprement parler. Quant à l'euro, au plus fort de la crise financière, le repositionnement des portefeuilles internationaux (publics et privés) en direction du dollar et non de l'euro, a contribué à l'appréciation de la monnaie américaine(10). Depuis, les incertitudes face à la crise des pays de la périphérie ont continué de peser sur la monnaie commune.

(9) *Cf.* Frankel et Saravelos (2010), FMI (2010) ainsi que Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2009). D'autres études, en particulier Rose et Spiegel (2010) ou bien Blanchard, Faruqee et Das (2010) ne trouvent pas d'effet significatif de l'accumulation de réserves sur l'incidence de la crise. Il est à noter cependant que de nombreux pays détenant des stocks considérables de réserves, tels la Corée, ont préféré ne pas utiliser ces réserves au plus fort de la crise, de peur d'envoyer un signal de détresse aux marchés financiers.

(10) Le taux de change de l'euro passant de 1,60 dollar en avril 2008 à 1,26 dollar en novembre de la même année.

2.1.4. Tendances fiscales et démographiques des pays industrialisés et offre d'actifs de réserve

Enfin, il convient de noter que de nombreux pays industrialisés, et notamment les États-Unis, auront à faire face dans les années à venir à de sérieuses pressions fiscales, liées au vieillissement de leur population, à l'augmentation rapide de la part – socialisée – des dépenses de santé dans le budget des États, ainsi qu'à la stabilisation de dépenses publiques sérieusement affectées par le ralentissement dû à la crise financière (stabilisateurs automatiques) ainsi qu'aux dépenses nécessaires au renflouement du secteur bancaire et financier(11). De ce point de vue, la consolidation fiscale de long terme des comptes publics américains est nécessaire afin de préserver aussi la liquidité et la sécurité des bons du Trésor américains, préalable indispensable à l'offre d'actifs de réserve. Ces développe- ments indiquent que la capacité fiscale des États-Unis n'est pas illimitée.

Ce rapide panorama permet d'anticiper un accroissement du déséquilibre entre offre et demande d'actifs de réserve dans un avenir proche(12).

À quelles conséquences pouvons-nous nous attendre ? La réponse à cette question dépend de l'horizon auquel on raisonne.

2.2. À court terme : les déséquilibres s'exacerbent

Les mécanismes déstabilisateurs qui ont pu jouer un rôle important pendant la crise financière risquent de se renforcer. En particulier, l'excès de demande pour les actifs sans risque pourrait contribuer à faire augmenter le coût de la liquidité, autrement dit à faire baisser les taux d'intérêt mondiaux. Dans la mesure où un faible coût de l'argent alimente des dynamiques spé- culatives (recherche de rendement, augmentation des effets de levier par recours à un endettement bon marché), l'accroissement de ce déséquilibre peut contribuer à fragiliser l'économie mondiale (*cf.* section 3).

Les déséquilibres mondiaux ou "*global imbalances"* pourraient donc persister. La demande d'actifs sans risque émanant des pays émergents et producteurs de matières premières se dirigeant vers les États-Unis pourrait ainsi contribuer à maintenir les déséquilibres externes (du compte-courant) des dernières années(13).

(11) D'après les projections du *World Economic Outlook* (FMI), la dette publique nette des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon devrait atteindre 78, 78 et 142 % des PIB respectifs en 2013.

(12) Nous noterons, par ailleurs, que les différentes propositions de réforme des marchés financiers suite à la crise financière ont aussi potentiellement un impact sur la demande et l'offre d'actifs de réserve. Par exemple, si la régulation contribue à diminuer la capacité du secteur financier à manufacturer des actifs sans risque, cela exacerbera le déséquilibre entre offre et demande d'actifs de réserve.

(13) De ce point de vue, une interprétation possible est que les déficits du compte-courant ne sont pas nécessairement en eux-mêmes à la source de la crise. Ils reflètent, entre autres choses, les déséquilibres entre la demande et l'offre d'actifs de réserve de différentes régions géographiques. Si cette interprétation est correcte, il en découle qu'un rééquilibrage des comptes-courants (par exemple, en augmentant la demande interne en Asie en la réduisant aux États-Unis) ne ferait pas forcément changer beaucoup l'offre et la demande globale d'actifs de réserve, n'aurait qu'un impact secondaire sur les taux d'intérêt mondiaux et ne contribuerait pas en tant que tel à stabiliser l'économie mondiale. Cette interprétation ne fait pas consensus et certains observateurs voient dans la réduction des grands déséquilibres (« *global imbalances* ») un objectif en soi, qui contribuerait à améliorer le fonctionnement de l'économie mondiale.

2.3. Le moyen terme : dilemme de Triffin et monde multipolaire

Les observations précédentes indiquent l'émergence d'une version moderne du dilemme de Triffin. Dans les années soixante, Robert Triffin identifia une faiblesse fondamentale du système de Bretton Woods. Dans le cadre de ce système, les monnaies des pays membres s'échangeaient à un taux fixe contre le dollar, tandis que la valeur du dollar était fixée en or, au prix de 35 dollars l'once.

Triffin observa que dans un système de changes fixes, la demande de liquidité mondiale croît avec l'économie mondiale. L'économie mondiale connaissait alors une phase de forte croissance, suite à la reconstruction d'après-guerre en particulier des économies européennes et japonaise. Le stock de dollars détenu à l'étranger allait donc augmenter en conséquence. Cependant, les encours d'or des États-Unis, liés à la quantité physique d'or disponible allaient rester plus ou moins constants.

Maintenir la valeur en or du dollar allait donc devenir de plus en plus difficile, et la crise du dollar inéluctable, à moins d'adopter une politique monétaire extrêmement déflationniste (d'où le dilemme). Dix ans avant la fin du système de Bretton Woods, Triffin pronostiqua donc son effondrement.

La valeur en or du dollar n'est plus fixée, mais nous vivons toujours dans un monde à la Triffin. La source du problème dans les années soixante tenait à l'inadéquation entre les encours d'or de la Réserve fédérale (le "*backing"* du dollar) et les encours de dollars détenus à l'étranger. De la même manière, il y a maintenant une inadéquation grandissante entre la capacité fiscale des États-Unis (le "*backing"* des bons du Trésor américains) et la détention d'actifs de réserve, autrement dit, les encours externes de dette américaine.

La forte croissance de l'économie mondiale stimule la demande d'actifs libellés en dollar. Mais la capacité fiscale des États-Unis a vocation à diminuer par rapport à la taille de l'économie mondiale. Au-delà du régime de taux de change, c'est bien la capacité à fournir la liquidité en période de tensions sur l'économie mondiale qui définit l'émetteur de la monnaie de réserve. Cette capacité dépend de la capacité fiscale. Dans un monde élargi, les États-Unis seront donc amenés inéluctablement à perdre le monopole de la monnaie de réserve.

Nous allons donc entrer, plus ou moins rapidement, mais inéluctablement, dans un monde *multipolaire*. Quelles seront les monnaies de réserve qui viendront concurrencer le dollar ? De par la taille des économies qu'ils recouvrent, seuls l'euro et le yuan sont des candidats sérieux. L'euro est déjà une monnaie de réserve régionale. Les autorités chinoises préparent activement l'internationalisation du yuan.

2.4. Monde multipolaire et offre d'actifs : un monde plus stable

L'émergence de ce monde multipolaire contient une source importante de *stabilisation* de l'économie mondiale. En augmentant l'offre d'actifs de réserve, le monde multipolaire résout naturellement le dilemme de Triffin.

En d'autres termes, le monde multipolaire élargit la capacité fiscale derrière la provision d'actifs sûrs. Cette capacité fiscale est désormais déterminée par la capacité collective des pays émetteurs de monnaie de réserve, et peut donc s'adapter et croître avec les besoins de l'économie mondiale. Cet accroissement pourrait contribuer à dissiper la pénurie d'actifs sûrs. Nous renvoyons à la section 3 pour une exposition des bénéfices d'un tel développement en termes de stabilité financière.

Par ailleurs, dans un monde multipolaire, chaque pays émetteur de réserve pourra bénéficier d'une partie de la prime de liquidité (privilège exorbitant), du moins tant que sa capacité fiscale lui permettra de maintenir son statut d'émetteur de réserves. La concurrence fiscale qui en résultera, pourrait encourager une certaine prudence des politiques budgétaires, afin de préserver la capacité fiscale, caractéristique essentielle du statut de monnaie de réserve.

Enfin, en augmentant le degré de substitution entre différents actifs de réserve, un monde multipolaire peut contribuer à limiter les fluctuations de taux de change ou de prix des actifs de réserve (taux d'intérêt)(14).

Dans cette perspective, il est souhaitable de favoriser les efforts visant à accélérer la transition vers un monde multipolaire. Il faut réfléchir aux moyens concrets de développer un marché liquide et stable de bons du Trésor libellés en euro et en yuan.

En particulier, il est souhaitable de favoriser l'émission d'obligations européennes avec co-garanties ou "*euro bonds"*, en s'inspirant, par exemple, des "*blue bonds/red bonds"* proposés par Delpla et von Weiszäcker (2010). Ainsi, chaque pays de la zone euro pourrait émettre une quantité maximale d'"*euro bonds"* (*blue bonds*), correspondant à une fraction déterminée de son PIB. Ces « *euro bonds* » bénéficieraient de la garantie budgétaire collective des pays émetteurs, et seraient seniors par rapport au reste de la dette. Ce mécanisme mutuel d'assurance rendrait les "*euro bonds"* très sûrs. Le reste de la dette (*red bonds*) ne disposerait pas de ces garanties. Le fait qu'elle soit junior la rendrait plus risquée. Le rôle de discipline du marché ne serait donc pas éliminé. Le risque d'aléa moral suscité par l'assurance fournie par les co-garanties sur une partie de la dette pourrait être limité par des règles budgétaires nationales, un système renforcé de surveillance multilatérale et de sanctions graduées.

(14) La volatilité des prix (taux de change, taux d'intérêt et, plus généralement, prix des actifs financiers) et des quantités (flux de capitaux) dépend de l'élasticité des courbes d'offre et de demande pour ces actifs. À court terme, l'offre est sans doute inélastique. Plus la demande est élastique, plus les chocs d'offre font bouger les quantités plutôt que les prix. En ce sens, si les actifs de réserve deviennent plus substituables, leurs prix relatifs devraient se stabiliser.

Ce mécanisme permettrait de créer un marché d'"*euro bonds"* à la fois large et liquide, offrant ainsi la possibilité aux États de la zone euro de financer une partie de leur dette à des taux d'intérêt faibles. L'émission d'obligations européennes de ce type devrait susciter un fort engouement de la part des marchés(15).

En ce qui concerne la Chine, étant donné son niveau de développement financier plus limité, il est souhaitable d'encourager une libéralisation pro- gressive avec ouverture du compte de capital, convertibilité de la monnaie, et émergence progressive d'un marché de la dette d'État libellé en yuans.

Proposition 1

Favoriser le développement d'alternatives aux bons du Trésor américains comme actifs de réserve privilégiés, afin d'accélérer la transition inéluctable vers un système multipolaire. Dans cette perspective, l'émission d'obligations européennes avec co-garanties semble particulièrement souhaitable. À un horizon sans doute plus lointain, l'ouverture du compte financier chinois, la convertibilité du yuan et le développement du marché des bons en yuans seront aussi nécessaires.

2.5. Monde multipolaire et complémentarités stratégiques : un monde plus risqué

Le scénario décrit plus haut n'est guère dangereux. Malheureusement, ce n'est pas le seul. Il faut en effet considérer la possibilité que le monde multipolaire *exacerbe* les chocs financiers et économiques.

Quel en serait le mécanisme ? L'émergence d'un monde multipolaire implique la coexistence d'actifs sûrs libellés dans des monnaies différentes. Pour être sûrs, ces actifs doivent partager un certain nombre de caractéristiques. Autrement dit, ils doivent être perçus comme largement substituables. Un corollaire de cette substituabilité est que de faibles changements dans les fondamentaux, ou dans la perception de ces fondamentaux, peuvent provoquer des mouvements massifs de capitaux. Une mauvaise nouvelle fiscale, par exemple, dans un des pays de réserve pourrait déclencher une fuite des capitaux, et ce d'autant plus facilement que des placements alternatifs existent désormais.

(15) Les coûts d'emprunt de l'Allemagne pourraient augmenter selon ce scénario – puisque l'Allemagne bénéficie d'une prime de liquidité dans le contexte européen. Mais ils pourraient aussi diminuer. En effet, l'émission sur une grande échelle de bons européens avec co- garanties pourrait susciter l'intérêt de larges investisseurs étrangers qui préfèrent actuellement rester en dehors du marché des emprunts nationaux étant donné leur taille.

Imaginons, pour fixer les idées, un monde où les États-Unis, la Chine et la zone euro coexistent, chacun avec leur monnaie de réserve. Leurs actifs sont considérés comme très substituables du point de vue de leur liquidité, sûreté et rendement. Imaginons maintenant que l'une de ces régions, par exemple la zone

euro, connaisse une crise financière nécessitant une intervention budgétaire qui teste la capacité fiscale de la région. Les investisseurs choisiront immédiatement de basculer leur portefeuille en euros sur des actifs libellés en yuans ou en dollars, perçus comme moins risqués.
Ce phénomène sera renforcé par des *complémentarités stratégiques* entre investisseurs. En effet, la valeur d'une monnaie pour un investisseur dépend de la perception des autres investisseurs. Ainsi, il est possible qu'une monnaie perde brutalement son statut de monnaie de réserve, suite à une perte de confiance collective dans sa valeur. Ce basculement s'accompagnerait de violents mouvements de capitaux et de fluctuations potentiellement importantes de taux de change et de taux d'intérêt(16). Les répercussions de cet arrêt brutal "*sudden stop"* sur l'économie de la zone euro pourraient être sévères.
De plus, un épisode de ce type aurait pour conséquence de réduire, de façon endogène, l'offre d'actifs sûrs dans l'économie mondiale, accentuant ainsi le dilemme de Triffin.
De telles crises pourraient aussi trouver leur origine dans des phénomènes auto-réalisateurs, en l'absence de chocs fondamentaux. Le monde multipolaire est susceptible de connaître des périodes de stabilité alternant avec des périodes de crises. Ces crises seront d'autant plus sévères qu'elles activeront des dynamiques de ruées ("*run"*), chaque investisseur ayant intérêt à anticiper la crise en convertissant ses réserves avant les autres.
Ces fragilités pourraient conduire à des biais dans les politiques budgétaires, chaque pays émetteur cherchant à démontrer qu'il est plus vertueux que ses concurrents.
On a pu voir certains de ces mécanismes opérer à une échelle moins globale au sein de la zone euro depuis le début de la crise de la dette souveraine. Jusqu'à l'été 2009, les titres de dette d'États européens étaient considérés comme relativement substituables, avec des écarts de taux relativement faibles. Cette perception a volé en éclat avec la crise grecque. On a alors assisté à des réallocations massives de portefeuilles en direction des pays perçus comme sûrs (Allemagne).
Les deux sections qui suivent identifient certaines des inefficacités systémiques présentes dans le système monétaire international (section 3) et proposent certaines réformes pour y répondre (section 4). Les propositions que nous développons permettent en partie de "gérer" l'instabilité du monde multipolaire, ainsi que de gérer l'instabilité du monde de Triffin.
(16) À la différence de l'effet stabilisateur sur les taux de change du monde multipolaire décrit plus haut, la perte du statut de réserve entraînerait un effondrement de la demande pour ces actifs, et déclencherait des ajustements importants sur les prix.
(…) ».

• Les analyses de Don Diego De La Vega, de Rémi Bourgeot et d'Arnaud Castaignet dans Atlantico.fr, le 9 avril

« *Atlantico : La politique de Trump vise à réindustrialiser les États-Unis suite à la hausse des droits de douane. Mais pensez-vous que la réindustrialisation à travers des mesures protectionnistes soit viable à long terme, ou existe-t-il des alternatives moins risquées ? Qu'est-il possible de faire ? Quelles réponses apporter pour la question de la réindustrialisation ? Quelles sont les solutions alternatives ? Comment atteindre les objectifs légitimes de l'administration Trump sans faire exploser l'économie mondiale ?*
Don Diego de la Vega : Si un jour un pays a réussi à se réindustrialiser, cela n'a certainement pas été grâce à des tarifs douaniers. Cela constituerait un précédent si Donald Trump réussissait son pari, surtout qu'à l'échelle des États-Unis, il faudrait que ce soit un mouvement macroéconomique significatif, pas simplement la réimplantation de quelques usines au fin fond de l'Arizona. Cette stratégie risque de ne pas être suffisante, de ne pas être compatible avec les compétences américaines, ni avec les salaires nets médians américains, ni avec le reste de la stratégie américaine. Il y a un grand point d'interrogation derrière la stratégie de Donald Trump. L'objectif lui-même est très difficilement atteignable avec les méthodes proposées.
Les économistes considèrent que l'objectif de la réindustrialisation, ce qui est déjà sujet à débat, ne peut pas être l'avantage comparatif des États-Unis. Il concerne plutôt des secteurs immatériels et intangibles. Compte tenu de leur structure de coûts et de nombreuses autres caractéristiques, cela semble plus probable. Mais admettons que les États-Unis aient des matières premières et une volonté politique de

réindustrialiser. Dans ce cas, peut-être que l'instrument principal serait une politique de formation, visant à former davantage d'ingénieurs plutôt que de juristes. Cela pourrait être une étape préalable.
Un autre axe de réindustrialisation consisterait à partir de l'existant. Cela pourrait inclure des secteurs comme le gaz ou les transports. Il est possible de partir de l'existant mais qui est souvent dans un état fragile. Cela concerne notamment Boeing, Intel et un certain nombre d'acteurs historiques qui rencontrent de grosses difficultés actuellement et qui sont parfois mal positionnés. Il pourrait donc être nécessaire d'essayer de colmater les brèches, mais cela n'est pas évident.
Il est possible aussi d'envisager de travailler sur le dollar, car il est possible que cette stratégie ne soit pas compatible avec un dollar aussi fort. Dans ce cas, un accompagnement de la politique monétaire pourrait être nécessaire. Enfin, il faudrait prévoir une stratégie en collaboration avec les Mexicains et les Canadiens pour les États-Unis. Il serait préférable de faire jouer les complémentarités plutôt que d'adopter une logique de chantage.
En fin de compte, la stratégie des droits de douane est assez curieuse, car depuis 30 ans, les États-Unis sont bel et bien un pays qui bénéficie de l'enrichissement lié à la mondialisation. Vouloir corriger quelque chose qui rapporte autant n'est-il pas curieux ? Il ne s'agit pas de corriger cela sous forme de redistribution interne, de mieux répartir les gains liés à la mondialisation aux États-Unis. La manière la plus inefficace d'agir, cependant, serait d'imposer des tarifs douaniers aux Chinois.
Concernant le problème de la redistribution interne, il existe des outils sociaux et fiscaux pour cela. En revanche, utiliser un tarif douanier contre des acteurs situés à 12.000 kilomètres et qui vous prêtent leur force de travail pour un prix modique, je ne vois pas bien en quoi cela pourrait favoriser une redistribution interne aux États-Unis. Ce n'est pas de la faute des Chinois s'il y a quinze acteurs qui profitent pleinement de la mondialisation aux États-Unis, tandis que cela ne se répercute pas assez sur le niveau de vie de la classe moyenne.
Les tarifs douaniers affectent-ils également la compétitivité de l'industrie américaine à l'échelle mondiale, notamment par rapport aux économies émergentes ou aux partenaires commerciaux comme la Chine et l'UE ? Comment éviter ce piège ?
Don Diego de la Vega : La meilleure façon d'éviter un piège est de ne pas y tomber. Ce qui a été fait depuis le 2 avril et la mise en place des droits de douane est d'ailleurs l'inverse de ce qui est préconisé habituellement. Certains acteurs économiques ont tendance à menacer d'imposer des tarifs douaniers dans le cadre d'une stratégie de communication ou de négociation, mais le faire concrètement, ce n'est pas la même chose. En outre, ce choix éloigne la possibilité d'une résolution du conflit avec la Fed et cela rend plus difficile la mise en place d'une solution monétaire globale. Le fameux accord de Mar-a-Lago, que certains experts voyaient comme une finalité possible à moyen terme ou comme une forme d'accords de Bretton Woods, semble désormais de plus en plus éloigné. La première chose à faire et le plan à mener serait de ne pas commencer par imposer des tarifs, mais plutôt d'envisager d'autres moyens de pression dans le but de réellement influencer les négociations.
Cela peut passer par des licences bancaires, des mesures liées au dollar ou encore le refinancement. De nombreux acteurs européens et asiatiques dépendent du dollar ou sont liés à la Fed sur le plan bancaire car il leur faut régulièrement se rendre au guichet de la Fed de New York pour obtenir des financements. Ce genre de mécanisme constitue un moyen de pression assez puissant. Il est possible de recourir à des leviers géopolitiques tout aussi efficaces. Taïwan et Israël sont les premiers pays à se soumettre à la volonté des États-Unis sur le plan commercial. Ce n'est pas sans lien avec leur situation géopolitique vis-à-vis des États-Unis. C'est probablement aussi le cas pour le Japon, et peut-être demain pour l'Allemagne. Je trouve donc curieux d'utiliser autant l'arme des tarifs douaniers, qui est une arme à double tranchant et plutôt caractéristique du XIXe siècle.
Cela ne devrait pas être irréversible mais il est vrai que si les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux s'engagent dans cette voie et que la pression est maintenue pendant des mois, cela modifiera la nature des chaînes de valeur mondiales et créera beaucoup de problèmes pour très peu de rentrées fiscales.
L'administration Trump met l'accent sur un rééquilibrage géographique et sociologique des bénéfices économiques, notamment pour les zones délaissées. Comment concevez-vous un plan de développement durable qui permette de revitaliser ces régions sans exacerber les tensions sociales ? Quelles seraient les mesures alternatives fiables ?

Don Diego de la Vega : Les Américains ne se sont pas vraiment préoccupés de l'aménagement du territoire car la main-d'œuvre est relativement flexible et mobile. Le territoire est immense également. Cependant, cette flexibilité est en train de disparaître, car malheureusement, l'immobilier se rigidifie, surtout avec des taux hypothécaires à 7 %. Par conséquent, les Américains voyagent et bougent moins depuis quelques années. Cet atout est en train de se perdre.
Il est nécessaire de renforcer les États de l'intérieur, les États rouges, républicains, qui ont soutenu Donald Trump et où il existe une angoisse existentielle liée à la compétitivité et à l'intégration dans les échanges mondiaux. Il est très difficile de faire revenir des industries comme l'acier ou le textile dans la géographie économique américaine pour des raisons structurelles. Aujourd'hui, une aciérie moderne repose essentiellement sur des robots. Il n'est plus nécessaire d'avoir 15.000 ouvriers sur le site industriel d'une aciérie moderne. De plus, les Chinois ont développé un nouveau procédé qui réduit encore la nécessité de main-d'œuvre humaine dans les usines. Ainsi, l'idée de réimplanter des milliers de travailleurs à Gary, dans l'Indiana, pour produire de l'acier relève plutôt de la vision romantique des processus productifs. En ce qui concerne le textile, la situation est encore plus compliquée. Ces emplois seraient refusés par la plupart des Américains, à des tarifs compétitifs. Cette stratégie relève davantage de l'idéalisme que de la réalité. Comme solution alternative, il serait possible de proposer des réductions d'impôts, une allocation universelle, ou des remises de dettes ciblées, car dans certains électorats ruraux, comme en Virginie-Occidentale, les citoyens américains sont fortement endettés. Il serait possible d'essayer de les aider de cette manière. Le crédit d'impôt pour travailleur (Earned Income Tax Credit, ou EITC) est également un excellent mécanisme aux États-Unis. Il fonctionne parfaitement mais reste sous-utilisé depuis des années. Il s'agit pourtant de l'une des meilleures mesures sociales.
En somme, il est possible d'envisager de nombreuses solutions mais la réindustrialisation dans des zones où l'industrie a disparu il y a 30 ans, pour des pays où les salaires sont cinq fois moins élevés, me semble extrêmement compliquée. Il existe également d'autres freins comme par exemple un frein environnemental. Pourquoi les Américains ne disposent-ils pas de terres rares ? Cela s'explique par le fait que ces terres rares doivent être raffinées presque systématiquement. Or, ce processus est très polluant. De plus, les syndicats refusent que la main-d'œuvre soit impliquée dans ces tâches. Par conséquent, il n'est pas possible d'exploiter ces terres rares et de faire ces tâches aux États-Unis. C'est pour cette raison que cela se fait ailleurs. Extraire des terres rares aux États-Unis est envisageable, mais cela nécessiterait de violer toutes les conventions environnementales, de bâillonner les syndicats et de contraindre les travailleurs à accepter des salaires de 10 $ de l'heure pour des tâches polluantes. Il sera difficile de trouver beaucoup de personnes prêtes à accepter cela aux États-Unis.
Il existe de nombreuses contraintes qui rendent cette idée peu réalisable, ce qui nous rend un peu sceptiques. Il serait possible d'aider l'électorat d'une autre manière. Parmi les mesures alternatives envisageables, je proposerais de pousser les remises de dettes car l'électorat soutient cette idée. L'ancien électorat démocrate du Sud était favorable à des remises de dettes à la fin du 19èmesiècle. Cela correspondait au programme des populistes à l'époque. Cet électorat, qui était un bastion démocrate, est devenu une composante majeure de l'électorat républicain trumpiste aujourd'hui. Pour réellement revenir à cette époque-là, à l'époque de William McKinley et aux élections de 1896, il serait préférable de réinjecter du pouvoir d'achat à cette population par le biais de remises de dettes.
Concernant l'équilibre des moteurs de l'économie mondiale, Donald Trump a évoqué la nécessité d'un rééquilibrage entre production et consommation au niveau mondial. Quelles politiques économiques alternatives pourraient permettre de réajuster cet équilibre sans engendrer de déséquilibres mondiaux ou de guerres commerciales ?
Don Diego de la Vega : Je suis très favorable à l'idée de remettre l'accent sur les forces productives et de placer les producteurs avant les manipulateurs de symboles, comme l'évoque Robert Reich. Je soutiens pleinement cette idée. Cependant, cela implique de mener un discours idéologique pour promouvoir les producteurs. Il existe également des problématiques concernant le système de formation, par exemple. Depuis trente ans, les États-Unis ont adopté une économie de type Erin Brockovich, une économie dans laquelle il était devenu plus lucratif d'être avocat et de défendre certaines communautés pour des raisons environnementales ou autres, tout en étant payé 2.000 dollars de l'heure pour générer des conflits juridiques. Dans une économie où il est plus avantageux de poursuivre en justice son voisin, il devient

alors très difficile de convaincre les citoyens de retourner à un travail industriel à 30 $ de l'heure, à 20 kilomètres d'un centre-ville.
Dans une économie de type Erin Brockovich, où beaucoup de personnes se sont orientées vers des services financiers ou juridiques, il est très difficile de les remettre dans une usine, avec une blouse bleue et des tâches de travail en extérieur. Il ne suffit pas d'un simple discours ou d'une communication en faveur des producteurs. Il faut réorienter le système de formation vers cela. Il faut mettre en place un grand nombre de réformes, et il semble que cela ne soit pas réellement engagé. Au-delà des discours, la situation ne prend pas la bonne direction. Par exemple, pour promouvoir véritablement les producteurs, il est nécessaire de réguler l'immigration. Le problème actuel est que les producteurs sont de plus en plus des personnes venues des régions les plus reculées du Mexique. Il faudrait favoriser la production nationale, et pour cela, il est nécessaire d'avoir un contrôle plus strict de l'immigration. Ce n'est pas simple. Un autre moyen de remettre le producteur au centre de l'économie serait de mettre en place une fiscalité adaptée. Concrètement, il s'agirait d'imposer un peu plus les populations des centres-villes et de donner davantage de liberté à ceux qui vivent à la campagne, à 40 kilomètres des zones urbaines, comme c'est souvent le cas au Texas. Il existe des outils pour cela, mais une politique familiale ne serait pas inutile. Aux États-Unis, il existe une politique familiale, mais elle reste marginale. Il serait également probablement nécessaire de réorienter l'économie pour qu'elle repose moins sur l'équité.
Il faudrait envisager des mesures fiscales et sociales plus favorables aux financements par fonds propres et moins favorables aux financements par endettement. De nombreuses mesures alternatives existent pour soutenir les producteurs, mais je n'ai pas l'impression que l'on prenne vraiment cette direction. Un désarmement réglementaire très fort serait nécessaire pour que les entrepreneurs puissent véritablement s'épanouir. Cette direction semblait être prise avec le DOGE d'Elon Musk. Cependant, depuis la semaine dernière, le DOGE est un peu moins en vogue. Depuis l'application des tarifs douaniers, Trump reprend la main sur la politique. Son objectif initial semblait très séduisant, surtout avec une forte présence d'Elon Musk dans l'équation trumpiste. Mais depuis la semaine dernière, l'influence de Musk auprès de Trump a diminué au profit de figures comme Peter Navarro, le grand architecte de la politique douanière mise en place par le président des États-Unis.
Lors de la conférence de sécurité de Munich, Pete Hesgeth a dit qu'il fallait un "hard power" pour négocier et imposer ses vues. L'Europe serait-elle plus crédible si elle avait un véritable hard power politique et militaire à faire valoir ?
Rémi Bourgeot : L'Europe a avant tout besoin de remettre en valeur des compétences réelles, en particulier en matière industrielle. Face à la diversité des économies européennes, la crise de l'euro a initié une course à l'abîme consistant à se focaliser sur la compression des coûts de production au détriment de l'innovation. Bien que la crise énergétique ait fait voler ce modèle en éclat du point de vue de la compétitivité, l'Europe ne parvient pas à reprendre le chemin de la montée en gamme et de l'innovation.
Arnaud Castaignet : Cette administration américaine méprise l'Europe et les Européens. Parfois, elle nous considère comme un adversaire stratégique au même titre que la Chine, parfois comme un vassal, mais l'hostilité et le mépris sont évidents, il suffit de voir les propos de JD Vance en public ou dans le fameux groupe Signal. Cette administration considère que l'Europe est trop faible pour être écoutée et considérée.
Paradoxalement, elle considère aussi que l'Europe profite des États-Unis d'un point de vue économique et que les Américains sont des victimes. Dans tous les cas, la perception que la paix en Europe ne dépend que de la présence militaire américaine influence leur jugement sur tous les sujets. Or, si l'Europe n'est pas une puissance militaire, elle est indéniablement une puissance économique et commerciale. Cependant, la (re)construction du hard power militaire européen doit être la priorité absolue, a la fois pour aider l'Ukraine, dissuader la Russie d'attaquer un des membres de l'UE, et se faire respecter des États-Unis.
On voit se déployer un nouveau monde aux réflexes illibéraux sur le plan juridique et politique. Les institutions internationales sont plus critiquées que jamais. En parallèle, l'Amérique rompt avec une approche libérale de l'économie mondiale. Sont-ce deux tendances concomitantes qui convergent naturellement ? En somme, l'illibéralisme politique est-il toujours annonciateur d'un illibéralisme économique ?

Rémi Bourgeot : Il faut appréhender la dynamique de chute de l'ordre mondial par-delà le cas Trump. Celui-ci achève, certes brutalement et à l'aveugle, un système déjà à l'agonie, sur fond de chute éducative et intellectuelle, des classes populaires tout comme des classes dirigeantes. Il faut débattre d'un système qui permette de reconstruire nos démocraties, alors que l'IA se déploie dans un sens qui exacerbe les tendances nihilistes des dernières décennies. Il s'agit de recentrer notre civilisation en perte de vitesse sur le savoir réel et l'acte créatif, à l'opposé de la zombification en cours. Ce n'est pas une question de prix des t-shirts et des iPhones, ou des sempiternels jeux de modélisation du commerce mondial, dignes de la statistique brejnévienne. L'idée que l'on fasse acheter compulsivement par un clic des biens jetables fabriqués à l'autre bout du monde par des gens proches de l'esclavage ne relève pas du libéralisme, ni politique ni économique. Pas plus que l'idée que la quasi-totalité des services numériques des Européens soient fournis par des conglomérats américains, sans autre raison que la prosternation devant un fait établi.

Arnaud Castaignet : Illibéralisme politique ou économique, c'est un peu l'œuf et la poule. Dans le Venezuela de Chavez, le régime s'est d'abord construit sur un populisme politique, avant de désindustrialiser et nationaliser fortement. En Hongrie, les atteintes à la liberté économique, le favoritisme dans les marchés publics, les attaques contre les entreprises indépendantes, l'accaparement de l'économie par une oligarchie proche du pouvoir, a permis de financer une base politique clientéliste, de contrôler les médias. Dans tous les cas, l'illibéralisme politique semble bien incompatible avec le libéralisme économique et la libre-concurrence.

Sur les enjeux liés à la défense de la démocratie face aux régimes autoritaires, Trump a souligné l'importance de la lutte contre l'influence de ces régimes, notamment dans le cadre de la planification économique. Comment une économie de marché libre peut-elle se défendre efficacement contre les pratiques économiques des régimes autoritaires sans sacrifier les principes démocratiques ?

Don Diego de la Vega : La première clé est de ne pas devenir un pays autoritaire. Il faut se débarrasser de certains éléments qui entraînent les États-Unis vers une politique proto-keynésienne, comme Joe Biden. Il ne faut pas non plus céder à des tentations trop protectionnistes et populistes à la manière de Trump, qui peuvent mener à des pratiques autoritaires. Il est important de se rappeler que les droits de douane sont en réalité une forme de taxation du consommateur, ce qui est, de manière paradoxale, très libéral. La première priorité est donc d'éviter ces dérives. La situation est assez complexe à l'échelle mondiale. Il arrive parfois qu'il faille reconnaître que certains régimes autoritaires font leur travail. Prenons l'exemple du Salvador : s'il n'y a pas un dirigeant ferme à la tête du pays, les narcotrafiquants continuent leurs activités. Pour lutter contre des narcotrafiquants dans des régions reculées, le fait d'envoyer des juristes formés en Suisse ne sera pas suffisant. La lutte contre les narcotrafiquants au Salvador, en Colombie et aux Philippines ne s'est pas faite avec des méthodes douces.

Il faut faire la distinction entre les régimes autoritaires acceptables, qui peuvent recourir temporairement à certaines méthodes, et ceux qui sont réellement inacceptables car ils s'installent dans la durée et ne sont pas productifs. À partir de ce principe, il est possible de faire des choix. Par exemple, ce que fait Javier Milei en Argentine est acceptable, non seulement pour un Trumpiste, mais aussi pour un autre type de politique ou de citoyen. En revanche, il existe des cas plus marginaux. Il est évident que, par exemple, Erdogan en Turquie représente un cas plus complexe. Mais il n'est pas toujours facile de faire cette distinction à chaque instant. Parfois, des régimes commencent dans un autoritarisme acceptable. Le régime de Poutine, après avoir repris le contrôle contre les oligarques, a évolué vers un autoritarisme plus étendu, plus tentaculaire, voire plus totalitaire.

Les États-Unis sont très proches de pays plus autoritaires comme l'Arabie Saoudite. Afin d'éviter une trop grande proximité avec ces pays, une solution serait de les déposséder de leur pouvoir en se tournant davantage vers des énergies renouvelables, comme l'électrique, et ainsi permettre aux Saoudiens de vivre leur propre vie tout en réduisant cette dépendance.

Par rapport aux difficultés et aux risques liés aux tarifs douaniers, quel serait votre plan alternatif ou vos mesures idéales à adopter concernant la réindustrialisation, le rééquilibrage sociologique et géographique domestique, le rééquilibrage des moteurs de l'économie mondiale et la défense de la démocratie face à la capacité de planification des régimes autoritaires ?

Don Diego de la Vega : Une première mesure intéressante à adopter serait un désarmement douanier universel, inconditionnel et radical, avec une tarification de 0 % sur tous les apports provenant de tous les

pays, sur tous les biens et de manière unilatérale. Il s'agit là de la principale recommandation qu'un économiste libéral pourrait faire.
Un autre élément essentiel serait de maintenir une cohérence dans les politiques menées sur le plan économique et financier. Il est crucial de veiller à ce que l'autorité monétaire ne mène pas des actions contradictoires en parallèle. Il n'est pas anti-libéral de faire en sorte que la Fed ait une stratégie compatible avec la stratégie nationale, plutôt qu'elle poursuive ses propres intérêts. Dans ce cas, cela ne relève plus du libéralisme mais plutôt d'un "État dans l'État", ce qui est une approche complètement différente. L'indépendance de la banque centrale n'est pas une condition sine qua non du libéralisme. Bien souvent, elle s'éloigne des principes libéraux, comme l'a souligné Milton Friedman qui a lutté pendant cinquante ans contre l'indépendance excessive des banques centrales.
Il serait nécessaire d'agir dans des domaines qui relèvent de notre responsabilité, notamment dans le domaine fiscal, afin d'avoir un système plus simple, plus transparent et plus favorable aux entrepreneurs. Il s'agirait de favoriser l'equity et de réduire la part de la dette. Il est également important de veiller à la qualité de la dépense publique, car c'est la meilleure façon de se désendetter. Actuellement, dans nos économies, 40 % de la dépense est consacrée à la dépense publique par rapport au PIB. Il y a donc une véritable responsabilité des États afin de dépenser moins, ou en tout cas de dépenser mieux, en cherchant à améliorer la productivité dans les services publics, par exemple. Cela faisait partie des missions du DOGE, et j'espère que cette mission sera maintenue, même si Elon Musk est désormais moins en position de force à la Maison Blanche. Il y a beaucoup de mesures à prendre et à adopter mais ce sont des actions qui demandent du temps et de l'engagement.
Depuis huit jours, les droits de douane ne s'inscrivent pas dans une logique de stratégie subtile. Il s'agit plutôt d'une démonstration de force qui a peu de chances de réussir. Donald Trump pouvait être bien plus efficace en brandissant la menace du recours à l'arme des tarifs mais en ne l'appliquant pas réellement. Comme le résumait une célèbre phrase de Churchill, menacer vaut toujours mieux que de faire la guerre.
Les États-Unis, sur le plan commercial, ne semblaient pas être arrivés à un point où ils étaient dans l'obligation de déclarer une guerre totale sur les tarifs et sur le plan commercial. Les États-Unis sont tout de même les grands vainqueurs de la mondialisation de ces 30 dernières années ».

Propos tenus (sur Atlantico.fr) le 2 mai par Don Diego De La Vega à l'occasion des 100 premiers jours de la 2ème présidence de Donald Trump : « Top 10 de choses vraiment intéressantes que Donald Trump est en train de faire mais dont personne n'a songé à vous parler » (https://atlantico.fr/article/decryptage/top-10-des-choses-vraiment-interessantes-que-donald-trump-est-en-train-de-faire-mais-dont-personne-na-songe-a-vous-parler-de-la-vega) :

1- La lutte contre les gangs
2- Les privatisations
3- La transparence
4- Le DOGE
5- Attirer les entreprises étrangères
6- Drill, Baby Drill – La liberté de forage
7- La politique étrangère (Groenland, Panama, Europe)
8- La lutte contre le wokisme
9- La fermeté face aux régimes autoritaires
10- La baisse du dollar

Dans Les Echos (du lundi 5), Philippe Crevel intitule dans le même ordre d'idées son article : « 100 jours de Trump, force est de constater que les États-Unis sont revenus au centre du jeu mondial ».

Ce même 2 mai, le Commissaire européen en charge du Commerce, Maros Sefcovic, déclare : « si nous considérons que le déficit [des États-Unis vis-à-vis de l'Europe] s'élève à 50 milliards d'euros, nous considérons que nous pouvons vraiment (…) résoudre ce problème très rapidement grâce aux achats de GNL ou certains produits agricoles comme le soja ». L'UE est en pleines négociations avec l'administration américaine pour obtenir la levée des droits de douane imposés par Donald Trump », (Les Echos du 2 mai).

• Les analyses de Patrick Artus

- **Flash Economie du 4 avril :**

Il n'est pas sûr que les effets positifs compensent les effets négatifs de la politique de D. Trump !
« Il paraît clair que la politique économique menée par l'administration Trump aura des effets négatifs à court terme sur l'économie américaine [et pas seulement sur elle]. La hausse des droits de douane sur les

produits importés et les expulsions d'immigrés clandestins vont faire progresser l'inflation et reculer la croissance, l'incertitude fait apparaître un recul de la confiance des ménages, la baisse des indices boursiers implique une perte de richesse des ménages et un affaiblissement de la demande intérieure.
Mais ces effets défavorables à court terme peuvent-ils être compensés par des effets favorables à long terme ?
On peut en douter :

- parce qu'il est très compliqué de relocaliser l'industrie aux États-Unis (il y a plein emploi, les compétences des Américains sont faibles, il est difficile de changer l'organisation des chaînes de valeur, les coûts de production sont élevés aux États-Unis...) ;
- parce que les politiques menées qui réduisent fortement le financement de la recherche fondamentale pénaliseront l'attractivité des États-Unis.

Les droits de douane, les expulsions d'immigrés, la désorganisation des agences fédérales vont réduire la croissance et accroître l'inflation à court terme aux États-Unis. Mais cet effet négatif de court terme ne sera pas compensé par un effet positif de long terme, puisque les relocalisations seront très limitées (en raison de la faiblesse des compétences, de la situation de l'emploi, des coûts de production élevés, de la difficulté qu'il y a à modifier l'organisation des chaînes de valeur) et puisque les attaques contre la science (dans les domaines de la santé, de l'environnement, du climat...) réduisent l'attractivité des États-Unis pour les entreprises, pour les chercheurs... ».

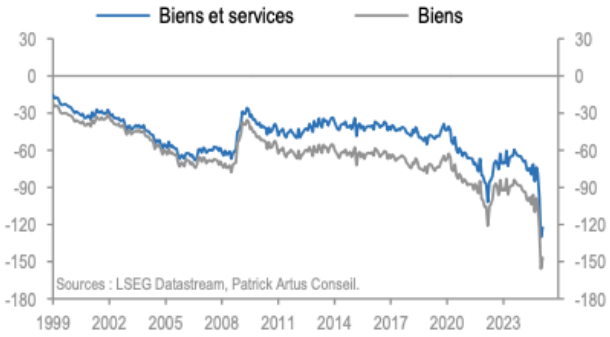
- **Flash Economie du 10 avril :**

<u>C'est un dollar fort qui est optimal !</u>
« Les conseillers de Donald Trump croient visiblement à l'existence d'un mécanisme économique simple : une dépréciation du dollar (Graphique 1) ferait disparaître le déficit commercial des Etats-Unis (Graphique 2).

Graphique 1
Etats-Unis : Taux de change effectif réel (100 : 1999.M1)



Graphique 2
Etats-Unis : balance commerciale des biens et services
(données mensuelles, en Md$)



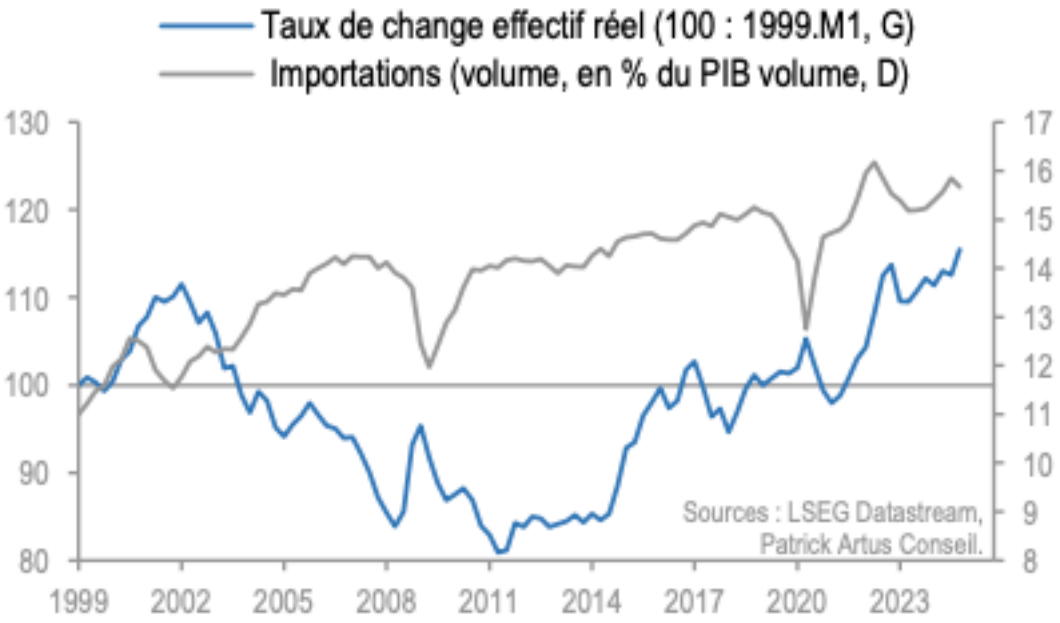
Mais en réalité, ce lien entre le taux de change du dollar et la balance commerciale des Etats-Unis n'existe pas en raison :

- de la faible substituabilité entre importations des États-Unis et production domestique des États-Unis ;
- de la faible substituabilité entre exportations des États-Unis et production des autres pays.

On voit que les variations du taux de change réel du dollar ont peu d'effets :

- sur le poids des importations en volume des Etats-Unis dans le PIB en volume (Graphique 3) ;

Graphique 3
Etats-Unis : importations et taux de change effectif réel



- sur le poids des exportations en volume des Etats-Unis dans le commerce mondial (Graphique 4).

Graphique 4
Etats-Unis : poids des exportations dans les exportations mondiales de biens et taux de change effectif réel
(100 : 2005.T1)



De 2004 à 2016 le dollar est faible, mais les importations en volume rapportées au PIB sont à peu près stables, et les exportations en volume rapportées au commerce mondial restent faibles.
De 2017 à 2025, le dollar est fort, mais pourtant les importations en volume rapportées au PIB ne progressent pas plus vite qu'avant, les exportations en volume rapportées au commerce mondial reculent, mais peu.
Quel effet d'une dépréciation du dollar ou d'une hausse des droits de douane si la substituabilité entre production américaine et production dans les autres pays est faible ?
Si la substituabilité entre production dans les autres pays et production aux États-Unis est faible :

- une dépréciation du taux de change (réel et nominal) du dollar a peu d'effets sur le volume des importations ou sur le volume des exportations, a essentiellement comme effets de faire monter le prix en dollars des importations, et dans une moindre mesure de permettre une hausse du prix des exportations en dollars, puisque le prix en devises des exportations des États-Unis est réduit par la dépréciation du dollar ;
- puisque les importations sont nettement supérieures aux exportations, (Graphique 5a/b), sans ambiguïté, une dépréciation du dollar accroît le coût net des importations des États-Unis ;

Graphique 5a
Etats-Unis : exportations et importations de biens et services (données mensuelles, Md$)



Graphique 5b
Etats-Unis : exportations et importations de biens (données mensuelles, Md$)



- une hausse des droits de douane frappant les importations a peu d'effets sur le volume des importations et a comme effet essentiel de faire monter le prix des importations, donc d'accroître le coût des importations des Etats-Unis avec un effet mineur sur le déficit commercial.

Synthèse : en réalité, c'est un dollar fort qui est optimal

Puisque la substituabilité entre d'une part, les importations des États-Unis et leur production domestique, d'autre part les exportations des États-Unis et les productions des autres pays est faible, déprécier le dollar n'améliore que peu le commerce extérieur en volume des Etats-Unis et n'améliore pas leur balance commerciale.

En réalité, dans la situation des États-Unis, c'est une appréciation du change qui est optimale, en réduisant le coût des importations ».

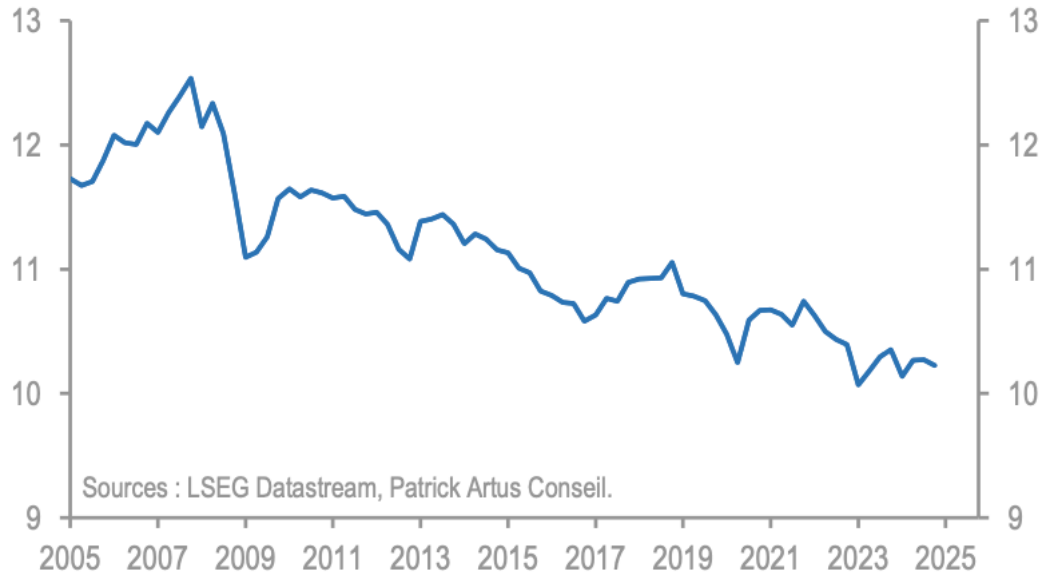
- **Flash Economie du 11 avril**

<u>Il faut que les E-U préservent le rôle de monnaie de réserve du dollar !</u>

« Les économistes proches de Donald Trump pensent que le dollar est surévalué et que le rôle de monnaie de réserve dominante du dollar est un handicap pour les États-Unis

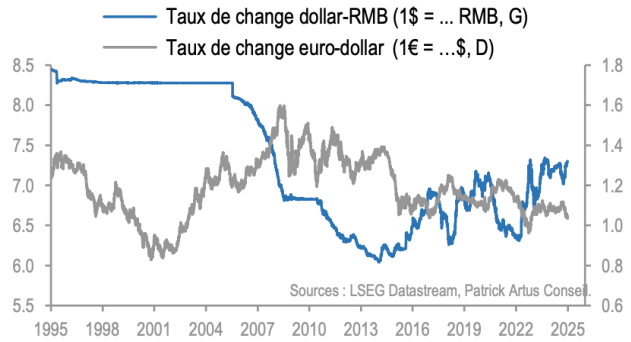
Les économistes proches de Donald Trump (en particulier Stephen Miran, le président du Council of Economic Advisors du président des Etats-Unis) pensent que le dollar est surévalué, en raison du rôle dominant du dollar dans les réserves de change et sur les marchés financiers, et que cette surévaluation du dollar est la cause de la désindustrialisation des États-Unis (Graphique 1).

Graphique 1
Etats-Unis : valeur ajoutée manufacturière
(volume, en % du PIB volume)



Quand on regarde le taux de change du dollar depuis 1995, on voit que le dollar s'est apprécié par rapport à l'euro depuis 2008, par rapport au yen depuis 2012, par rapport au RMB chinois depuis 2014 (Graphiques 2a/b) et par rapport à l'ensemble des devises depuis 2008 (Graphique 3).

Graphique 2a
Etats-Unis : taux de change du dollar vis-à-vis du RMB et de l'euro



Graphique 2b
Etats-Unis : taux de change par rapport au yen
(1$ = ...yens)

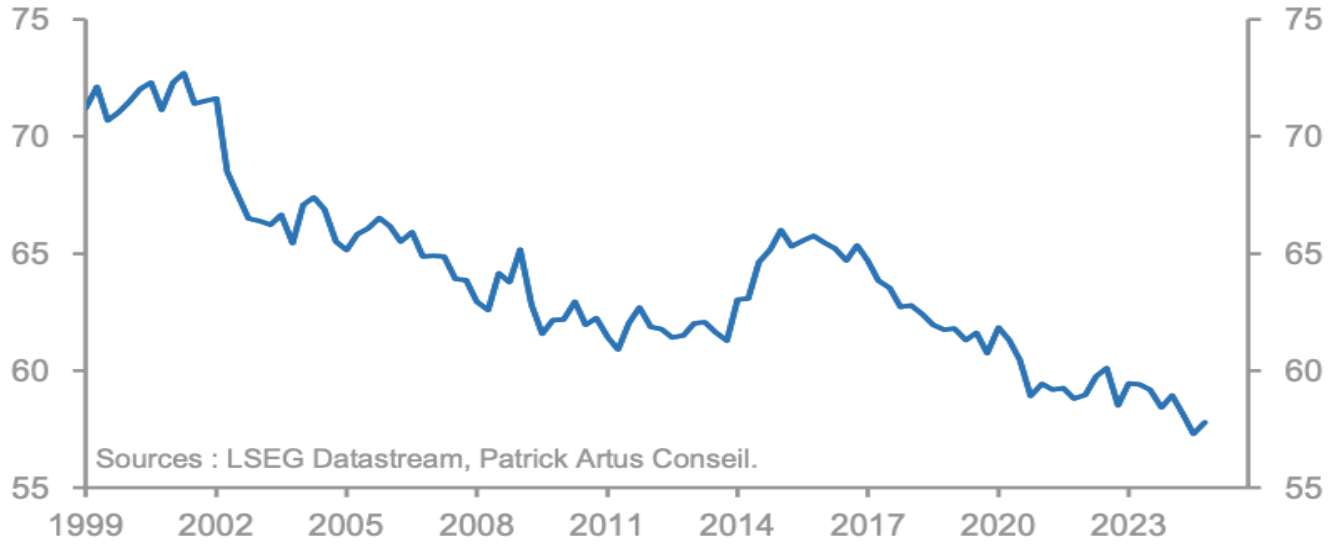


Graphique 3
Etats-Unis : Indice DXY du taux de change du dollar



[Note : "l'indice DXY du taux de change du dollar", né en mars 1973, est un indice boursier qui mesure la valeur du dollar US par rapport à un panier de six devises mondiales ; il sert de référence pour évaluer la force ou la faiblesse du dollar sur les marchés internationaux ; il est souvent même considéré comme le « baromètre » de la santé économique des États-Unis. Quand cet indice passe de 100 à 110 par exemple, cela signifie que le dollar s'apprécie de 10% par rapport au panier de devises.]
Le dollar ayant été faible de 2004 à 2014, on voit que le recul du poids de l'industrie manufacturière dans le PIB des États-Unis ne semble en réalité pas lié au taux de change du dollar [au contraire même si on relie ce graphique 3 au graphique 1, à son tout début].
Mais Donald Trump, conseillé par Stephen Miran, pense que le dollar est structurellement surévalué, en particulier en raison du rôle du dollar comme monnaie de réserve dominante (Graphique 4).

Graphique 4
Monde: poids du dollar dans les réserves de change mondiales (en %)



D'où la proposition qui est faite de forcer les autres pays, sous la menace de droits de douane très élevés sur leurs exportations aux États-Unis, à vendre une partie de leurs réserves en dollars, donc de réduire le rôle du dollar comme monnaie de réserve ; ce qui aboutirait à une dépréciation du dollar.

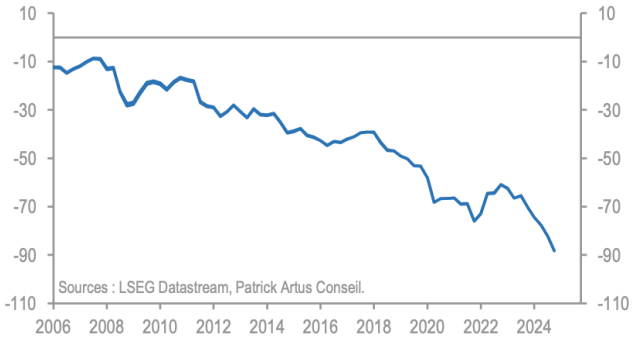
Mais en réalité, émettre la monnaie dominante est un atout.

Le rôle dominant du dollar dans le système monétaire international permet aux États-Unis d'avoir un déficit extérieur (de leur balance courante) perpétuel (Graphique 5) et d'accumuler une dette extérieure nette très importante (Graphique 6). [On trouve là une expression des « déficits jumeaux »]

Graphique 5
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)

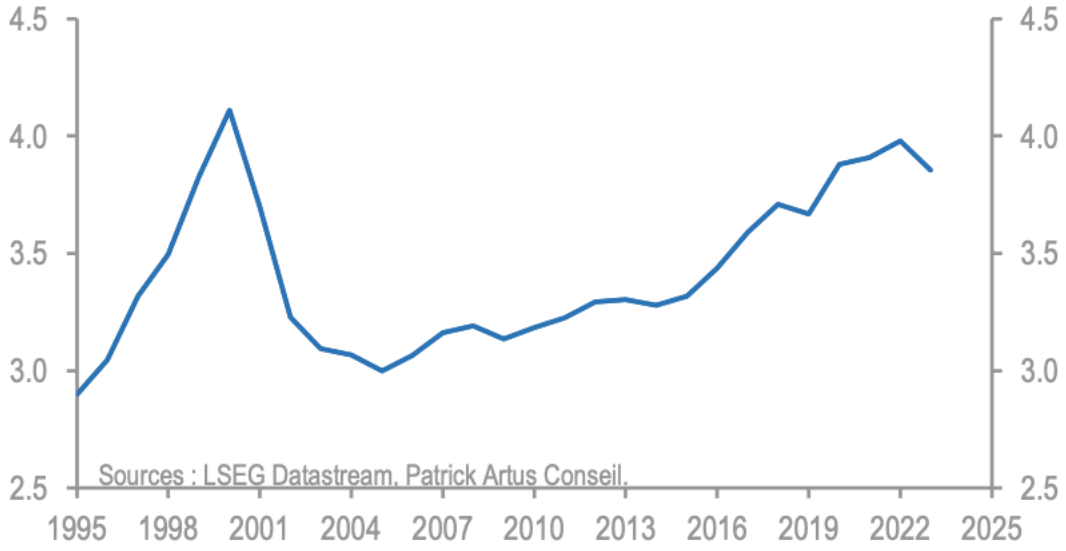


Graphique 6
Etats-Unis : dette extérieure nette (en % du PIB valeur)



Cette possibilité a permis aux États-Unis de financer des investissements très importants, en particulier en nouvelles technologies (Graphique 7), ce qui aurait été impossible sans les entrées de capitaux de non-résidents attirés par le statut du dollar.

Graphique 7
Etats-Unis : investissement en TIC y compris logiciels (valeur, en % du PIB valeur)



La montée en gamme de l'économie américaine a donc été financée grâce au "privilège exorbitant" du dollar. Les entrées de capitaux ont conduit à une appréciation du dollar, qui n'a pas été permanente (voir Graphiques 2a/b et 3 plus haut), mais s'il y a eu désindustrialisation, il y a eu aussi développement rapide des nouvelles technologies.

Synthèse : renoncer au rôle de monnaie de réserve dominante du dollar serait une grave erreur pour les Etats-Unis. Le rôle de monnaie de réserve dominante du dollar a permis d'attirer des capitaux aux États-Unis qui ont financé l'industrie des nouvelles technologies. Perdre ce rôle de monnaie dominante du dollar imposerait d'équilibrer la balance courante des États-Unis puisque les États-Unis perdraient leur attractivité pour les capitaux internationaux et déclencherait donc une récession aux États-Unis ».

Remarque importante : une étude récente d'économistes américains, « A Theorie of Coercion and Fragmentation », que nous avons citée plus haut comme illustration de la « géoéconomie », montre « comment de faibles réductions du contrôle américain sur le système financier international s'accompagnent d'une réduction significative de la puissance américaine »

- **Flash Economie du 17 avril**

« Si les Européens accroissent leurs déficits et leurs dépenses militaires, il y aura un problème de financement des États-Unis.

La politique budgétaire de l'Europe va devenir plus expansionniste, en particulier en Allemagne avec les investissements dans les infrastructures (500 milliards d'euros en 10 ans) et l'assouplissement des règles budgétaires (du Schuldenbremse). Les investissement privés (data centers, transition énergétique, intelligence artificielle) vont aussi être accrus en Europe.

Cela implique que l'excédent de la balance courante de la zone euro va se réduire, ainsi que les flux d'épargne de la zone euro vers les États-Unis.

Lorsque ceci se produira, il apparaîtra un problème de financement du déficit extérieur des États-Unis, et donc normalement une dépréciation du dollar, une remontée des taux d'intérêt à long terme américains, qui ont baissé dans la période récente en raison du recul des anticipations de croissance, et un recul de la croissance des États-Unis »

- **Flash Economie du 9 mai**

Les États-Unis dépendent trop du reste du monde pour être isolationnistes !

« Les dépendances des Etats-Unis vis-à vis du reste du monde sont multiples :

- dépendance vis-à-vis de l'immigration, qualifiée et non qualifiée, avec un niveau de compétences très faible de la population native et un taux de fécondité maintenant nettement inférieur à 2 ;
- dépendance vis-à-vis de l'épargne du reste du monde, qui est nécessaire pour compléter le niveau d'épargne faible des Américains et financer les investissements, particulièrement dans les nouvelles technologies ;
- dépendance vis-à-vis de la production de biens dans le reste du monde, avec la désindustrialisation des Etats-Unis et la demande par les consommateurs américains de produits peu chers fabriqués dans les pays émergents ;
- dépendance vis-à-vis des marchés à l'étranger pour les services technologiques et financiers; ces marchés sont nécessaires au développement des secteurs technologiques américains.

Ces multiples dépendances rendent la politique menée par l'administration Trump difficile à comprendre, puisque l'administration Trump veut se passer de l'immigration, veut faire disparaître l'attractivité des États-Unis et du dollar pour les placements financiers des non-résidents, veut substituer des productions domestiques aux productions importées, avec le risque de recul du pouvoir d'achat des Américains, prend le risque de représailles commerciales de la part des autres pays qui affecteraient les grandes entreprises technologiques américaines ».

- **Flash Economie du 13 mai**

« Les États-Unis vont-ils être détrônés dans la course à l'innovation ? »

« Lorsqu'on regarde le nombre de diplômés en Bachelor et PhD chaque année en sciences, technologie, ingénierie et mathématiques (STIM), on voit que ce nombre est beaucoup plus élevé en Chine (environ 1700 000 en 2021) et en Inde (1200 000) qu'aux États-Unis (400 000). Cela est dû en particulier à la faible proportion d'étudiants américains qui poursuivent des études scientifiques (le nombre de doctorats scientifiques – PhD- par rapport à l'ensemble de la population est de 8 pour 100 000 habitants aux États-Unis contre 15 pour 100 000 au Royaume-Uni et 13 pour 100 000 en Allemagne). Lorsqu'on regarde les indicateurs d'excellence en éducation scientifique, les États-Unis se classent premiers, la Chine seconde et l'Inde sixième. Les pays européens sont loin derrière en termes de nombre de diplômés scientifiques.

Ces données pourraient inciter à penser que les États-Unis vont perdre leur position dominante en technologie, en innovation, au profit de la Chine et de l'Inde. Mais il ne faut pas négliger l'effort de Recherche-Développement : il représente 3,6% du PIB aux États-Unis, et atteint 784 milliards de dollars de parité de pouvoir d'achat contre 723 milliards de dollars PPA en Chine, et 71 milliards de dollars PPA

en Inde (410 milliards de dollars PPA dans l'Union européenne). Il ne faut pas non plus négliger la qualité des innovations : le "Global Innovation Index" de l'Organisation Mondiale de la Propriété Intellectuelle (OMPI) classe les États-Unis en 3ème position, derrière la Suisse et la Suède, la Chine en 11ème position et l'Inde en 39ème position.
La taille du pays n'est pas le seul déterminant de la capacité à innover : il faut tenir compte de l'effort de recherche, de la disponibilité des financements, de la qualité du système éducatif, de l'intensité des échanges internationaux entre chercheurs.
Au moins jusqu'à l'élection de Donald Trump, les États-Unis restaient en position de leader pour l'innovation et le progrès technique ».

- **Flash Economie du 20 mai**

« Donald Trump va renoncer aux droits de douane sans obtenir beaucoup d'avantages en échange de ce renoncement » :
« Donald Trump a baissé à 10% les droits de douane sur les produits importés de nombreux pays par les États-Unis, à 30% les droits de douane sur les produits importés par les États-Unis depuis la Chine ; il a annulé les droits de douane sur l'électronique et les pièces automobiles.
En réalité, compte tenu de la dépendance des États-Unis vis-à-vis des produits importés, taxer lourdement les importations aboutissait à une hausse inévitable de l'inflation, à un recul de la consommation, et n'était donc par une politique tenable à moyen terme.
Mais il va apparaître aussi que cette dépendance des États-Unis vis-à-vis des importations de biens va impliquer que les avantages obtenus par les États-Unis en raison du renoncement à imposer des droits de douane seront très limités :

- compte tenu du faible niveau de compétences de la population active aux États-Unis et de la situation de plein emploi, il n'y aura pas de réindustrialisation ;
- la Chine est en position de force vis-à-vis des États-Unis en raison de son quasi-monopole pour la production et encore plus le raffinage des terres rares ;
- l'Europe ne peut pas renoncer à ses règles sanitaires, environnementales, de régulation de la concurrence ou des entreprises du numérique ;
- les relocalisations aux États-Unis seront de petite taille en raison du coût et de la difficulté qu'il y a à modifier les chaînes de valeur mondiales ».

• La réaction d'Alexandre Mirlicourtois

XerfiCanal, le 8 avril

« Un nouvel ordre mondial par le chaos. La méthode trump :
Trump ne dirige pas : il déstabilise. Et cette fois, ce n'est plus une posture. Depuis son retour à la Maison-Blanche, il a lancé une guerre économique totale, tous azimuts, contre amis comme ennemis. Le 3 avril, il frappe fort : tarifs douaniers de 20 % sur toutes les importations européennes, jusqu'à 60 % sur les produits chinois, 49 % sur ceux du Vietnam et de la Thaïlande. À peine prononcée, la sentence déclenche une réaction en chaîne.
Une tempête financière d'une violence inédite
La Bourse américaine dévisse. En cinq jours, les marchés ont perdu 6 400 milliards de dollars de capitalisation. Le Dow Jones chute de 15 %, le Nasdaq de 18 %. Les géants de l'industrie, de la tech et de la distribution sont étranglés par la flambée des coûts d'importation. Les entreprises licencient. L'inflation repart, alimentée par la hausse du prix des biens importés et des matières premières. La Fed alerte : le pays risque la stagflation.
La riposte mondiale : chacun pour soi
Et ce n'est que le début. La Chine riposte avec 34 % de taxes sur tous les produits américains, bloque ses exportations de métaux rares et menace Apple et Boeing. L'Union européenne dénonce une attaque frontale, prépare des représailles. Le commerce mondial ralentit. Les chaînes d'approvisionnement explosent.
La crise comme spectacle permanent

Mais Trump n'en a cure. Il théâtralise la crise. Chaque surtaxe devient un acte de "libération", chaque effondrement une preuve que le système était pourri. Larry Summers parle d'un "suicide économique en direct". Paul Krugman évoque une "grande désaméricanisation du commerce mondial".

L'Amérique se retire, la Russie avance

Et pendant que les entreprises vacillent, Trump suspend l'aide à l'Ukraine. Sans explication claire. Résultat : Moscou intensifie ses offensives. Kyiv s'enfonce. L'Europe tremble. L'OTAN se fissure. La Russie jubile.

Une stratégie de la terre brûlée

Trump ne reconstruit rien. Il prospère dans la tension, l'imprévisibilité, le choc. Son but n'est pas l'efficacité économique, ni même la souveraineté : c'est l'instabilité comme levier de pouvoir. Il impose ses règles dans un monde qu'il rend inintelligible. Une stratégie de la terre brûlée.

Quand le chaos devient doctrine

Le chaos n'est plus une menace. C'est un mode de gouvernance. Et il est en train de redessiner l'ordre mondial — à coups de signatures. Le monde vacille, et lui tient ostensiblement le stylo. Trump ne dirige pas : il dynamite avec jubilation. Le chaos qu'il provoque n'est pas une dérive — c'est une véritable croisade. Et nul ne sait jusqu'où il est prêt à l'accomplir. Il ne cherche pas à réparer un ordre affaibli, mais à le détruire sans vraiment maîtriser ce qui lui succédera. Face à lui, les puissances d'Europe et d'Asie sont désemparées, les alliances se fissurent. Chacun s'observe vers une grande recomposition. Mais Donald Trump sait-il vraiment lui-même ce qu'il fait ? ».

Il n'empêche que *la situation des déficits jumeaux a pris depuis plusieurs années des proportions pour le moins inquiétantes et que le dollar s'apprécie depuis plusieurs années comme le montre le graphique 3 proposé par P. Artus. Il est certain que « doctrine Miran » est discutable sur de nombreux points, en particulier sur le fait que les propositions qui en découlent souffrent de contradictions internes qui en hypothèquent sérieusement l'efficacité et même la faisabilité, mais de toute façon, les États-Unis accumulent depuis de trop longues années des déséquilibres qui ne cessent de s'amplifier, à tel point que le leadership de l'économie américaine s'en trouverait progressivement de plus en plus érodé et contesté ; ce qui ne manquerait pas de conduire à une crise systémique pour toute l'économie mondiale. Une thérapie de choc est donc absolument nécessaire. Il faut alors retenir de l'analyse de P. Artus que le remède serait pire que le mal si l'effet secondaire d'une telle thérapie était une dépréciation du dollar telle que la confiance en lui en tant que monnaie internationale qu'il a intérêt à rester soit remise en cause. Comme pour les remèdes, tout est une question de « dosage » et de prise en compte de l'état spécifique du malade. Et il convient également de tenir compte des interactions possibles avec d'autres médications rendues nécessaires pour réaliser d'autres objectifs : le Président Trump doit par exemple tenir compte de tous les Américains qui ont voté massivement pour lui, et dont le nombre s'explique en grande partie par les difficultés que le néolibéralisme et la part sombre de la mondialisation « heureuse » ont fait supporter aux classes moyennes, en particulier celles qui ont souffert de la désindustrialisation.*

• L'analyse de Jacques Attali

dans Les Echos du 11 avril

« Parmi tous les savoirs accumulés par les humains depuis des millénaires, il en est que certains oublient et dont ils réapprennent l'importance à leurs dépens, à chaque génération. Parmi ces savoirs, il en est un essentiel : nul ne peut survivre durablement s'il n'aide pas à construire autour de lui une communauté ayant intérêt à sa survie. Autrement dit : chacun a intérêt à être altruiste.

C'est le principe de “l'altruisme rationnel“. De ce principe, ou théorème (exprimé de mille façons par diverses doctrines religieuses, philosophiques ou politiques, du Lévitique à Adam Smith, et dont la traduction économique la plus récente est la globalisation des échanges), découlent trois corollaires :
Premièrement : la seule façon de survivre, si on refuse d'aider à la survie de ceux qui nous entourent, est de se faire assez craindre d'eux pour en obtenir ce dont on a besoin sans rien leur donner en échange ; c'est se placer en situation de prédateur solitaire.
Deuxièmement : se faire craindre de ses voisins exige des moyens sans cesse croissants, sans lesquels le prédateur est fragilisé et finit par être remplacé par un autre.
Troisièmement : les peuples qu'un prédateur n'assiste plus et qui ne le craignent plus, s'éloignent, se défendent seuls ou trouvent un autre protecteur. Au total : un prédateur solitaire échoue toujours. Un altruiste rationnel survit toujours.
On croyait cette leçon connue de tous, depuis des siècles : et puis non. Par nature, l'ignorance se transmet plus facilement que le savoir. (…)
On va avoir encore la preuve dans les mois qui viennent : en renonçant à appliquer ce théorème, c'est-à-dire en ne cherchant plus le soutien de ses anciens alliés, l'Amérique de Trump se trouve dans la situation de ne plus être protégée que par sa capacité à faire peur. Et le président américain s'en donne les moyens : il brandit des hausses de droits de douane ; il laisse planer le risque d'une dévaluation massive du dollar ; il annonce qu'il va se saisir de territoires ; il menace de ne plus livrer d'armes, ni défendre, ceux qui comptaient sur son alliance ; il met le monde autour de lui en situation de racket.
Convaincu que ce comportement est la meilleure façon de retrouver une autonomie financière et industrielle perdue, dans un pays à la fois surpuissant et ruiné, le président américain, va ainsi tenter d'extorquer leurs matières premières, leurs technologies, leurs entreprises et leurs épargnes à tous ses anciens alliés, espérant ainsi acquérir les moyens d'affaiblir un rival nouveau, la Chine, qui menace maintenant de le surclasser technologiquement économiquement, financièrement et même bientôt militairement.
Tout cela plongerait le monde dans une dépression majeure, qui rendrait impossible à financer les déficits et les systèmes de protection sociale, en particulier en Europe, au moment où il faut lancer en plus de grands programmes de défense et de sauvegarde de l'environnement.
Comme à chaque fois dans l'histoire des individus comme des peuples, ce comportement de prédateur solitaire est voué à l'échec. (…) ».

• L’analyse de « La main invisible »

Le billet libéral des Echos, du 11 avril
« (…) L'économie américaine, souvent présentée comme un modèle de performance et d'efficacité productive, vit largement au-dessus de ses moyens, du fait notamment d'un déficit budgétaire hors de contrôle. Ce qui assure un revenu aux Américains, ce sont moins les résultats de la Silicon Valley que les quelque 2.500 milliards de dollars de déficit public.
Chaque année, pour assurer son train de vie et maintenir un budget militaire de 900 milliards, l'Amérique emprunte frénétiquement. Elle convertit ce pouvoir d'achat artificiel en importations qui accumulent les dollars chez ses fournisseurs. Ces dollars leur servent à acheter la Bourse américaine, l'immobilier de New York ou la dette fédérale. Celle-ci, qui représente à elle seule 40 % de la dette publique mondiale, rapporte tous les ans 230 milliards de dollars d'intérêts à des investisseurs non américains.
La solution à ce qui est un réel problème non seulement pour les États-Unis mais encore l'ensemble de l'économie mondiale n'est pas dans la guerre commerciale… et la stigmatisation du Lesotho… Elle est dans la remise en ordre de l'économie américaine au travers notamment d'une réduction du déficit budgétaire. Certes, Elon Musk s'en charge ! Le diagnostic attend donc toujours le bon remède, c'est-à-dire de redonner aux Américains le goût de l'épargne et à leur État le sens de la mesure en matière de dépenses ».

• « Les tarifs douaniers “réciproques“ sont néfastes pour la croissance mondiale et plus encore pour celle des États-Unis »

L’analyse de « economic-research BNPParibas », le 7 avril :
https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/tarifs-douaniers-reciproques-nefastes-croissance-mondiale-encore-celle-Etats-Unis-07/04/2025,51446

• « Le protectionnisme affaiblit directement l’industrie nationale »

selon Jean-Marc Siroën interrogé par Atantico.fr le 27 avril 2025
« Ce que peine à comprendre Donald Trump c’est que dans un monde structuré par les chaînes de valeurs, le protectionnisme affaiblit directement l’industrie nationale si elle touche les composants importés. La relocalisation des chaînes d’assemblage ne sert pas à grand-chose si elle ne s’accompagne pas d’une relocalisation des composants et même des matières premières indispensables qui sont rarement disponibles dans le pays. Il ne faut pas se faire d’illusions, la “renationalisation“ des chaînes de valeur ne peut pas aller très loin même pour les États-Unis. La diminution des risques passe par la diversification des fournisseurs, pas par leur localisation dans un seul pays, même s’il s’agit du pays d’origine. (…) Je doute que Trump se soucie beaucoup du “prix“ à payer pour l’économie mondiale. En bon “réaliste“, il n’est pas pour lui si terrible que cela de perdre si les autres perdent davantage. C’est même la seule rationalité qu’on peut trouver au jeu “perdant-perdant“ qu’il est en train de nous jouer.
Disons-le franchement, si Donald Trump persistait dans ses “tarifs follies“ il porterait un grand coup à sa propre industrie puisque les tarifs augmenteraient considérablement ses coûts de production. Ce ne sont pas seulement les firmes étrangères et les consommateurs américains qui les paieraient, mais aussi les producteurs américains. Comment peut-on espérer reconquérir l’assemblage de IPhones ou des automobiles en imposant des tarifs exorbitants aux composants qui resteront longtemps encore importés ».
Et Don DIEGO de la VEGA poursuit (dans le même entretien) :
« Il faut bien comprendre que l’objectif initial de Donald Trump n’était pas stricto sensu de protéger l’industrie, mais bien, à l’inverse, les emplois industriels. Cela peut paraître une différence anodine, mais en vérité, c’est loin d’être le cas. Si l’on s’attarde sur les verbatims de Donald Trump dans lesquels il aborde ces sujets, on réalise en effet qu’il se plaint souvent de la réduction du nombre d’emplois industriels sur le sol américain, et qu’il pointe du doigt la Chine ainsi que le commerce international. (…) Il faut bien comprendre que c’est le propre de l’industrie : elle est faite pour progresser et ce progrès technique, qui relève de l’innovation, n’est évidemment pas comparable. S’il n’y a plus d’usine de 40 000 ouvriers à Détroit, par exemple, c’est parce que le travail qu’ils exerçaient est maintenant pour partie réalisé par des robots. Et puisque l’on parle souvent de l’industrie automobile, c’est aussi pour cela que les voitures peuvent rester accessibles, à des prix abordables. Un ouvrier américain n’est plus payé comme c’était le cas le siècle passé et s’il fallait encore autant de travailleurs pour produire une seule voiture, elle serait donc beaucoup plus chère. Il est assez logique que la machine ait fini par tuer une partie de l’emploi industriel. Le commerce international n’a joué qu’un rôle très secondaire en la matière. Bien évidemment, dans certains sous-secteurs, c’est peut-être moins vrai et il peut s’avérer choquant de voir toute une industrie déménagée vers l’Asie. Mais à l’échelle macroéconomique, le rôle reste relativement mineur (…) ».

• « Déclin du dollar : qu’est-ce qui est différent cette fois-ci ? »

Article le 5 mai d’Isabelle Mateos y Lago

dans l’Écoweek de BNP Paribas, sous ce titre :

(https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Declin-dollar-different-05/05/2025,51518), dont voici quelques extraits :

« La domination du dollar américain, depuis la Seconde Guerre mondiale, repose sur des bases solides : première économie, premier importateur de biens, premier système financier, première armée au monde. En outre, pendant les 26 premières années de ce système, il a été légalement la monnaie de référence du système monétaire international, la seule dont le prix était arrimé à l'or et par rapport à laquelle toutes les autres pa- rités étaient fixées.

Malgré cette position dominante écrasante, les États-Unis ont généralement préféré exercer leur leadership non pas de manière unilatérale ("L'Amérique seule"), mais au travers d'institutions et d'accords internationaux dont ils ont été les instigateurs ("L'Amérique d'abord") : les institutions de Bretton Woods, le GATT, les accords du Plaza et ceux du Louvre, le G20, notamment. Cela signifiait qu'il fallait prendre le temps de travailler avec les pays partenaires pour dégager un consensus autour d'objectifs américains. À chaque crise financière internationale, ces acteurs acceptaient de s'en remettre au *leadership* américain pour coordonner une solution. Cela a été le cas notamment avec le plan Brady, consécutif à la crise de la dette latino-américaine dans les années 1980, ou les sauvetages réalisés par le FMI après le défaut de la Russie et les crises de la dette asiatique en 1997-98.

En de rares occasions, l'Amérique a choisi de passer outre la consultation et la recherche de consensus et a agi seule. (…) En fait, il n'existe qu'un seul précédent de l'ampleur de la volte-face brutale actuelle en matière de politique commerciale : la décision du président Nixon, en 1971, de mettre fin à la convertibilité du dollar en or et, ainsi, au système de change de Bretton Woods.

Aujourd'hui comme à l'époque, les partenaires internationaux des États-Unis ont été choqués et consternés par le fond et la forme de cette décision. Il a fallu des années de diplomatie économique intense et experte pour réparer les dégâts. Pourtant, le rôle dominant du dollar dans le système monétaire et financier international a non seulement perduré mais s'est même renforcé, bien qu'il ait perdu sa base juridique et ne subsiste que "*de facto*".

Qu'est-ce qui est différent cette fois-ci ? 5 éléments essentiels :

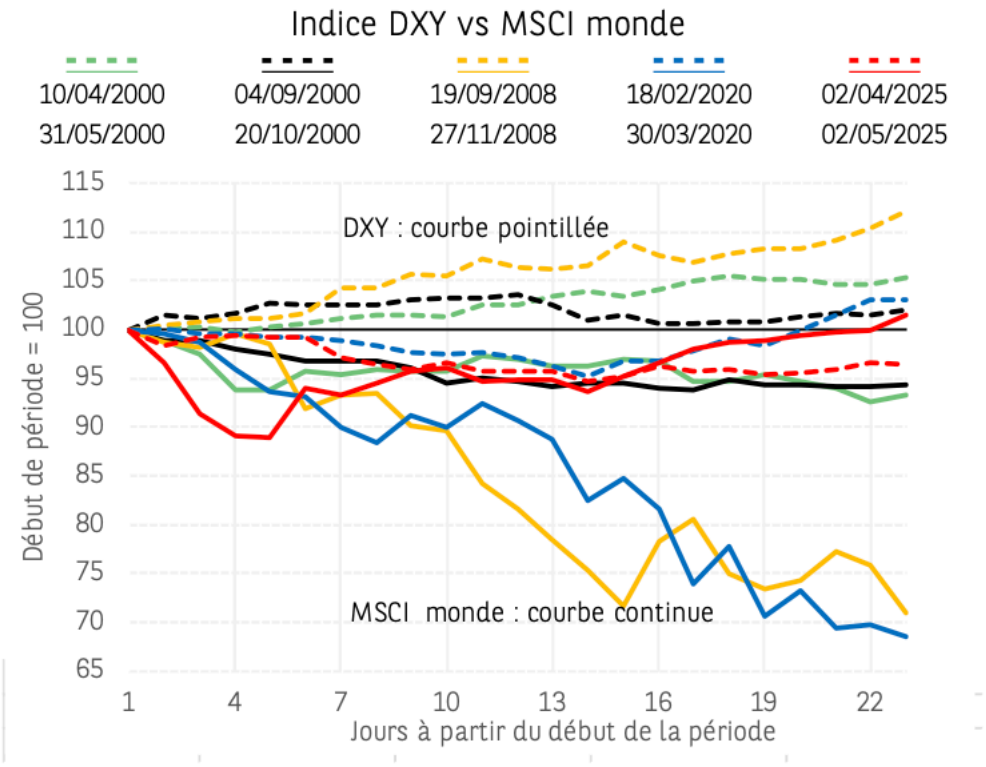
1. Tout d'abord, la géopolitique : dans les années 1970, les principaux détenteurs de réserves de change et la plupart des centres finan- ciers appartenaient au bloc occidental dominé par les États-Unis dans le cadre de la guerre froide. Ce n'est plus le cas aujourd'hui[1]. Les États-Unis, eux-mêmes, s'interrogent sur la poursuite des garanties de sécurité qu'ils fournissent à leurs alliés.
   1 Les 10 plus grands détenteurs de réserves de change sont, par ordre décroissant, la Chine, le Japon, la Suisse, l'Inde, la Russie et Taïwan : Chine, Japon, Suisse, Inde, Russie, Taïwan, Arabie Saoudite, Hong Kong, RAS, Corée du Sud et Mexique.
2. Deuxièmement, en termes relatifs, l'ampleur de la domination économique et financière des États-Unis a considérablement diminué. Et s'il n'existe toujours pas d'alternative crédible pour remplacer le dollar, au sens d'une économie combinant tous les attributs du dollar des années 1970, il existe aujourd'hui un certain nombre d'options de diversification qui n'existaient pas à l'époque, en particulier l'euro.

ÉTATS-UNIS : LEUR PART DU GÂTEAU SE RÉDUIT		
%	Début des années 1970	2024
Part du PIB mondial (prix du marché)	36	26
Part du PIB mondial	27	15
Réserves de change internationales	85	58
Paiements internationaux	85	50

TABLEAU 1 SOURCE : BNP PARIBAS

3. Troisièmement, la crédibilité économique. Si, en 1971 comme aujourd'hui, les déséquilibres macroéconomiques qui frappaient les États-Unis leur étaient en grande partie imputables, à l'époque, la viabilité de la dette publique (le ratio dette/PIB était de 35 %) ne soulevait aucune inquiétude. Il en était de même de la fiabilité des accords commerciaux signés et du respect de l'État de droit. Certes, l'indépendance de la Réserve fédérale (Fed) a été mise à dure épreuve déjà à l'époque, et les rendements réels des bons du Trésor ont été négatifs au cours de la décennie suivante. Mais la leçon a été retenue. D'ailleurs, les attaques du président Trump à l'encontre du président de la Fed, depuis son retour au pouvoir, ont été un motif majeur de préoccupation pour les détenteurs de dette américaine, y compris les détenteurs de réserves de change mais pas seulement.
4. Quatrièmement : la dépendance. Alors que dans les années 1970, les États-Unis étaient encore des créanciers nets du reste du monde, leur position extérieure nette (NIIP) est aujourd'hui négative à hauteur d'environ 90 % du PIB, soit plus du double qu'il y a dix ans. Cela signifie que les États-Unis dépendent désormais fortement de la proverbiale bonté des étrangers pour financer leur économie. Ces derniers détiennent près de 20 % des actions américaines et 30 % de la dette publique (un record historique et trois fois plus qu'en 1971, respectivement).
5. Cinquièmement : l'optionnalité. La plupart des pays ont aujourd'hui des taux de change flottants. Cela signifie qu'ils n'ont pas besoin de détenir de grandes quantités de réserves, ou du moins pas autant qu'actuellement. En principe, ils pourraient les réduire ou en détenir dans la devise de leur choix, pour autant qu'elle offre une sécurité et une liquidité raisonnables. C'est pourquoi une certaine diversification a déjà eu lieu, par rapport au dollar, depuis le début du 21ème siècle. Mais elle se fait très lentement et principalement au profit de l'or et de monnaies de réserve mineures, telles que les couronnes nordiques ou les dollars canadien et australien (*voir le graphique 1*). La part de l'euro s'est, quant à elle, maintenue autour de 20 %. Celles de l'euro et du dollar dans la facturation des exportations et l'émission de dette extérieure sont également restées relativement stables au cours des 25 dernières années.

PAS D'AMORTISSEUR DOLLAR DANS CE CHOC BOURSIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : LSEG (DATASTREAM), BNP PARIBAS (MAI 2025)

Et maintenant ?

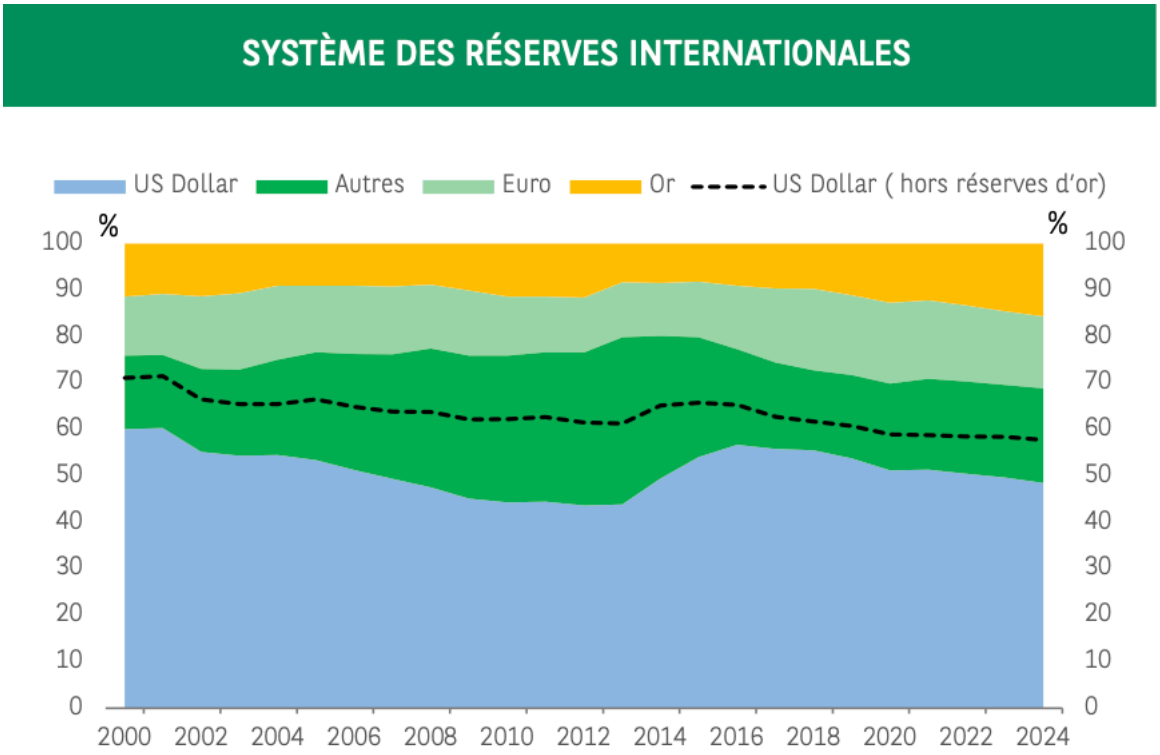
(…)

Le rôle du dollar dans le système dépendra de la préservation ou de l'affaiblissement de ses attributs de valeur refuge de la monnaie. Il s'agit de préserver l'indépendance de la Fed, de remettre la dette publique sur une trajectoire viable, de garantir le respect inconditionnel de l'État de droit et de mettre fin fermement à toute spéculation sur la taxation des actifs ou toute coercition, vis-à-vis des pays étrangers, pour le privilège de détenir des dollars comme avoirs de réserve.

Après avoir fait sortir ces génies de leurs bouteilles, le gouvernement américain aura besoin de temps et d'un engagement soutenu pour les y ramener. (…)

Si les politiques [actuelles] persistent, notamment les droits de douane élevés et la grande incertitude politique aux États-Unis, le redoublement d'efforts pour accroître les échanges commerciaux et les réformes structurelles attendues depuis longtemps dans l'UE et dans le monde entier, nous pourrions n'être qu'au début d'un vaste processus de rééquilibrage des portefeuilles, sur plusieurs années, qui entraînera à la baisse la valeur du dollar. Mais il s'agit là d'un grand "si" et l'économie américaine conserve de formidables avantages sur ses concurrents, notamment sa taille, sa capacité d'innovation et son *leadership* dans toutes les technologies de pointe, qui sont essentielles pour augmenter la productivité.

En définitive, la rumeur de la mort du dollar semble largement exagérée. Néanmoins, les politiques américaines récentes ont ouvert une brèche qui pourrait affaiblir sa domination monétaire. La manière dont cette brèche sera comblée dépendra du reste du monde ».



GRAPHIQUE 2 SOURCES : FMI COFER, CONSEIL MONDIAL DE L'OR, BNP PARIBAS (MAI 2025)

Post sur X de Yanis Varoufakis ce même 5 mai :

« Une délicieuse ironie, dans la façon dont nos centristes au pouvoir, au Royaume-Uni et dans l'Union Européenne, déplorent le choc Trump. Ils s'extasient sur l'ordre capitaliste mondialisé et financiarisé qu'ils pleurent aujourd'hui. Ils le présentent comme un âge d'or, un système mondial naturel de libre-échange et de flux de capitaux. Sont-ils vraiment inconscients des faits de l'histoire économique récente ? Ne savent-ils pas que le capitalisme mondiale, financiarisation, profondément déséquilibré, extra actif et de type Ponzi, qui a engendré les crises qui ont propulsé 30 à la Maison-Blanche, et lui aussi né d'un choc majeur : le choc Nixon ?

Les centristes reprochent aux partisans de Trump de s'être retournés contre leurs alliés, mais ils oublient que le choc Nixon était tout aussi, voire plus, une attaque dévastatrice intentionnelle contre l'Europe, le Japon et le Royaume-Uni. Ils semblent ignorer que, précisément en raison de la dévastation économique causée dans les années 1970 et 1980, y compris au cœur de l'Amérique, les architectes du choc Nixon, des hommes comme Paul Volcker, ont atteint leur principal objectif à long terme : garantir que l'hégémonie américaine se développe parallèlement aux déficits commerciaux et budgétaires américains, sans parler des rentes financières perçues au détriment de la création de valeur réelle.

Nombreux sont ceux qui semblent perplexes face au fait que, si l'UE et la Grande-Bretagne diffèrent sur des points importants – principalement en ce que l'UE enregistre un énorme excédent avec les États-Unis tandis que le Royaume-Uni demeure une économie déficitaire – nos régimes centristes des deux côtés de la Manche semblent tout aussi désemparés. Il y a une raison à cela. Depuis 1971, nos économies sont prisonnières du même mécanisme mondial de recyclage des excédents, centré sur les États-Unis, dont la crise profonde entraîne notre politique dans les bras de l'extrême droite xénophobe – nos électorats étant de plus en plus malmenés par des courants sous-jacents néfastes, alimentés par la crise de ce mécanisme mondial de recyclage, autrefois moteur de la croissance et de la relative stabilité de l'Europe et de la Grande Bretagne.

L'essence de ce mécanisme mondial de recyclage (que j'ai autrefois qualifié de Minotaure mondial) est simple : depuis les années 1970, les déficits américains ont alimenté la demande de l'Allemagne, du Japon, puis de la Chine pour leurs produits manufacturés. En retour, l'UE, le Japon, puis la Chine, ont transféré leurs profits accumulés à Wall Street et à son appendice, la City de Londres, pour être recyclés

dans le secteur rentier américain : dettes privées et publiques, certaines actions et immobilier. Un responsable chinois m'a un jour décrit ce mécanisme comme un "Dark Deal". "Notre Dark Deal avec les Américains" a-t-il expliqué, "s'appuie sur le déficit commercial américain, qui maintient la demande pour nos produits manufacturés à un niveau élevé. En retour, nos capitalistes investissent l'essentiel de leurs superprofits en dollars dans l'économie rentière américaine : la finance, les assurances et l'immobilier. Une fois ce processus enclenché", a-t-il conclu, "l'Amérique a délocalisé une grande partie de sa production industrielle vers nos côtes".

Le problème de ce mécanisme mondial de recyclage résidait dans le fait que, pour fonctionner correctement, il devait engendrer des déséquilibres de plus en plus importants, des déficits commerciaux plus importants pour les États-Unis et des rentes accumulées plus importantes pour l'Europe du Nord et l'Asie de l'Est. Mais il y a des limites à l'ampleur des déséquilibres, tant en termes de déficits commerciaux que de ratio profits/rentes. Les ruptures sont inévitables. Plus on les retarde, plus elles sont douloureuses – une vérité que les centristes n'ont jamais reconnue, même lorsque le krach de 2008 les a détruits.

Les partisans de Trump ont osé poser la question pressante que les centristes refusent d'aborder : que se passera-t-il après le Dark Deal, une fois que les déséquilibres créés par le déficit commercial américain se seront révélés insoutenables et massifs ?

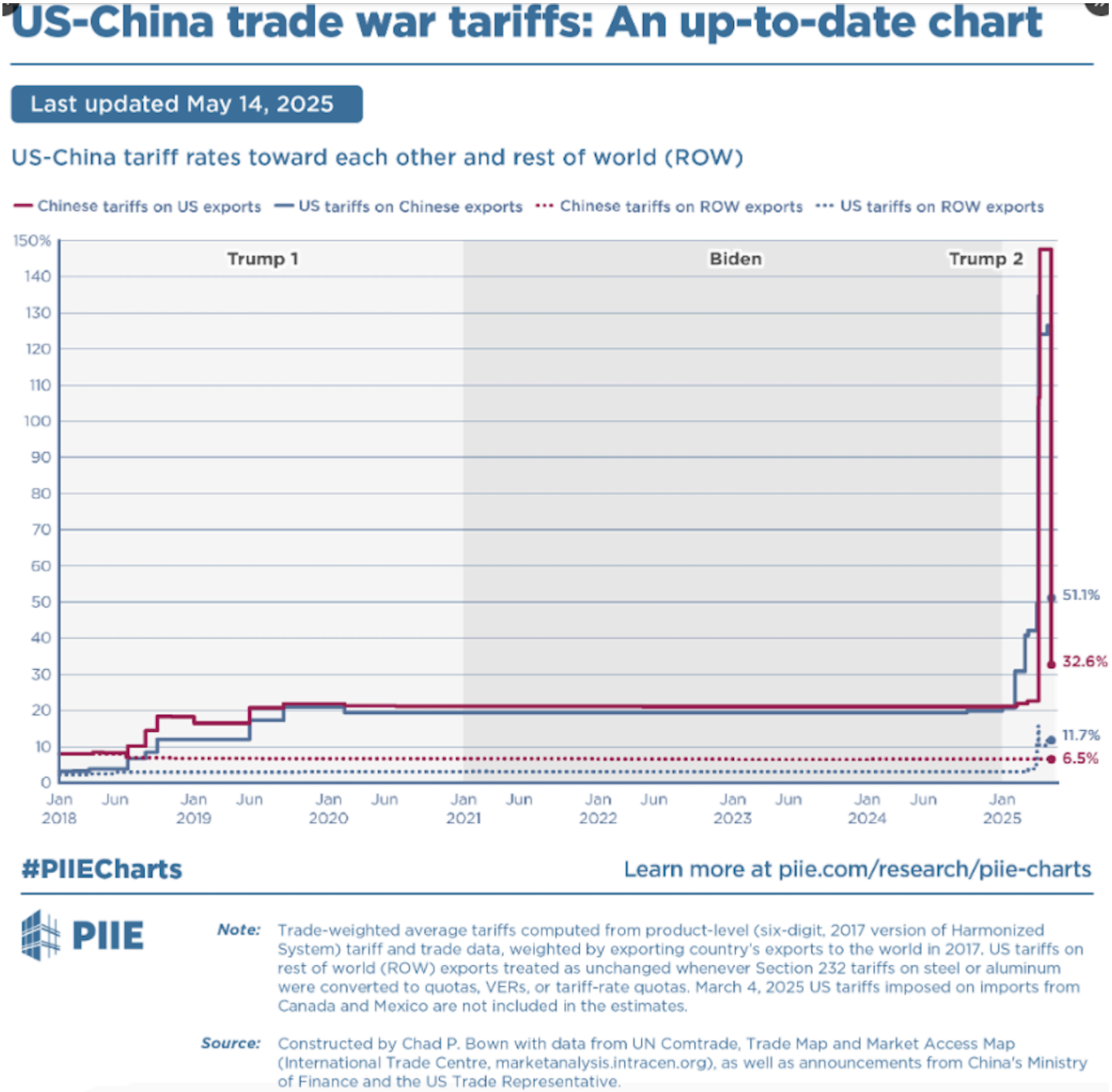
Les solutions qu'ils proposent peuvent paraître malavisées, bancales, voire folles, mais au moins l'équipe de Trump a-t-elle cerné le problème de la classe dirigeants américaine : comment maintenir l'hégémonie américaine face à la désindustrialisation rapide du pays, avec le dilemme de Triffin qui pèse sur eux, et maintenant que les rentes financières sont remplacées par ce que j'appelle les rentes du cloud ? À l'inverse, les responsables politiques britanniques et européens sont complètement dépassés, courant comme des poulets décapités, oscillant entre bravade creuse et servilité envers Donald Trump.

Guy Standing a suggéré que je me concentre aujourd'hui sur la manière dont l'Europe et le Royaume-Uni devraient réagir au choc Trump. Je pourrais en parler indéfiniment. Je pourrais, par exemple, recommander non seulement une taxe de 10% sur le cloud pour écraser les géants du numérique, mais aussi l'abrogation de toutes les réglementations que nous avons introduites en Europe pour nous conformer à la méprisable loi "anti-contournement" de Bill Clinton, qui explique pourquoi il est impossible d'acheter un outil de jaimbreaking pour que votre imprimante puisse reconnaître et utiliser des cartouches d'encre génériques moins chères. Je pourrais recommander à nos gouvernements d'annuler tous les droits de douane imposés à la demande de Washington sur les excellents panneaux solaires et véhicules électriques chinois, tout en engageant un dialogue sérieux entre l'UE, le Royaume-Uni et la Chine afin de stimuler nos économies de manière coordonnée et d'endiguer la vague de récession provoquée par l'Amérique de Trump. Je pourrais recommander à l'Europe d'entamer ses propres négociations de paix avec Moscou sur l'Ukraine, rejetant le pillage des richesses souterraines ukrainiennes par les hommes de Trump.

Mais en toute honnêteté, je n'ai pas l'énergie de formuler ces recommandations quand je sais que le Centre radical au pouvoir, en Grande-Bretagne et dans l'UE, fera tout son possible pour éviter cela - exactement de la même façon qu'il a gâché la crise de l'euro ou les opportunités offertes par la pandémie. Déterminées à rester attachées à l'économie rentière américaine, les élites européennes et britanniques ne s'écarteront pas des politiques actuelles – à moins que nous ne les renversions d'abord. (…) Pendant ce temps, alors que nous luttons pour donner une représentation politique à une tel programme, tous les regards sont tournés vers la Chine – le seul pays, pour le meilleur ou pour le pire, qui semble disposé et capable (mais pas prédestiné) à contrer les tyrans de Trump, à stimuler la production d'énergie verte, à œuvrer pour transformer les BICS en un nouveau Bretton Woods au service des intérêts du Sud global ».

• Commentaires de la suite des évènements comportant des analyses particulièrement pertinentes.

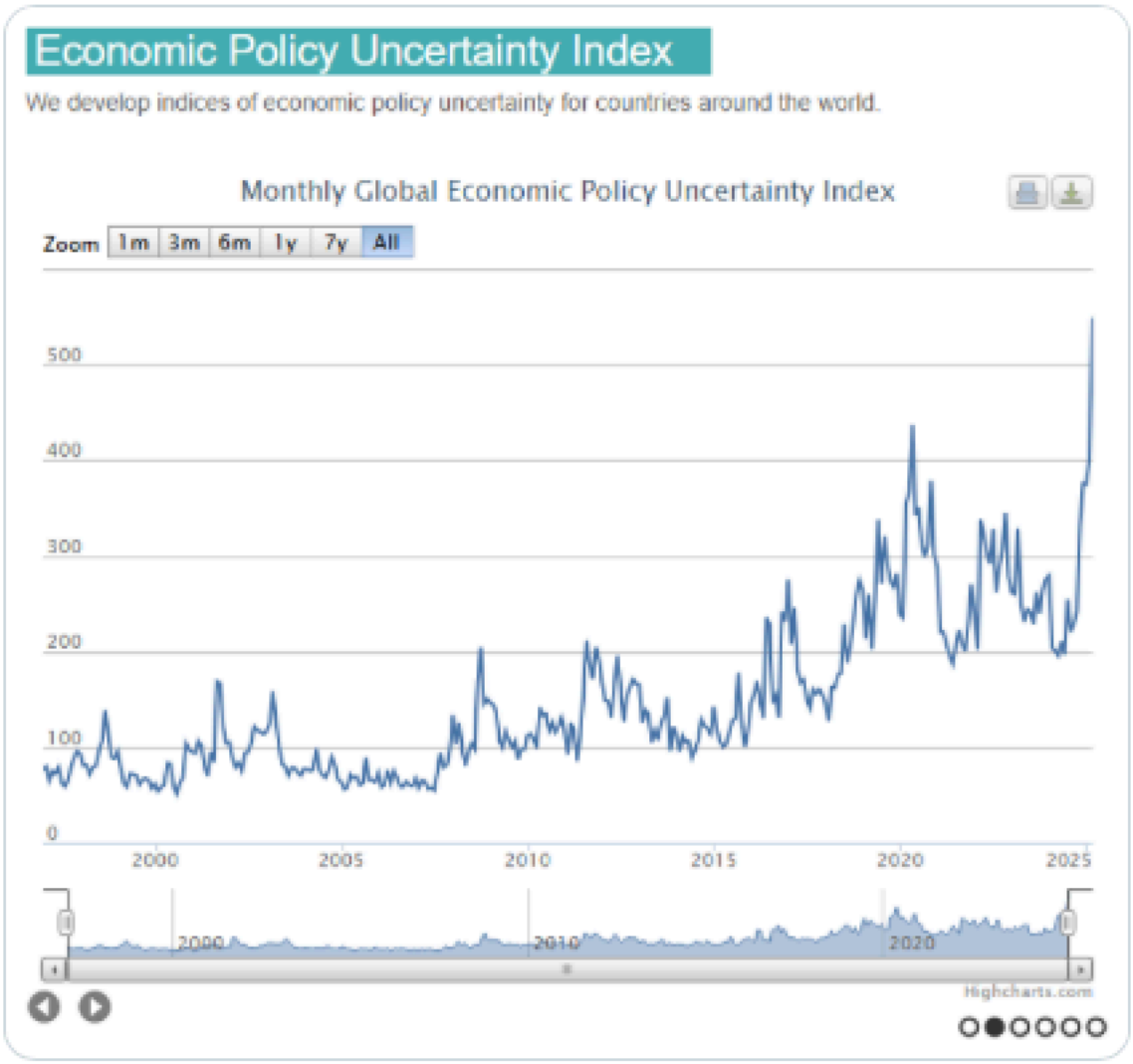
Où en sont les droits de douane EU-Chine mi-mai (et avec le reste du monde) ?



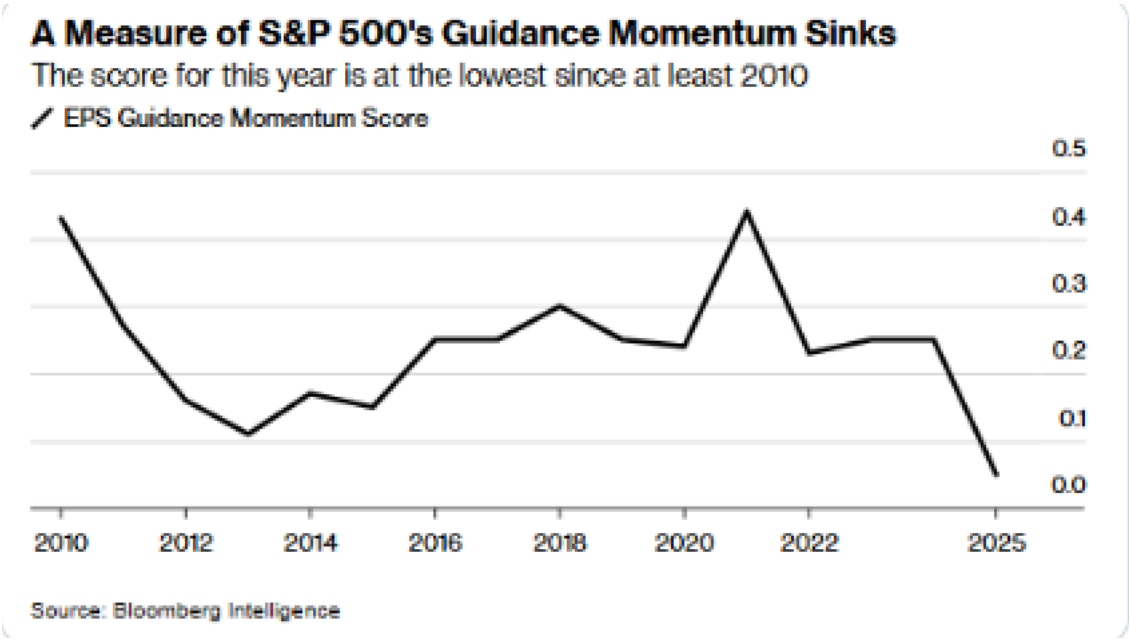
Les droits de douane américains sur la Chine s'élèvent désormais à 51,1 %. Les droits de douane américains sur le reste du monde s'élèvent à 11,7 %.
Les droits de douane chinois sur les États-Unis s'élèvent désormais à 32,6 %. Les droits de douane chinois sur le reste du monde s'élèvent à 6,5 %.

Le niveau d'inquiétude du monde est à son maximum :

L'indice mensuel d'incertitude de la politique économique mondiale atteint son plus haut niveau historique :

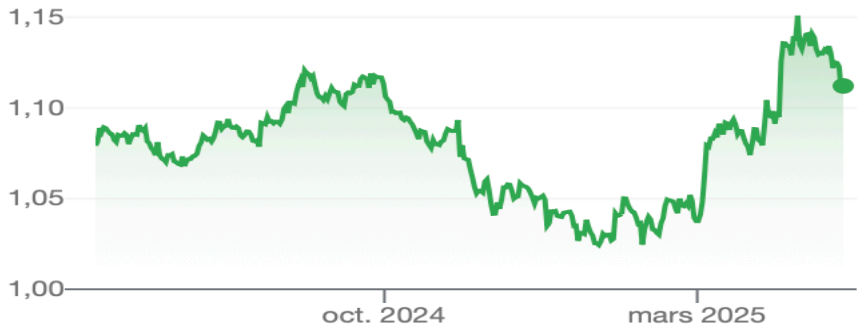


L'indicateur qui montre la part des actions SPX qui ont relevé leurs prévisions de bénéfices par rapport au nombre de celles qui les ont maintenues ou baissées est tombé à son plus bas niveau depuis 15 ans :



Le dollar ne s'effondre pas pour l'instant...

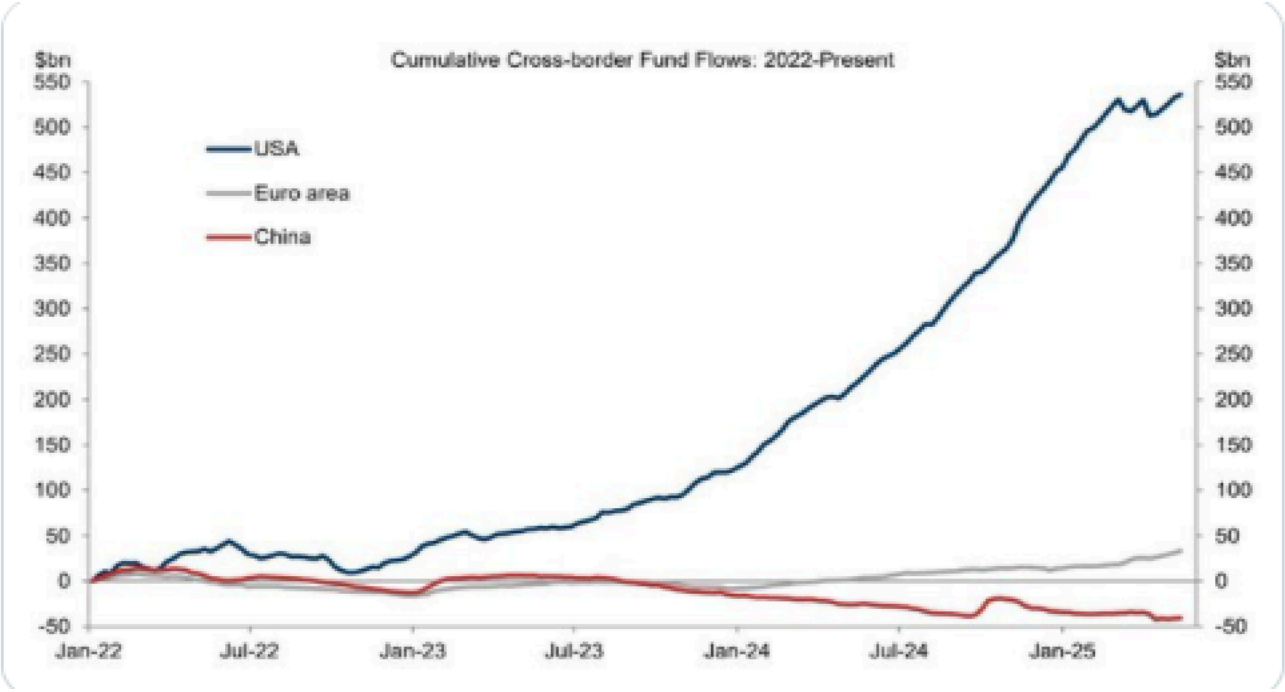
Évolution de l'Euro/Dollar depuis 1 an :



Évolution sur les derniers mois :



Flux de fonds transfrontaliers cumulés :



Ce schéma est malgré tout inquiétant quant à l'avenir du dollar…

Les marchés financiers perdent-ils la tête ?

« 1. Les actions sont en hausse, comme si la guerre commerciale était terminée.
2. L'or est en hausse, comme si la guerre commerciale s'intensifiait.
3. Les rendements augmentent, comme si les États-Unis avaient évité une récession.
4. Les prix du pétrole chutent, comme si les États-Unis entraient en récession.
5. L'indice du dollar américain est en baisse, comme si l'inflation avait disparu.
6. Le Bitcoin est en hausse, comme si l'inflation repartait à la hausse ».
(Source : Post de The Kobeissi Letter)
Réponse de « HedgieMarkets » :
« À mon avis, ces signaux de marché, apparemment contradictoires, racontent en réalité une histoire cohérente lorsqu'ils sont analysés à la lumière de l'évolution des flux de capitaux et de leur positionnement.
Les actions progressent principalement grâce à l'optimisme technologique et à la réduction des droits de douane entre les États-Unis et la Chine, le Nasdaq étant le principal bénéficiaire de la hausse, les restrictions à l'exportation de puces d'intelligence artificielle s'assouplissant.
La hausse de l'or reflète les achats des banques centrales (notamment en Chine et dans les marchés émergents) et les inquiétudes croissantes concernant la dette souveraine après la dégradation de la note américaine par Moody's.
Les rendements des bons du Trésor augmentent en raison de l'implosion du marché obligataire japonais, qui a contraint à une réévaluation de la dette souveraine mondiale, tandis que la baisse du pétrole résulte de l'effondrement du secteur immobilier chinois, qui a réduit les prévisions de demande de près d'un million de barils par jour.
La faiblesse du dollar intervient alors que les rendements japonais atteignent des sommets historiques (réduction des différentiels de taux d'intérêt) et réduction du carry trade sur le yen, qui a soutenu la vigueur du dollar pendant des années. Parallèlement, le Bitcoin bénéficie à la fois de la couverture contre l'inflation et de l'approbation des ETF spot, qui apportent des capitaux institutionnels. Il ne s'agit pas d'irrationalité du marché, mais de multiples changements structurels majeurs qui se produisent simultanément sur différentes périodes, créant des déconnexions temporaires qui finiront par se réconcilier ».

Sur X, « EndGame Macro » a raison de nous inciter à nous pencher sur les opérations de swap de la Fed :

« Au cours des derniers mois, la Féd a discrètement mené des opérations hebdomadaires régulières de swap de liquidités en dollars américains avec la BCE (banque centrale européenne). Chaque opération a porté sur un montant compris entre environ 15 et plus de 140 millions de dollars, avec des durées généralement de sept jours et des taux avoisinant 4,58%. Ces swaps visent à permettre aux banques centrales étrangères d'accéder à des financements à court terme en USD, fonctionnant essentiellement comme des soupapes de liquidité d'urgence pour le système financier mondial. À première vue, cela, peut ressembler à des travaux de plomberie de routine. Mais en y regardant de plus près, les implications sont plus profondes. Que se passe-t-il ? La BCE, entre autres, sollicite la Fed pour obtenir des liquidités hebdomadaires en USD, ce qui témoigne d'une tension persistante sur les marchés mondiaux de financement en dollars ? Ces opérations ne constituent pas techniquement un "assouplissement monétaire" (QE), elles n'augmentant pas directement le bilan de la Fed comme le font les achats d'actifs traditionnels, mais elles remplissent une fonction essentielle : elles évitent aux banques centrales étrangères de devoir se débarrasser de bons du Trésor américain pour accéder aux dollars.

En bref, ces lignes d'échange ont pour buts :

- Alléger la pression de financement du dollar américain à l'étranger.
- Empêcher la vente forcée d'actifs américains par des institutions étrangères.
- Soutenir indirectement la demande du Trésor, en maintenant les rendements plus stables qu'ils ne le seraient autrement.

Pourquoi est-ce important ?

Les acheteurs étrangers de bons du Trésor américain, notamment européens et japonais, se sont retirés. Ce repli menace l'intégrité des adjudications d'obligations américaines, d'autant plus que les déficits explosent et que les émissions de dette s'envolent. Normalement, cela entraînerait une hausse des rendements, voire l'échec des adjudications. Or, la Fed intervient discrètement par le biais de lignes de swap de change, agissant comme un courtier mondial en dollar de dernier recours.

Comme l'a noté Julie Wade, ce changement représente une sorte de "renflouement détourné", non pas directement pour les banques américaines, mais pour le système mondial, dont le fonctionnement dépend encore du dollar. Son argumentation est provocatrice, mais juste : le lignes de swap de la Fed masquent les fragilités structurelles sous-jacentes de la demande. Plutôt que de recycler leurs excédents d'exportation en bons du Trésor, les institutions étrangères empruntent désormais des dollars à court terme pour se maintenir à flot, à des taux légèrement inférieurs à 5%.

Et voici le hic : bien que ces opérations ne constituent pas de l'assouplissement quantitatif au sens classique du terme, elles remplissent une fonction connexe. Elles stabilisent l'écosystème mondial de liquidités en USD, réduisent la volatilité et soutiennent indirectement les prix des actifs américains. Si ces lignes de swap devaient se développer rapidement ou rester inutilisées, l'une ou l'autre de ces situations extrêmes enverrait un signal clair de changement de régime majeur.

Vue d'ensemble : la chute du dollar nous prévient d'une aggravation des tensions sur le marché des obligations souveraines. Si la demande étrangère continue de se tarir et que le recours aux lignes de swap s'accroît, cela signifierait :

- Les États-Unis dépendent de plus en plus des acheteurs nationaux ou d'interventions furtives.
- Les marchés financiers mondiaux sont fragiles et peuvent potentiellement être à un choc géopolitique près d'une crise.
- La Fed pourrait être contrainte à une intervention plus explicite, en revenant potentiellement à un QE formel ou en lançant de nouvelles facilités de crise.

Dans ce contexte, les swaps hebdomadaires BCE-Fed ne sont pas de simples entrées techniques dans un bilan. Ils sont un véritable canari dans la mine de charbon des garanties mondiales. Alors que les adjudications de bons du Trésor peinent à se concrétiser et que les spreads de swap se resserrent, surveillez attentivement les données des lignes de swap. C'est là que se joue la véritable histoire de liquidité, sous les gros titres.

En résumé, la Fed n'assouplit pas ouvertement sa politique monétaire, mais elle lutte discrètement contre le problème. Et la fumée commence à se dissiper ».

Le lendemain, la même source indiquait : « Le Japon est le détonateur, les États-Unis sont la bombe ».

« Les fissures sur les marchés obligataire mondiaux se sont transformées en fractures. L'adjudication d'obligations d'État japonaises à 20 ans a été la pire depuis 1987. Les ratios de couverture des offres se sont effondrés. Les rendements à 30 ans ont atteint 3,12 % et ceux à 40 ans ont atteint un record historique. Il ne s'agit pas d'une défaillance technique ponctuelle mais du premier domino souverain qui bascule dans une structure qui maintient la cohésion du système mondial depuis des décennies.

Voici ce que la plupart ne voient pas : le marché obligataire japonais n'est pas isolé. Il est la clé de voûte de la compression des rendements mondiaux. Pendant des années, les institutions japonaises ont soutenu le marché obligataire mondial grâce à des opérations de portage financées en yens et à des achats massifs d'obligations étrangères, notamment de bons du Trésor américain. Cette époque touche à sa fin. La Banque du Japon perd le contrôle de la partie longue de sa courbe. Et avec des rendements des bons du Trésor couverts contre le risque de change désormais profondément négatifs, les capitaux sont rapatriés.

Voici l'ordre des opérations qui se déroulent :

1- Le Japon, craque en premier. La banque du Japon perd le contrôle de sa dette à long terme. Les adjudications échouent. Les rendements flambent.

2- Les effets d'entraînement commencent. Alors que les capitaux japonais fuient les obligations étrangères et que les couvertures sont levées, le dollar américain se renforce, la liquidité se resserre et les tensions financières mondiales s'accentuent.

3- Le marché des bons du Trésor américain est sous pression. Non seulement à cause de l'inflation, mais aussi parce que les acheteurs étrangers, notamment japonais, se retirent. Les adjudications de bons du Trésor s'affaiblissent. La prime de terme monte en flèche. La Fed est contrainte d'intervenir, non par choix, mais par nécessité.

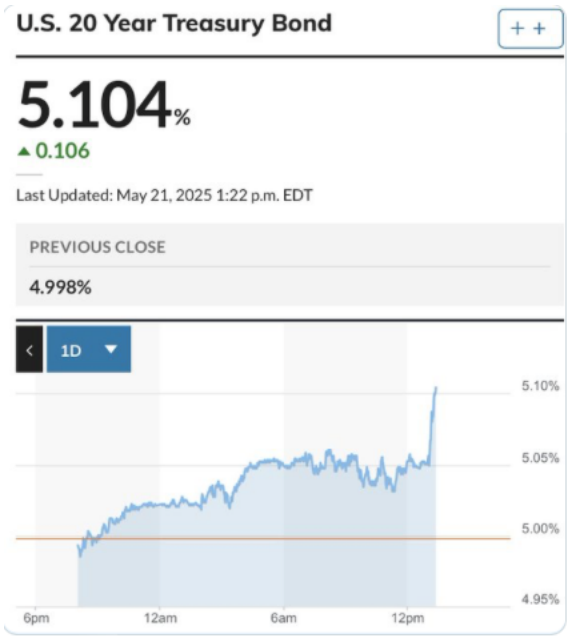
Voici ce qui rend ce cycle encore plus dangereux :
• Les États-Unis ont plus de 9000 milliards de dollar de dette arrivant à échéance dans les 12 mois.
• Les déficits budgétaires restent proches de 8% du PIB, sans aucune consolidation en vue.
• La maturité moyenne de la dette est plus courte que celle du Japon et la base d'acheteurs mondiaux s'amenuise.
Contrairement au Japon, qui peut internaliser les difficultés de son propre marché obligataire, les États-Unis sont au cœur du système mondial du dollar. Si la confiance se brise ici, la chaîne de garanties se fige. Les prix des matières premières se réévaluent. Les marchés émergents s'effondrent. Et la Fed n'aura d'autre choix que de devenir le filet de sécurité structurel, non pas pour assouplir sa politique mais tout simplement pour maintenir le fonctionnement des marchés.
C'est le changement de régime. Le modèle de régression des obligations souveraines, où les taux sont bas, l'inflation ignorée et les bilans absorbent une dette illimitée, est en train de s'effondrer. L'échec du Japon en est le signal. La réponse américaine en déterminera les conséquences. L'ordre des choses est important. Ne vous trompez pas : le marché obligataire japonais est peut-être le détonateur, mais les États-Unis détiennent toujours la bombe ».





Le *mercredi 21 mai*, sur X,

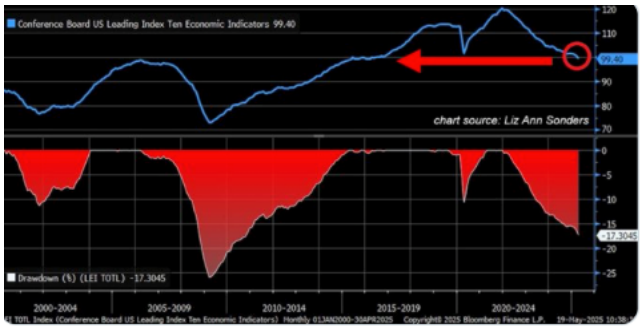
- « amit » écrit, avec l'écran suivant : « Si vous vous demandez pourquoi les actions ont baissé d'un coup d'œil, nous venons d'assurer une horrible vente aux enchères d'obligations aux États-Unis pour nos bonus du trésor à 20 ans. Face au manque d'enchérisseurs, le rendement des obligations à 20 ans a grimpé à 5,1 %.
  Le marché du crédit appelle à l'aide en ce moment ».



- « The Kobeissi Letter » écrit de son côté, avec l'écran suivant : « Le rendement des obligations à 10 ans atteint officiellement 4,60 %. Cela représente une hausse de 90 points de base depuis le début du « pivot de la Fed ». La Fed a de nouveau abaissé ses taux de 75 points de base, mais les rendements s'envolent. Il y a un problème ».



- Également le 21 mai et sur X, « Global Markets Investor » publie le schéma suivant :



Et en fait le commentaire suivant :
« L'indice économique avancé du Conference Board a chuté à son plus bas niveau en 11 ans. La baisse depuis le pic a été de 17,3 %, la plus importante depuis la Grande Crise financière. Une telle baisse n'a jamais été observée en dehors des récessions et est plus importante qu'en 2001 ».

Le *jeudi 22 mai*, « The Kobeissi Letter » aboutit, graphique à l'appui, à la réflexion suivante :
« D'une certaine manière, le président Trump pourrait bien "souhaiter" une récession.
Une récession permet d'atteindre simultanément la plupart des objectifs économiques de Trump :
1. Baisse de l'inflation américaine
2. Baisse des rendements des bons du Trésor
3. Réduction du déficit commercial (grâce aux droits de douane)
4. Baisse des taux d'intérêt de la Fed
5. Baisse des prix du pétrole
Après la récente flambée des rendements des bons du Trésor, l'administration Trump a compris que les gros titres sur les accords commerciaux ne fonctionneraient plus.
Une récession pourrait être la "meilleure" solution après des années d'inflation et d'argent "gratuit".
Et, de toute évidence, la Fed oriente désormais sa politique en fonction des appels de Trump à des baisses de taux. La politique économique est donc ce que Trump peut contrôler. Une guerre commerciale pourrait en réalité permettre d'atteindre la plupart de ses objectifs, même à la dure ».



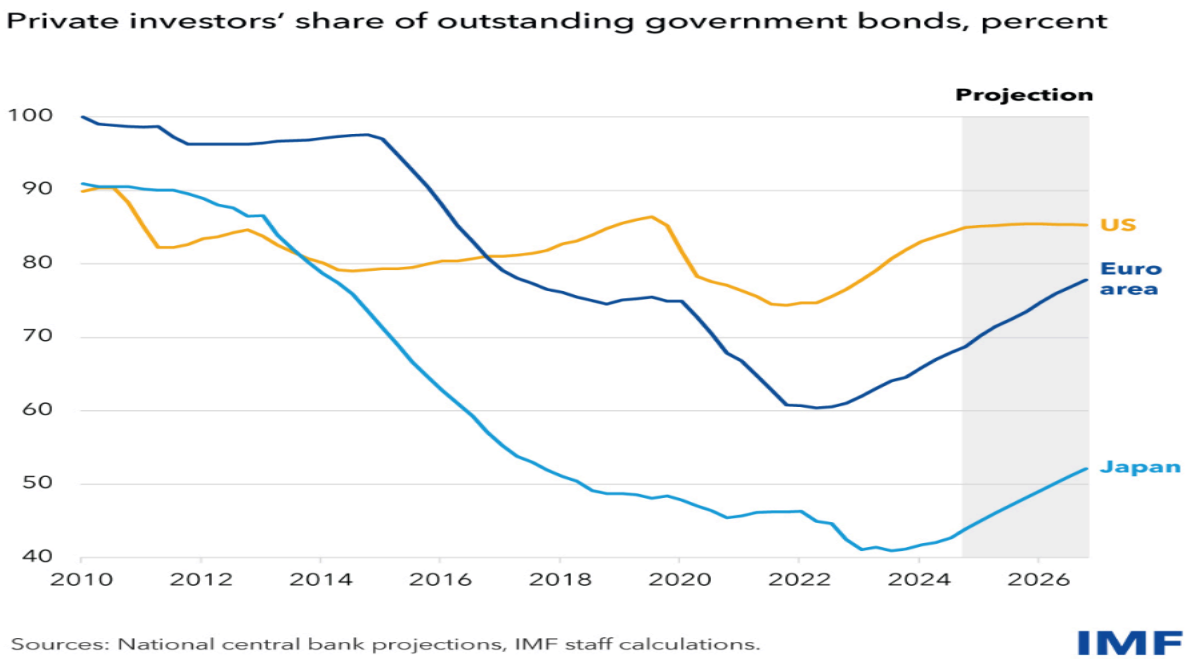
Ce n'est pas pour rien que le FMI fait paraître ce 21 mai un article de T. Adrian, K. Nikolaou et J. Wu, « Fostering Core Government Bond Market Resilience », dont voici un très large extrait :

« Le bon fonctionnement des marchés des obligations d'État est essentiel à la sécurité et à la solidité des marchés financiers au sens large, notamment dans un contexte de volatilité accrue des marchés financiers. Les marchés obligataires se sont récemment fortement ajustés à une réévaluation brutale de l'environnement macroéconomique mondial et à une incertitude accrue en matière de politique commerciale.

Le fonctionnement du marché des obligations d'État a fait preuve de résilience malgré une volatilité très élevée, et sa stabilité continue demeure essentielle au système financier, comme le montre le dernier Rapport sur la stabilité financière mondiale, qui évalue également les vulnérabilités internationales d'autres secteurs et marchés financiers.

Les obligations d'État constituent le socle des marchés financiers, servant de références dont les rendements influencent d'autres instruments financiers tels que les obligations d'entreprises, les prêts hypothécaires et les produits dérivés. De nombreuses transactions financières utilisent les titres d'État comme garantie pour se couvrir contre les risques et orienter les prix.

Les rendements obligataires et leurs fluctuations reflètent des informations sur les perspectives économiques, les risques et le fonctionnement du marché. Par exemple, lorsque les rendements augmentent pour des raisons fondamentales, cela reflète généralement une amélioration des perspectives économiques ou des anticipations d'inflation plus élevées. Cette tarification est déterminée par l'équilibre entre l'offre et la demande, dans un contexte où de nombreuses banques centrales normalisent leurs bilans et où les gouvernements continuent de financer d'importants volumes de dette. De fait, la part de la dette publique détenue par des investisseurs privés est susceptible d'augmenter dans les principales économies.



Les rendements peuvent également augmenter lorsque les investisseurs exigent une compensation supplémentaire pour l'incertitude des taux d'intérêt sur la durée de l'obligation, appelée prime de terme. Cette incertitude peut refléter l'incertitude budgétaire, économique ou, plus particulièrement à l'heure actuelle, l'incertitude liée à la politique commerciale. Si les primes de risque plus élevées sont encore aggravées par des problèmes de fonctionnement des marchés obligataires d'État, les rendements augmentent excessivement par rapport aux fondamentaux, ce qui pourrait compromettre l'allocation efficace du capital.

Les décideurs politiques mondiaux ont réalisé des progrès significatifs pour consolider le marché des obligations d'État, qui représente 80 000 milliards de dollars, face à des défis croissants, mais des efforts supplémentaires sont nécessaires pour renforcer sa résilience. Il est essentiel de garantir la solidité des intermédiaires et des structures de marché. Un fonctionnement efficace nécessite des marchés liquides qui permettent aux acheteurs et aux vendeurs de comparer facilement les offres et les demandes, de permettre aux rendements de refléter efficacement les évolutions économiques et de maintenir les primes de terme à un niveau bas. Certains épisodes de ces dernières années suggèrent que la liquidité du marché obligataire principal peut s'évaporer rapidement en période de tension, et que même la liquidité au jour le jour peut se détériorer. La liquidité est un concept multidimensionnel, mesuré par des indicateurs transactionnels tels que l'écart entre les cours acheteur et vendeur, les volumes de négociation et la profondeur du marché, ainsi que par des méthodes basées sur des modèles. Différents indicateurs peuvent parfois transmettre des signaux différents. Par exemple, si les écarts entre cours acheteur et cours vendeur suggèrent une légère pression sur la liquidité ces dernières années, les erreurs d'ajustement de la courbe des taux ont augmenté sur certains des plus grands marchés obligataires mondiaux, suggérant une liquidité réduite.

Ces disparités entre les rendements des obligations d'échéances similaires soulignent la nécessité de mieux comprendre les mécanismes qui affectent la liquidité. Cela commence par évaluer la situation des négociants principaux, qui soumissionnent aux enchères pour le compte de leurs clients et soutiennent la liquidité sur les marchés secondaires. Ils sont les principaux intermédiaires des principaux marchés d'obligations d'État. La plupart sont des filiales de grandes banques. Nombre d'entre eux disposent de bilans conséquents, ce qui leur permet de stocker des stocks d'obligations et de fournir du financement à leurs clients.

La dynamique d'intermédiation des négociants peut avoir un impact significatif sur la liquidité. Sur des marchés volatils, les courtiers sont confrontés à une hausse de la valeur à risque et d'autres indicateurs de gestion des risques, ce qui remet en question leur capacité à agir en tant qu'intermédiaires. Les courtiers bancaires peuvent se retirer en cas de volatilité accrue, ce qui aggrave la liquidité. Dans l'ensemble, une perception accrue du risque par les courtiers peut réduire l'activité de tenue de marché et amplifier l'illiquidité du marché, comme le montre notre récent article co-écrit avec la Réserve fédérale de New York. (.. .)

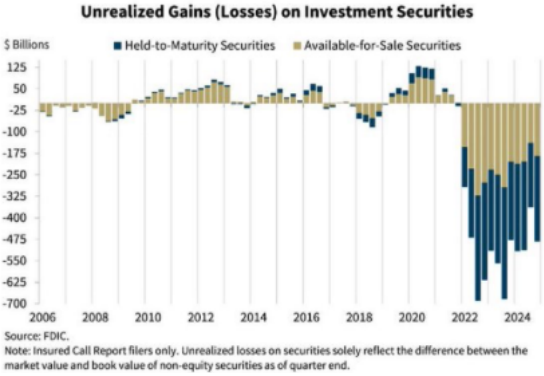
Les principales banques-négociants des principaux marchés obligataires souverains ont accru leurs avoirs en obligations d'État, mais pas proportionnellement à la croissance de l'encours. Par exemple, au Royaume-Uni, les obligations d'État ont progressé deux fois plus vite que les bilans des banques-négociants britanniques, comme nous l'avons montré dans le Rapport sur la stabilité financière mondiale d'octobre 2023. Le stock de titres du Trésor américain a presque quadruplé au cours des 15 années précédant 2023, tandis que les bilans des banques-négociants américaines n'ont augmenté que de 1,5 fois.

Par conséquent, les titres du Trésor américain représentent près de 70 % des stocks de titres des négociants principaux, soit la part la plus élevée depuis plus de dix ans, tandis qu'environ les trois quarts de leur financement de titres sont également garantis par des bons du Trésor. Le défi réside dans le fait que les limites internes imposées par les négociants en matière de concentration des avoirs pourraient limiter les activités d'intermédiation, notamment en période de tensions.

La résilience du fonctionnement du marché dépend également des institutions financières non bancaires. Certaines IFNB – fonds communs de placement, fonds négociés en bourse, compagnies d'assurance et fonds de pension – sont des acheteurs clés. D'autres sont devenues d'importants teneurs de marché sur des segments de marché spécifiques, notamment les sociétés de négociation pour compte propre et certains fonds spéculatifs. La transition vers le trading électronique a permis aux sociétés de négociation pour compte propre dotées d'une expertise technologique de gagner des parts de marché.
Les teneurs de marché des IFNB peuvent contribuer à réduire la dépendance des investisseurs aux banques-négociants, à augmenter le nombre d'intermédiaires et à améliorer la liquidité. Cependant, leur mandat de soutien aux marchés des obligations d'État étant généralement plus faible que celui des banques-négociants, ils peuvent également freiner rapidement leurs activités en période de tensions sur les marchés. Ce fut le cas lors de la forte hausse des marchés du Trésor en 2014 et de la ruée mondiale vers les liquidités en 2020 au début de la pandémie, tandis que leur rôle dans le récent épisode de volatilité obligataire est encore à l'étude. De plus, la présence croissante des IFNB rend la résilience du marché plus incertaine et opaque, car elles ont tendance à être moins réglementées et soumises à des exigences de déclaration de données moins strictes.
Progrès politiques
La résilience et la liquidité du marché obligataire en période de choc renforcent son statut d'actif sûr, ce qui contribue à la stabilité générale des marchés financiers mondiaux. Ceci est, à son tour, un déterminant important des coûts de financement des gouvernements. Par conséquent, des politiques visant à préserver le fonctionnement des marchés sont nécessaires pour renforcer cette résilience. Afin d'atténuer les défaillances, les banques centrales ont introduit ces dernières années de nouveaux outils pour stabiliser les marchés obligataires. Il s'agit notamment d'achats d'actifs et de facilités de prêt, principalement par le biais d'accords de mise en pension, ou repos, qui accordent des prêts aux institutions financières garantis par des obligations d'État.
Si ces outils contribuent au bon fonctionnement du marché obligataire, ils ne remplacent pas la résilience structurelle. La compensation centrale atténue les risques de contrepartie et de défaut et améliore la transparence. Elle permet également aux intermédiaires de compenser les positions longues et courtes par rapport à la contrepartie centrale, améliorant ainsi l'efficacité et la capacité des bilans.
Les pays ont adopté la compensation centrale à des degrés divers. Au Japon, une part importante des transactions au comptant et des pensions livrées est compensée de manière centralisée, tandis que les États-Unis n'ont introduit cette obligation que récemment. En Allemagne et au Royaume-Uni, certaines transactions de pensions livrées sont compensées de manière centralisée, mais pas les transactions au comptant. Si la compensation centralisée ne garantit pas à elle seule la résilience du marché, le consensus international sur ses avantages ne cesse de croître.
De plus, des données de marché actualisées et complètes sont essentielles pour évaluer son fonctionnement. La volatilité récente a montré que les lacunes en matière de données et les retards de publication masquent les facteurs en temps réel du fonctionnement du marché, tels que les pressions vendeuses sur le marché des obligations souveraines. Les progrès ne sont pas uniformes d'un pays à l'autre, tandis que d'importantes lacunes en matière de données subsistent pour les principaux acteurs du marché, tels que les courtiers et les fonds spéculatifs. Des mesures supplémentaires sont nécessaires pour garantir des données actualisées et cohérentes sur la liquidité et le fonctionnement des obligations d'État.
Des travaux supplémentaires sont nécessaires dans d'autres domaines. Les décideurs politiques doivent évaluer plus en détail les changements apportés à la tenue de marché, notamment le rôle croissant des institutions financières non bancaires. Pour ce faire, ils ont besoin de meilleures informations sur la solidité financière des IFNB, leur résilience opérationnelle face aux menaces telles que les cyberattaques et leur comportement probable lorsque les marchés obligataires sont sous pression.
Enfin, les banques-négociants restant probablement essentielles aux marchés des obligations d'État, elles doivent continuer à accroître leurs capitaux et leurs liquidités en période de stabilité afin de servir les marchés sous tension. L'achèvement des réformes réglementaires bancaires convenues au niveau international sera essentiel pour atteindre cet objectif ».

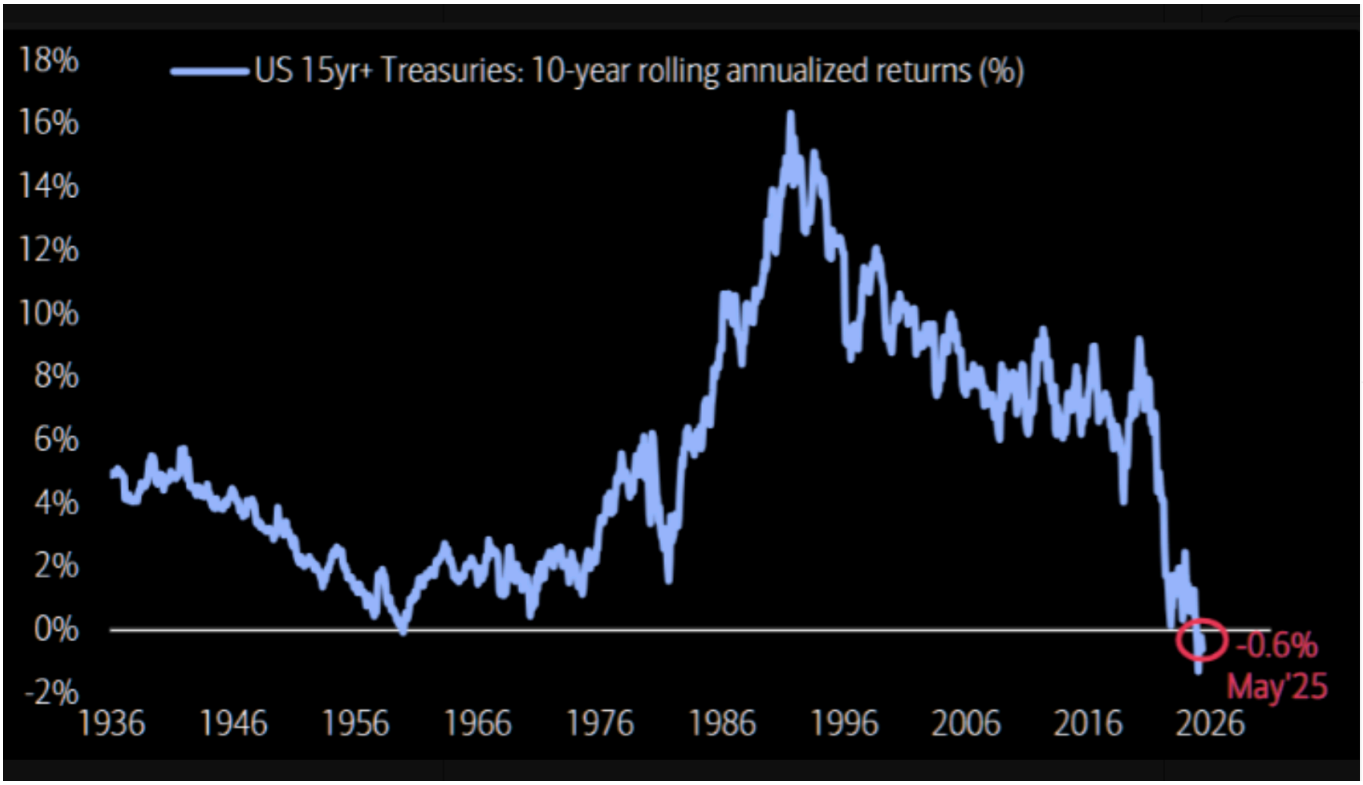
Ce même 22 mai, Les Echos publient un article de François Vidal, « Régulation bancaire, le “trade“ à 2000 milliards de Washington », avec pour sous-titre : « Pour sécuriser le marché obligataire américain, Trump et la Fed s’apprêtent à détricoter les règles prudentielles hérités de la grande crise financière ; attention, danger ! ».

Le 23 mai, information intéressante sur X à propos des résultats bancaires :



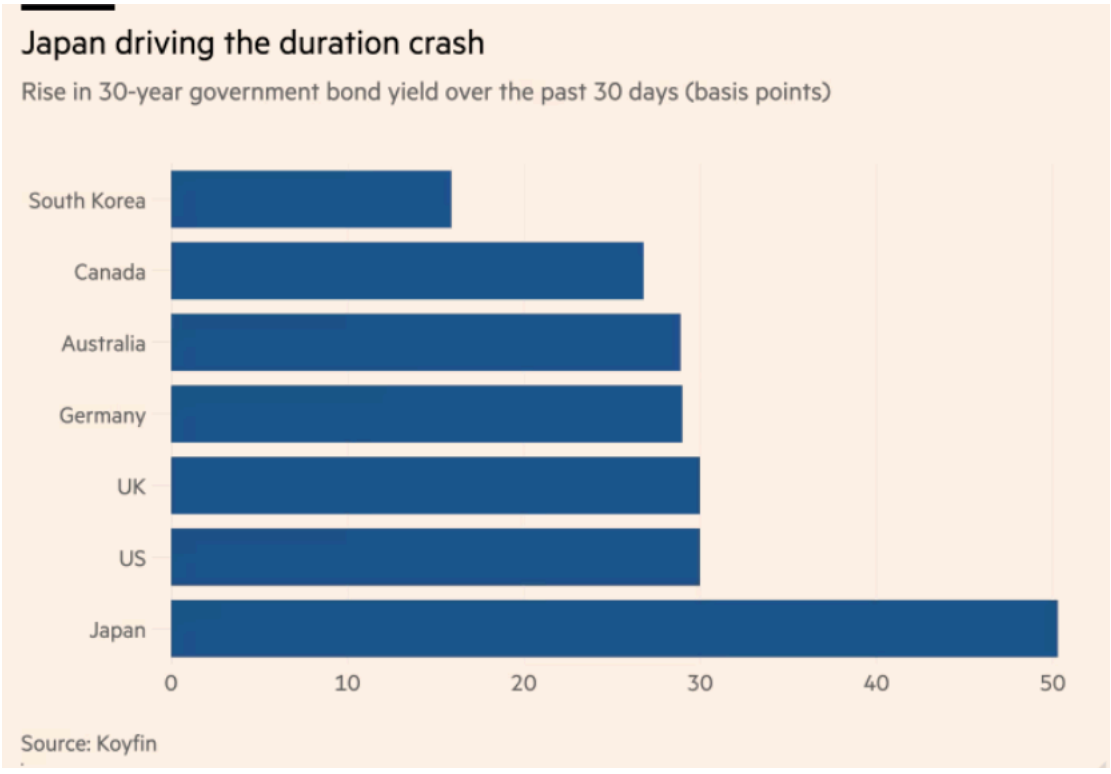
« Les banques américaines accusent actuellement 482 milliards de dollars de pertes latentes, soit une hausse de 33 % par rapport au trimestre précédent. Avec la flambée des taux, ces pertes vont s'accentuer. Les banques, en particulier les petites, sont en difficulté ! » (Barchart)

Le samedi 24, le même Barchart, toujours sur X, publie le schéma suivant, avec son commentaire :



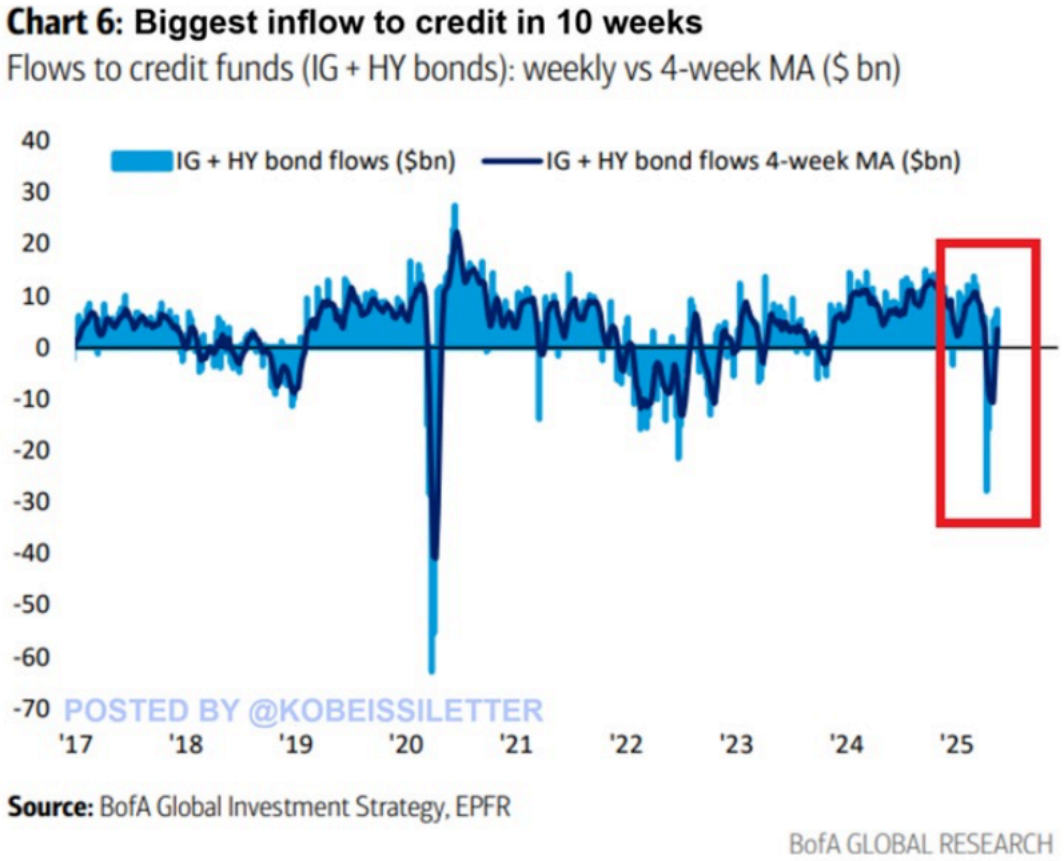
« Les obligations du Trésor américain affichent désormais les pires rendements annualisés sur 10 ans depuis 90 ans ».

Le lendemain, le même « Barchart » publie le diagramme suivant avec ce commentaire :



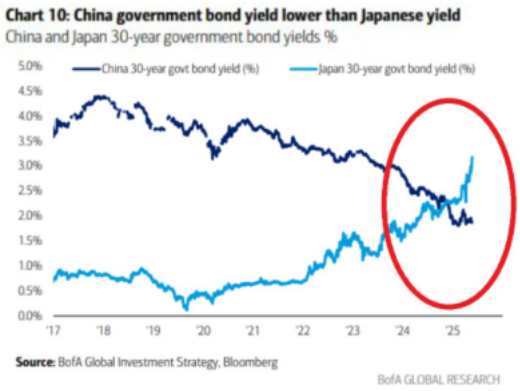
« Les rendements des obligations à long terme explosent à la hausse partout dans le monde ».

Au même moment, « The Kobeissi Letter » donne des nouvelles des obligations d'entreprises :
« Les investisseurs se tournent à nouveau vers les fonds de crédit américains :
Les fonds d'obligations d'entreprises américaines de qualité « investment grade » et à haut rendement ont enregistré des entrées nettes d'environ 9 milliards de dollars la semaine dernière, soit le niveau le plus élevé en 10 semaines.
La moyenne mobile sur 4 semaines des entrées est devenue positive pour la première fois depuis mars, à environ 5 milliards de dollars.
Il s'agit d'un net retournement de situation par rapport aux sorties d'environ 28 milliards de dollars enregistrées la deuxième semaine d'avril, le plus haut niveau depuis 2020.
Parallèlement, l'ETF d'obligations d'entreprises à haut rendement, $HYG, a bondi de 5,4 % depuis son plus bas du 8 avril et a atteint un record historique.
Les spreads des obligations d'entreprises américaines à haut rendement ont baissé de 1,37 point de pourcentage, à 3,20 %, proche de leur plus bas niveau depuis la dernière semaine de mars.
Le marché obligataire d'entreprises américain se stabilise ».

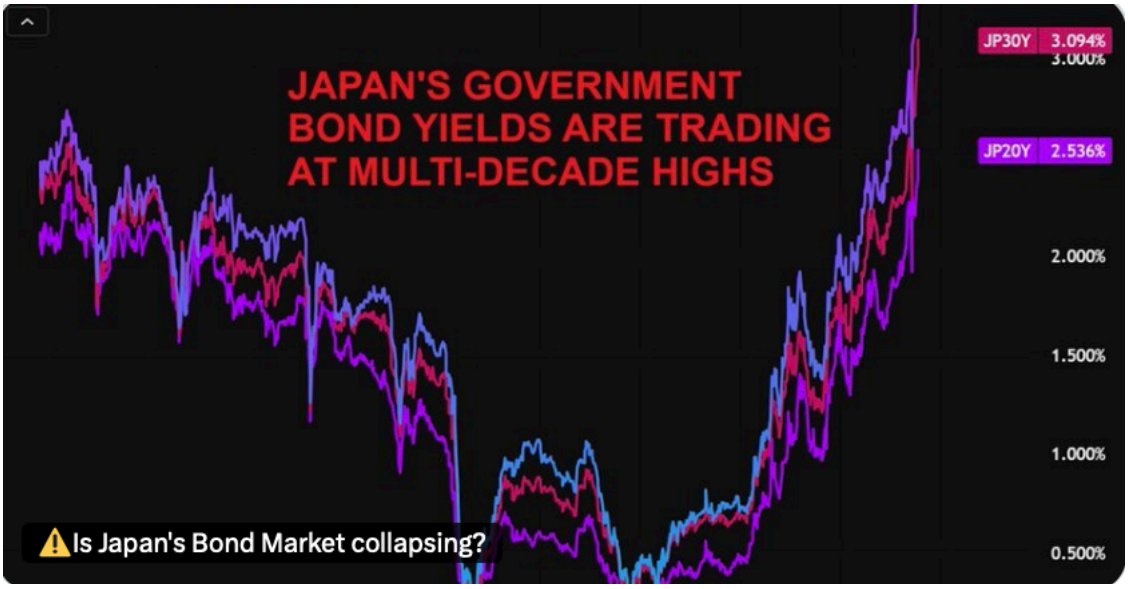


Et « Hedgie » commente à son tour : « Ces entrées de fonds obligataires nous révèlent un élément important de la psychologie actuelle du marché. Lorsque les investisseurs investissent 9 milliards de dollars dans le crédit en une seule semaine après leur départ en avril, cela indique qu'ils sont convaincus que la Fed réussira un atterrissage en douceur. Les acheteurs d'obligations parient essentiellement sur la poursuite du ralentissement de l'inflation, tandis que la croissance restera suffisamment résiliente pour éviter les défauts de paiement.
La compression des spreads du haut rendement à seulement 3,20 % est particulièrement révélatrice. Historiquement, des spreads aussi serrés surviennent en fin de cycle économique, lorsque l'optimisme atteint son paroxysme. Le problème est que des spreads aussi serrés ne laissent quasiment aucune marge d'erreur en cas de détérioration des conditions économiques. Avec la moyenne mobile sur 4 semaines devenant positive pour la première fois depuis mars, nous observons un changement de sentiment majeur qui pourrait générer de nouveaux gains à court terme. Mais n'oubliez pas que les marchés obligataires surévaluent souvent dans les deux sens, et ce passage rapide de la peur à la cupidité suggère que les investisseurs sous-estiment peut-être les risques tout comme ils les ont surestimés en avril ».

Le dimanche 25 mai aussi, sur X, « Global Markets Investor » publie le post suivant :
« C'est véritablement historique : le rendement des obligations d'État japonaises à 30 ans a dépassé celui des obligations chinoises à 30 ans pour la première fois de son histoire. Le rendement des obligations japonaises à 30 ans se négocie environ 1,2 point de pourcentage au-dessus de celui des obligations chinoises à 30 ans.
Le marché obligataire japonais va-t-il engendrer une instabilité financière mondiale ? ».



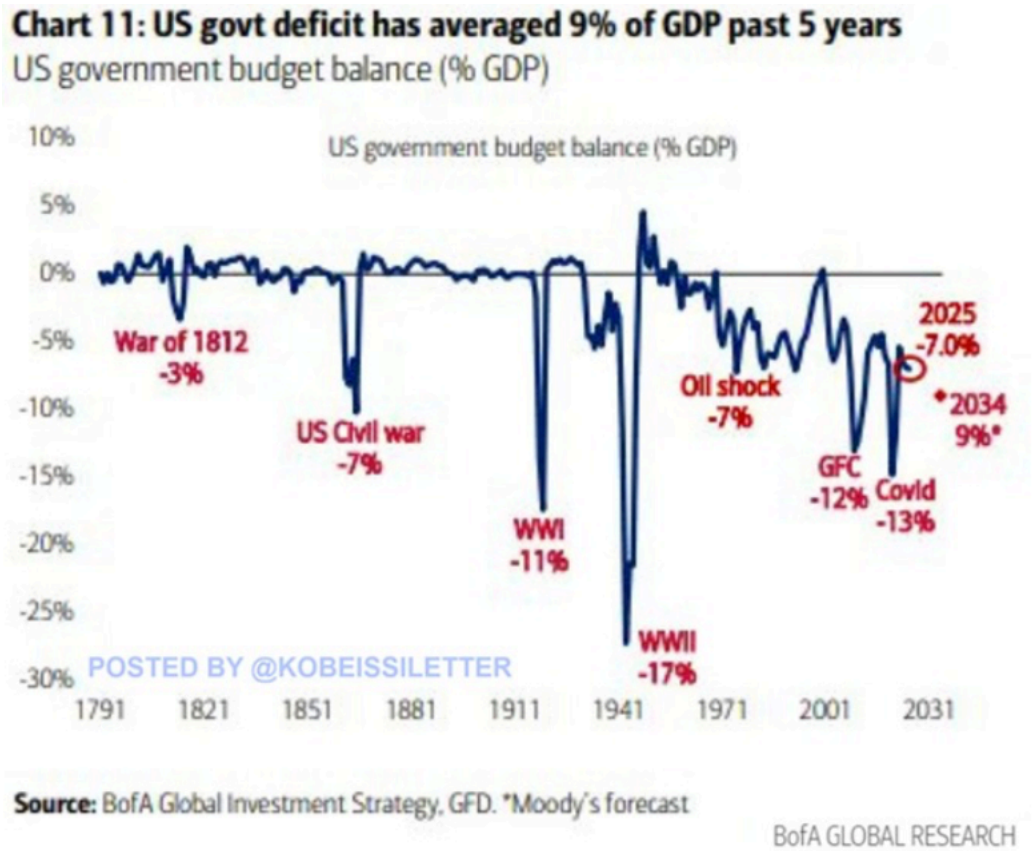
« Le marché obligataire japonais est-il en train de s'effondrer ?
Le carry trade est-il à nouveau menacé ?
Les rendements à 40 et 30 ans ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis leurs débuts en 2007 et 1999.
La Banque du Japon interviendra-t-elle à la rescousse ou attendra-t-elle que certaines banques fassent faillite ? »



Le lundi 26 mai, sur X, on rapporte la position de l'américain Stanley Druckenmiller, investisseur et gestionnaire de fonds spéculatifs bien connu des milieux financiers : « nous dépensons comme des naufragés. L'explosion de la dette est sans précédent ».

De son côté, « The Kobeissi Letter » se demande, avec le schéma qui suit : « Le déficit budgétaire américain a atteint en moyenne 9 % du PIB au cours des cinq dernières années. Au cours des seuls 12 derniers mois, le déficit budgétaire a atteint 7 % du PIB. C'est encore plus élevé que lors des récessions de 2001 ou des années 1980. Ceci intervient alors que le gouvernement américain a dépensé la somme colossale de 7 100 milliards de dollars l'année dernière, soit l'équivalent de 24 % du PIB. Le gouvernement enregistre désormais des déficits plus importants que lors d'une récession économique moyenne.
Que se passera-t-il si l'économie américaine entre en récession ? »

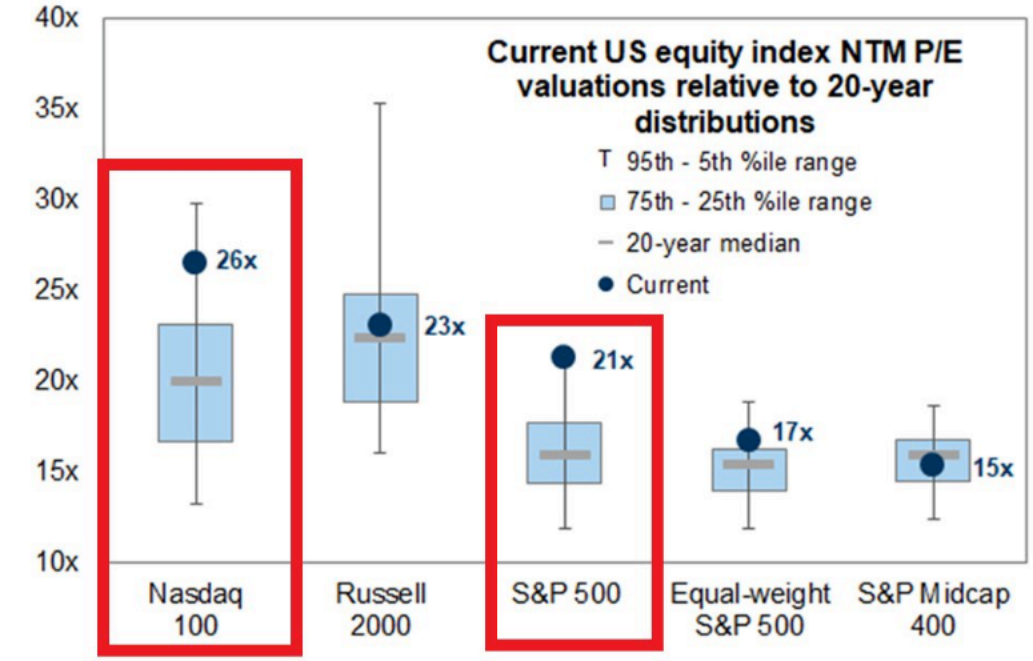
Et « Market Radar » : « Jamais dans l'histoire nous n'avons connu un déficit aussi important tout en affichant un écart de production positif. Nous enregistrons le plus grand déficit en temps de paix de l'histoire des États-Unis en période d'expansion économique. Ni en période de crise, ni en période de guerre. En période de prospérité ».



« Mark The Financier » fait quant à lui, une analyse très percutante : « rendements élevés, liquidités serrées, absence de relance, absence de baisse des taux – n'est pas le chaos : c'est une forme de contrôle.
Les États-Unis accusent des déficits normalement observés en temps de guerre ou de profonde récession – 7 % du PIB cette année, 9 % en moyenne sur les cinq dernières années. Ils dépensent comme s'ils étaient en crise… tout en prétendant que l'économie est « résiliente ». Pourquoi ? Parce que la stratégie n'est pas de stimuler, mais de survivre au refinancement.
Plus de 5 000 milliards de dollars de dette arrivent à échéance d'ici la fin du deuxième trimestre 2025. Cette dette doit être refinancée – rapidement, et idéalement à des rendements plus faibles. Mais les États-Unis ne peuvent ni baisser leurs taux, ni imprimer de billets. S'ils le faisaient, l'inflation repartirait à la hausse et la confiance dans les bons du Trésor s'effondrerait.
Alors, quel est le plan ? Maintenir les taux élevés ; exercer une pression mondiale, et attendre que le reste du monde cède en premier. Et un par un, ils le font. Le Japon intervient. L'Europe vacille. Les marchés émergents sont déjà en train de s'effondrer. Chaque fois qu'un autre pays baisse ses taux ou injecte des liquidités, il affaiblit sa monnaie et sape sa crédibilité. Il s'élimine comme valeur refuge. Et c'est là tout l'objectif.
Car lorsque la véritable panique éclatera – lorsque le système se resserrera trop et que quelque chose se brisera – les capitaux mondiaux se précipiteront. Et le seul endroit où ils pourront se réfugier, c'est le marché des bons du Trésor américain.
Non pas parce que les États-Unis sont en bonne santé. Mais parce qu'ils sont les moins fragiles, et les seuls à ne pas avoir cédé.
C'est à ce moment-là que les rendements baissent naturellement. C'est à ce moment-là que les États-Unis refinancent ce déficit monstrueux, non pas par des mesures politiques, mais par une fuite mondiale des capitaux. Il ne s'agit pas de combler le déficit. Il s'agit de le résorber. Et on ne peut absorber une somme aussi importante que si le monde entier se précipite sur ses obligations. C'est ce que nous observons actuellement. Il ne s'agit pas seulement de volatilité obligataire. Il ne s'agit pas seulement de taux élevés. Nous assistons à la tentative d'un pays de restructurer l'ensemble de sa structure d'endettement grâce à un levier géopolitique rigoureux. Il ne s'agit pas d'un accident budgétaire. C'est l'acte final d'un supercycle de la dette.
Et les États-Unis entendent s'en sortir, plus forts, plus dominants et pleinement financés. Non pas en implorant de l'aide. Mais en s'assurant que toutes les autres portes s'effondrent avant ».

Le mardi 27 mai, sur X, « StockMarket. News » publie le post important suivant sur la forte progression des actions américaines et sur ses conséquences :

Exhibit 26: US equity index P/E valuations vs. history



Source: Compustat, FactSet, IBES, Goldman Sachs Global Investment Research

« Désormais, les actions américaines sont presque plus cher qu'à n'importe quelle autre période de l'histoire moderne. Mais voici un véritable problème : les ménages américains détiennent plus d'actions que jamais auparavant.
Ce combo est rare est risqué.
Commençons par les valorisations. Le ratio cours / bénéfice (C/B) nous indique combien les investisseurs paient pour chaque dollar de bénéfice attendu.
À l'heure actuelle, le S&P 500 se négocie à 21 fois les bénéfices prévisionnels. Cela signifie que les investisseurs paient 21$ pour 1$ des bénéfices attendus de l'année prochaine. La moyenne sur 25 ans est plus proche de 16 fois.
Le Nasdaq 100, dominé par les grandes entreprises technologiques, est encore plus tendu avec un PER prévisionnel d'environ 26 fois.
Historiquement, lorsque les investisseurs paient autant pour des bénéfices futurs, les rendements sur les 5 à 10 années suivantes ont tendance à décevoir. Ce n'est pas seulement cher, c'est parmi les 5% les plus chers de l'histoire.
Si on fait un zoom arrière, ça a l'air pire.
Le ratio CAPE (Cyclically Adjusted P/E) de Shiller, qui calcule la moyenne des bénéfices sur 10 ans pour atténuer les périodes d'expansion et de récession, est d'environ 35,6. C'est presque le double de sa moyenne sur 100 ans (environ 17). Seules trois périodes ont enregistré des CAPE plus élevés : 1929, 2000 et 2021. Toutes trois se sont soldées par des krachs !
Des valorisations aussi élevées ont tendance à comprimer les rendements futurs. Pourquoi ? Parce que le prix que vous payez est déjà en train de se préparer à un avenir parfait : une faible inflation, des revenus élevés et des taux d'intérêt bas. La moindre déception, la moindre récession, la moindre erreur de la Fed, la moindre baisse des bénéfices, et le plancher cède.
Mais voici le problème : il ne s'agit pas seulement d'actions chères. C'est celui qui les détient qui compte. Les ménages américains allouent désormais environ 43,4% de leurs actifs financiers aux actions. Au pic de la bulle Internet en 2000, ce chiffre était de 38,4%. Il s'agit de la plus forte exposition des ménages aux actions jamais enregistrée aux États-Unis.
Cela fragilise le système. Lors ce que les actions sont aussi chères, et détenues à ce point, même une baisse modérée affecte : la confiance des consommateurs, le comportement de dépenses, les inégalités de richesse, les échéanciers de retraite et le climat politique.
Pour couronner le tout, les ménages ne sont pas seulement « longs », ils sont endettés. La dette sur marge (argent emprunté pour acheter les actions) est proche de 937 milliards de $, en hausse de 33% sur un an.
Les liquidités des fonds communs de placement, ces réserves de liquidités qui protègent les portefeuilles, sont proches de leurs plus bas historiques. Il s'agit d'un marché dont les prix sont fixés à la perfection, sans parachute.
Dans le même temps, les taux d'épargne personnelle se situent autour de 3 à 4%, bien en dessous de la moyenne des 50 dernières années, qui est d'environ 7%. Les consommateurs dépensent en fonction de l'effet de richesse, et non de leurs revenus. L'effet de richesse se produit lorsque la hausse des prix des actifs (actions, maisons) donne aux gens le sentiment d'être plus riches, ce qui les pousse à dépenser davantage. Mais c'est de la richesse papier, pas de l'argent liquide.
BNPParibas estime que l'effet richesse en 2024 a stimulé les dépenses de consommation de 246 milliards $. Cela a contribué à maintenir une croissance positive du PIB malgré une politique monétaire restrictive.
Mais c'est un mirage : si les actions chutent, les dépenses chutent avec elles. Le consommateur est soutenu par les valorisations.

La Fed entre alors en scène. Avec la baisse de l'inflation, les marchés anticipent des baisses de taux, mais la Fed est confrontée à un dilemme : la baisse des taux favorise la croissance et les actions, mais des taux plus bas regonflent également les bulles qu'elle veut éviter. C'est à nouveau le problème que l'on a connu en 1998-2000.
Sur le papier, les actions semblent toujours plus attractives que les obligations. C'est le modèle de la Fed : elle compare le rendement des bénéfices du S&P500 à celui des bons du Trésor.
Actuellement, le rendement des bénéfices du S&P500 est d'environ 4,8% et celui des bons du Trésor à 10 ans est d'environ 4.5%. Alors pourquoi ne pas privilégier les actions ? Parce qu'elles comportent beaucoup plus de risques. La prime de risque des actions (ERP), le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour détenir des actions par rapport aux obligations sûres, n'est désormais que d'environ 2,5%, bien en dessous de la moyenne historique de 4 à 5%. Selon l'expert en évaluation Aswath Damodaran, les actions ne valent ces prix que si vous êtes prêt à accepter des rendement futurs inférieurs.
Goldman Sachs estime le rendement à 10 ans du S&P500 à environ 4,8% par an (nominal). Ned Davis Research observe une évolution similaire : des rendements inférieurs à la moyenne pendant une décennie, à moins que la croissance des bénéfices ne dépasse largement les attentes. Et la majeure partie de cet optimisme est déjà intégrée dans les prix.
Alors, où cela nous mène-t-il ?

- Les actions proches de leurs plus hauts historiques.
- Des valorisations parmi les plus extrêmes jamais enregistrées.
- Les ménages ont atteint le maximum de leurs capitaux propres.
- Un taux d'épargne bas.
- Augmentation de la dette sur marge.
- Fed enfermée.
- Rendements obligataires compétitifs.

C'est un équilibre fragile.
Cela signifie-t-il que les actions vont s'effondrer demain ? Non, mais cela signifie que la marge de sécurité a disparu. Quand tout le monde est à l'intérieur, il n'y a plus personne pour acheter, seulement pour vendre.
Et lorsque vous combinez des valorisations extrêmes avec une exposition record, les petits chocs deviennent des avalanches ».

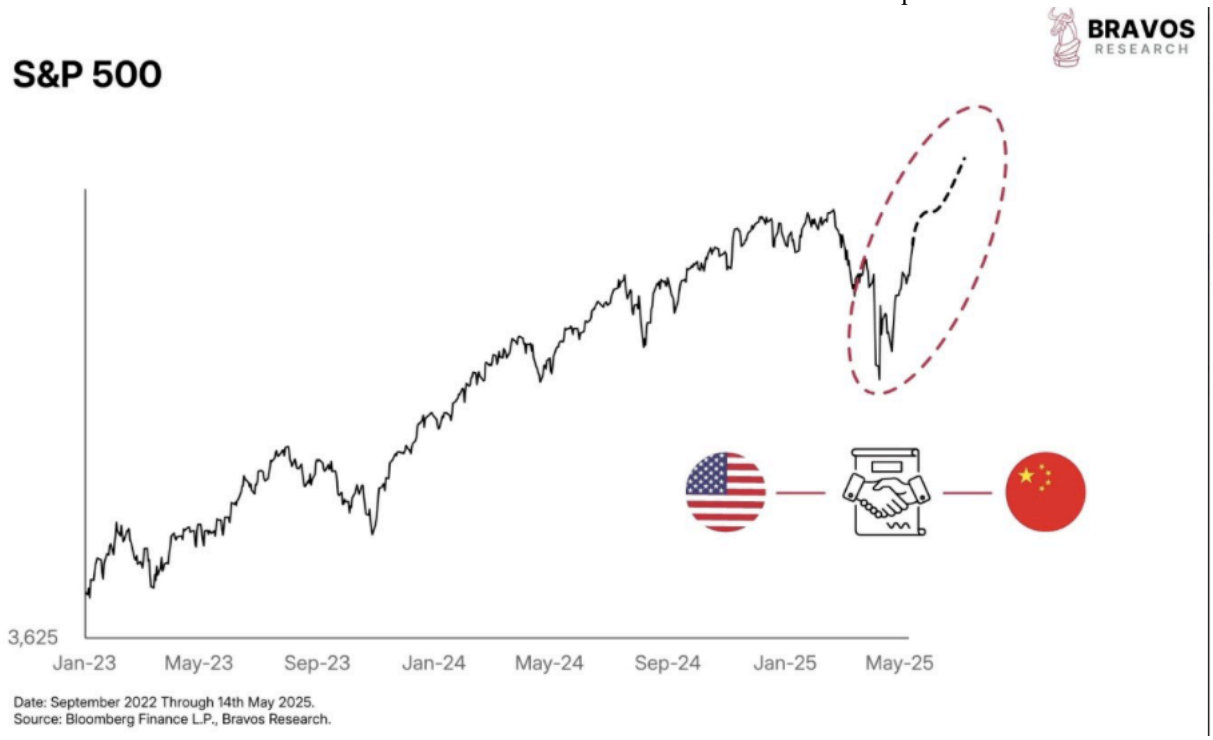
Et, toujours le 27, pratiquement dans le prolongement de la réflexion précédente, celle de « Bravos Research » : « L'histoire se répète. Attachez vos ceintures.



Le S&P 500 a connu un net rebond depuis ses plus bas d'avril. Aujourd'hui, un record : 60 % des ménages américains sont exposés aux marchés boursiers. La grande question est désormais : ce rebond peut-il vraiment durer ?



Pour répondre à cette question, nous allons explorer les données historiques.
Mais d'abord, décrivons les trois trajectoires possibles :
1) Une forte reprise en V vers des sommets historiques
2) Un repli plus profond, franchissant le plus bas du 7 avril
3) Une consolidation instable avant une nouvelle hausse.
Commençons par la reprise en V.
Pour que cela se produise, il faudrait un changement radical des perspectives économiques.
En résumé, il faudrait que toutes les craintes intégrées en début d'année se dissipent rapidement. C'est un défi de taille, mais pas impossible. Certains citent l'accord commercial sino-américain comme une raison d'être optimiste.



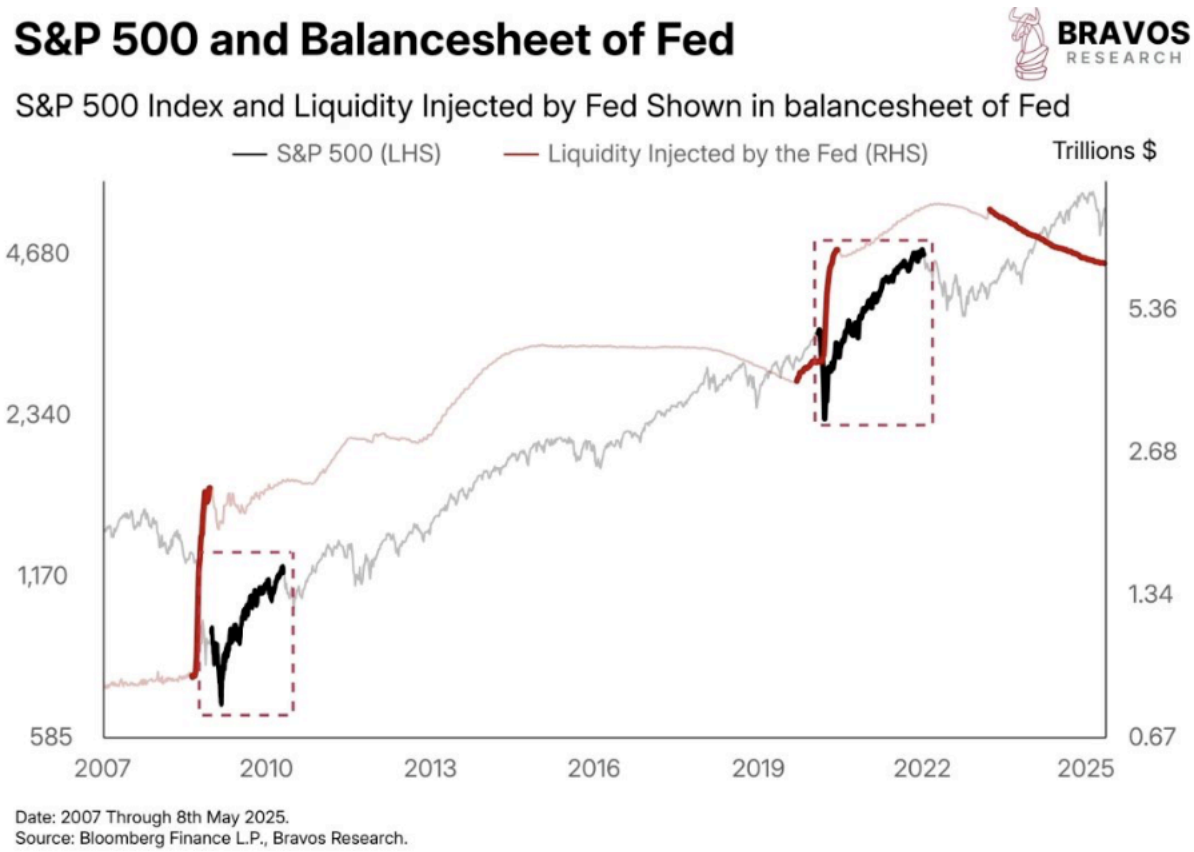
Et nous avons déjà assisté à des rebonds en V. L'exemple le plus récent remonte à 2020.
Lorsque les actions ont chuté de 35 % à cause de la COVID, elles sont revenues à des sommets historiques presque en ligne droite.



Un autre exemple se situe fin 2008. Les investisseurs sont passés de la crainte d'un effondrement total à l'anticipation d'un fort rebond.
Mais ces deux rebonds étaient liés à un événement majeur : des injections massives de liquidités par la Fed.



On peut le constater en observant le bilan de la Fed.
Les plus fortes hausses de liquidités de l'histoire ont eu lieu juste avant ces rebonds en V.
Aujourd'hui, la situation est différente. Pourtant, tout ne s'oppose pas à une reprise en V.



*

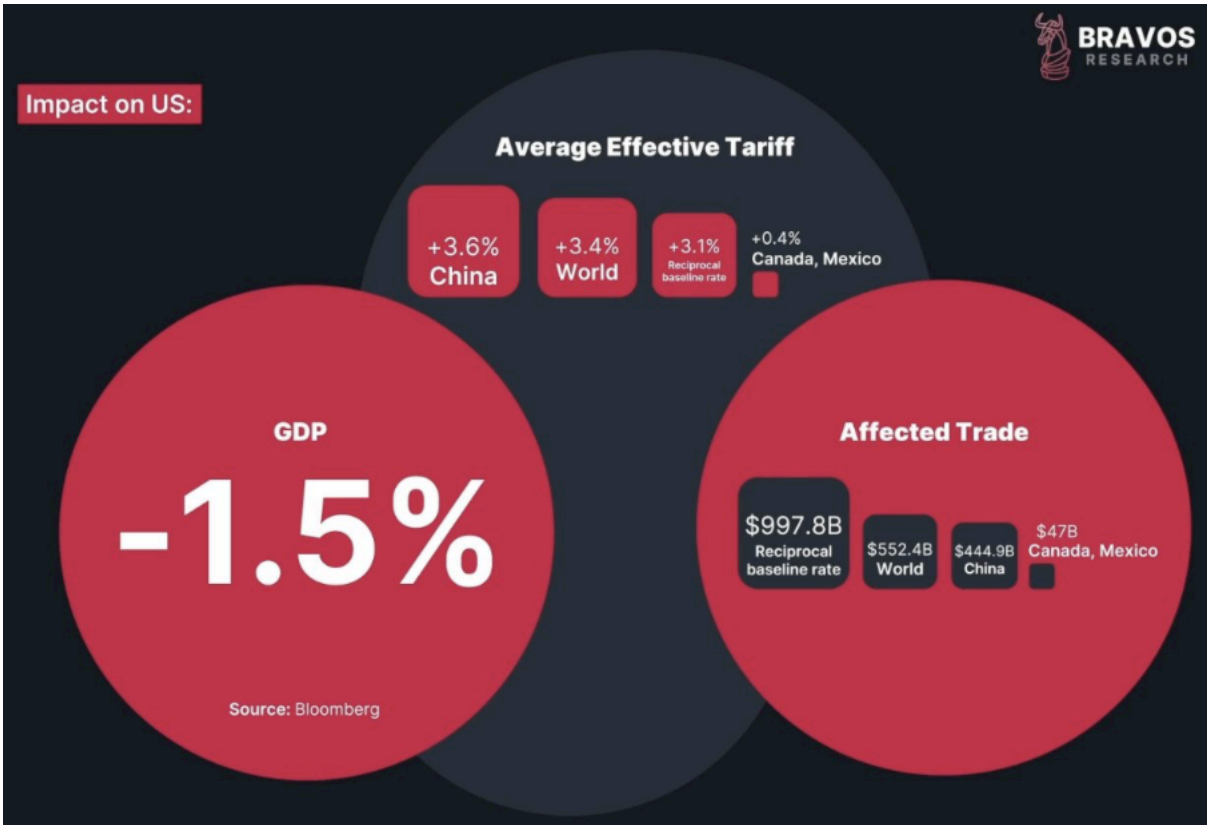
D'une part, les bénéfices des entreprises ont bien résisté. Malgré la chute de 20 % du marché, les estimations de bénéfices du S&P 500 sont en réalité plus élevées qu'en janvier.

Cette vigueur est portée par plusieurs facteurs favorables. La faiblesse du dollar stimule les revenus internationaux, la baisse des prix de l'essence aide les consommateurs à se maintenir à flot. Et les baisses de taux opérées par la Fed l'année dernière pourraient enfin se répercuter sur l'économie. Tous ces éléments sont favorables aux bénéfices et à la croissance.

Nous annonçons ces vents favorables depuis des mois et contribuons à expliquer la résilience du marché. Mais surtout, une tempête de taille menace : les droits de douane. Les États-Unis viennent d'imposer des droits de douane moyens de 3,6 % à la Chine, un chiffre inédit depuis les négociations. Les responsables du Trésor affirment que ce taux de 3,6 % n'est qu'un plancher. Nous envisageons également un tarif douanier mondial moyen de 3,4 %, une base de référence réciproque de 3,1 % et une majoration de 0,4 % spécifiquement pour le Canada et le Mexique.

Certes, ces chiffres sont inférieurs à ce que beaucoup craignaient, mais ils affectent néanmoins 2 000 milliards de dollars d'échanges commerciaux. Cela pourrait réduire le PIB de 1,5 %. À titre de comparaison, le PIB a chuté de 3 % pendant la crise financière. Les droits de douane ne provoqueront peut-être pas une récession généralisée, mais ils ralentiront la croissance.

Selon nous, cela réduit les chances d'une reprise en V.



Chez Bravos Research, nous continuons à investir notre capital. Les transactions récentes sur BYD, Gold, NRG et ADMA ont généré des gains à deux chiffres ces derniers mois.

Si la reprise n'est pas en V, cela signifie-t-il que nous nous dirigeons vers une chute plus profonde ?

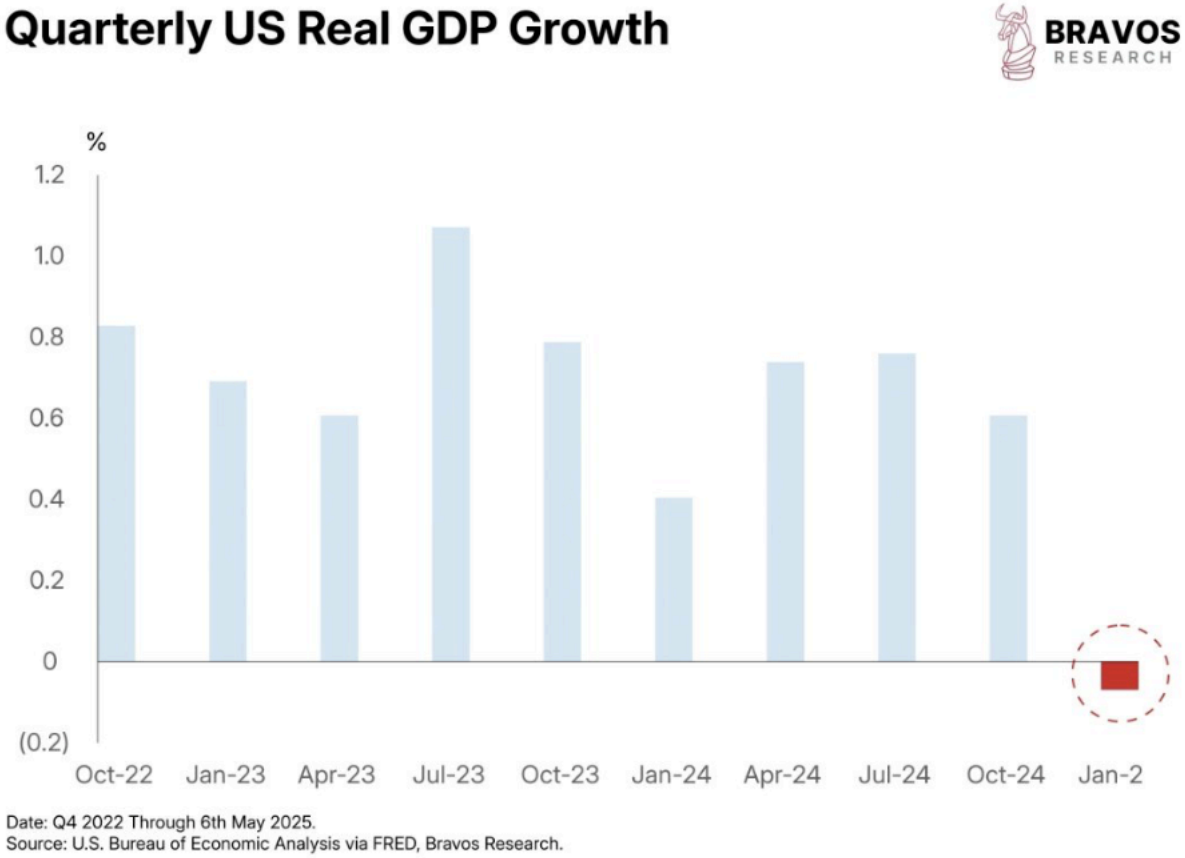
Pour que cela se produise, il faut que la situation empire, économiquement ou géopolitiquement. L'histoire montre que ce type de chute post-rebond s'est déjà produit à maintes reprises.

En mai 2008, les actions ont connu une reprise après une forte correction, mais celle-ci n'a pas duré. Le marché a finalement atteint de nouveaux plus bas et a continué de chuter.

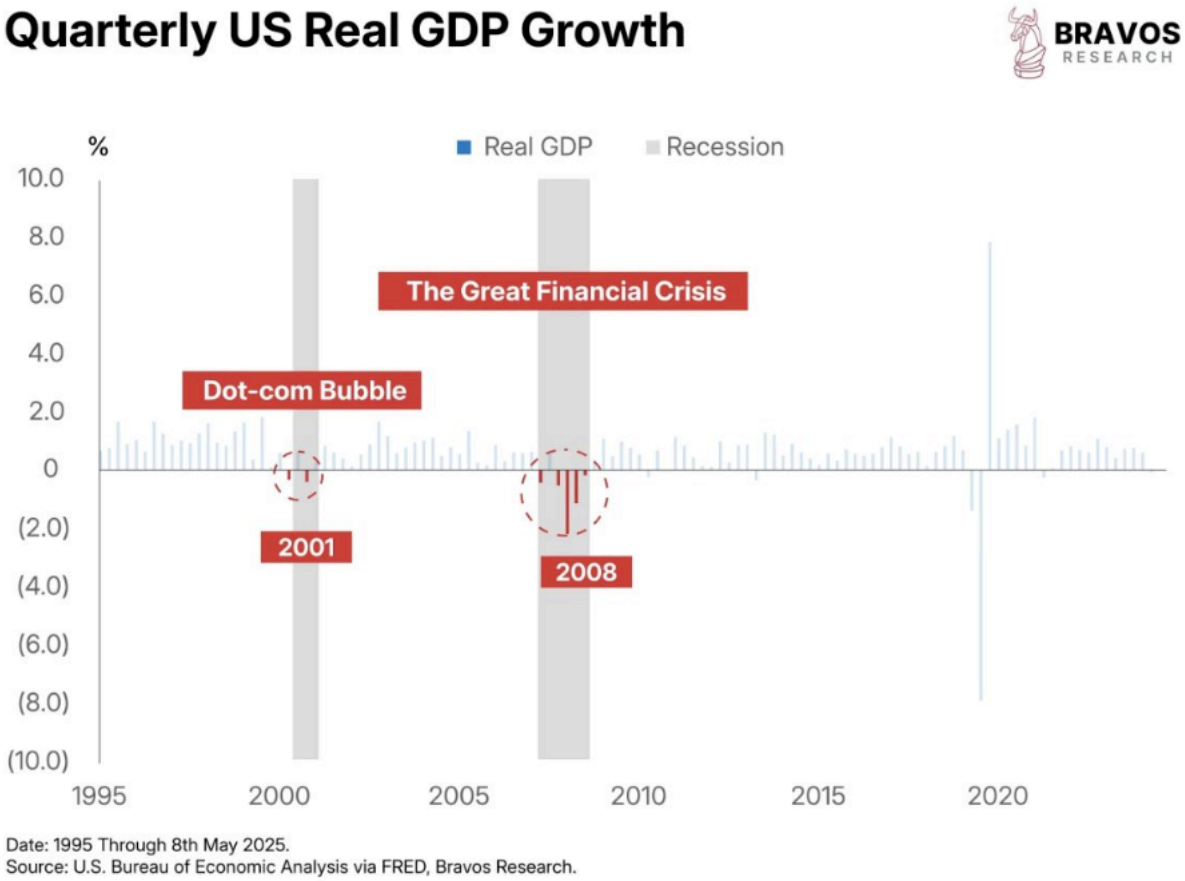
Des reprises similaires, sans succès, se sont également produites en 2001.



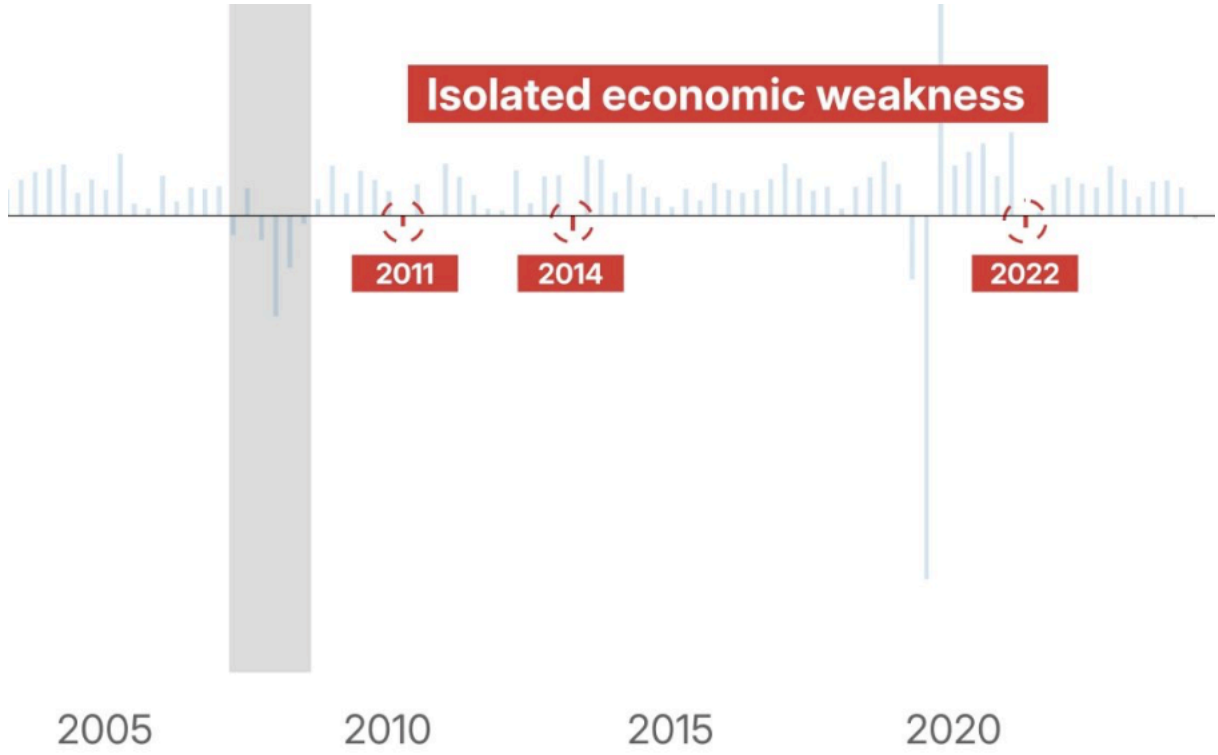
Si cela se reproduit aujourd'hui, la plupart des gens savent déjà ce que cela signifie. C'est ce contre quoi tout le monde met en garde depuis que les droits de douane ont fait la une des journaux. Et le premier signal d'alarme est déjà là : le PIB du premier trimestre 2025 a été négatif.



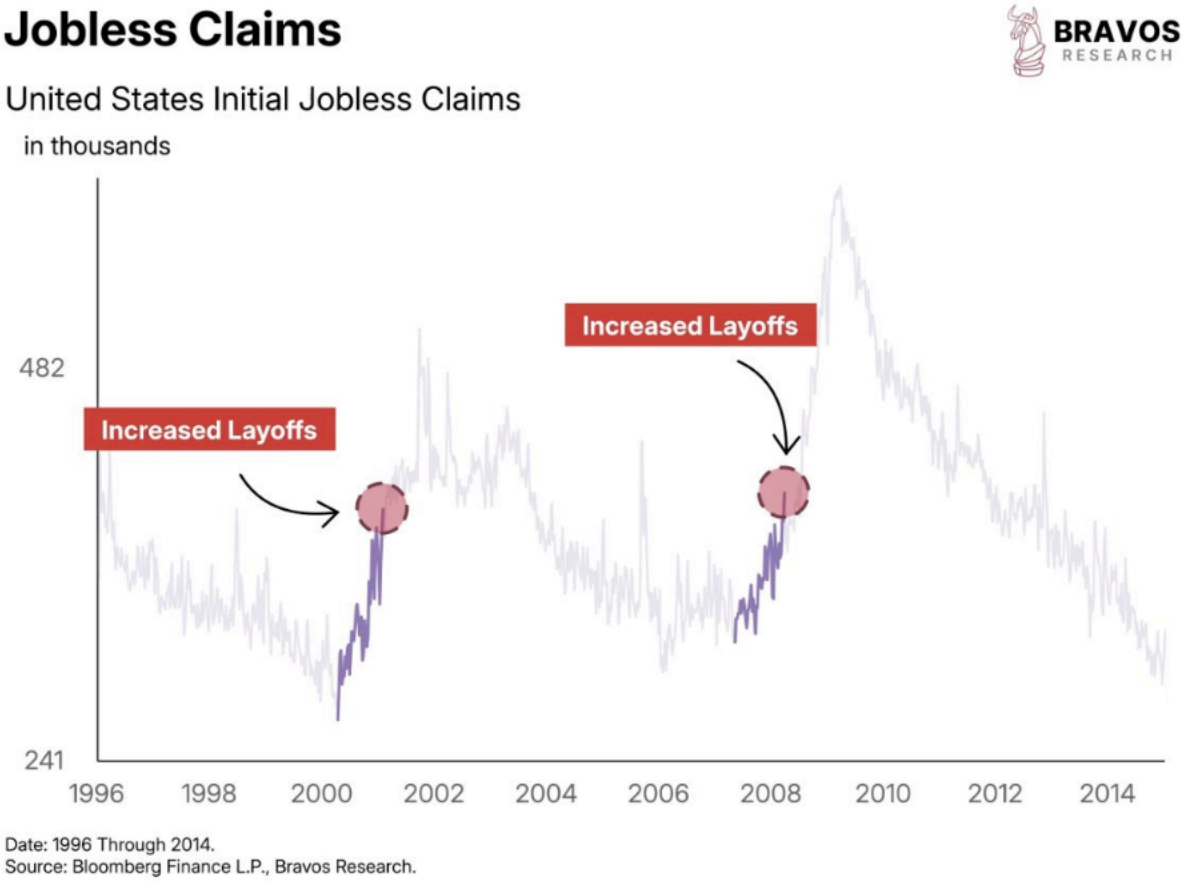
C'est exactement ainsi que les choses ont commencé en 2008 et 2001, deux années qui se sont transformées en véritables récessions. À chaque fois, la contraction initiale du PIB a été suivie d'une nouvelle contraction.



Mais nous avons également observé des baisses du PIB sur un seul trimestre, sans pour autant entraîner de récession. Comme en 2022, 2014 et 2011. Il s'agissait de ralentissements temporaires qui se sont transformés en opportunités d'achat intéressantes.



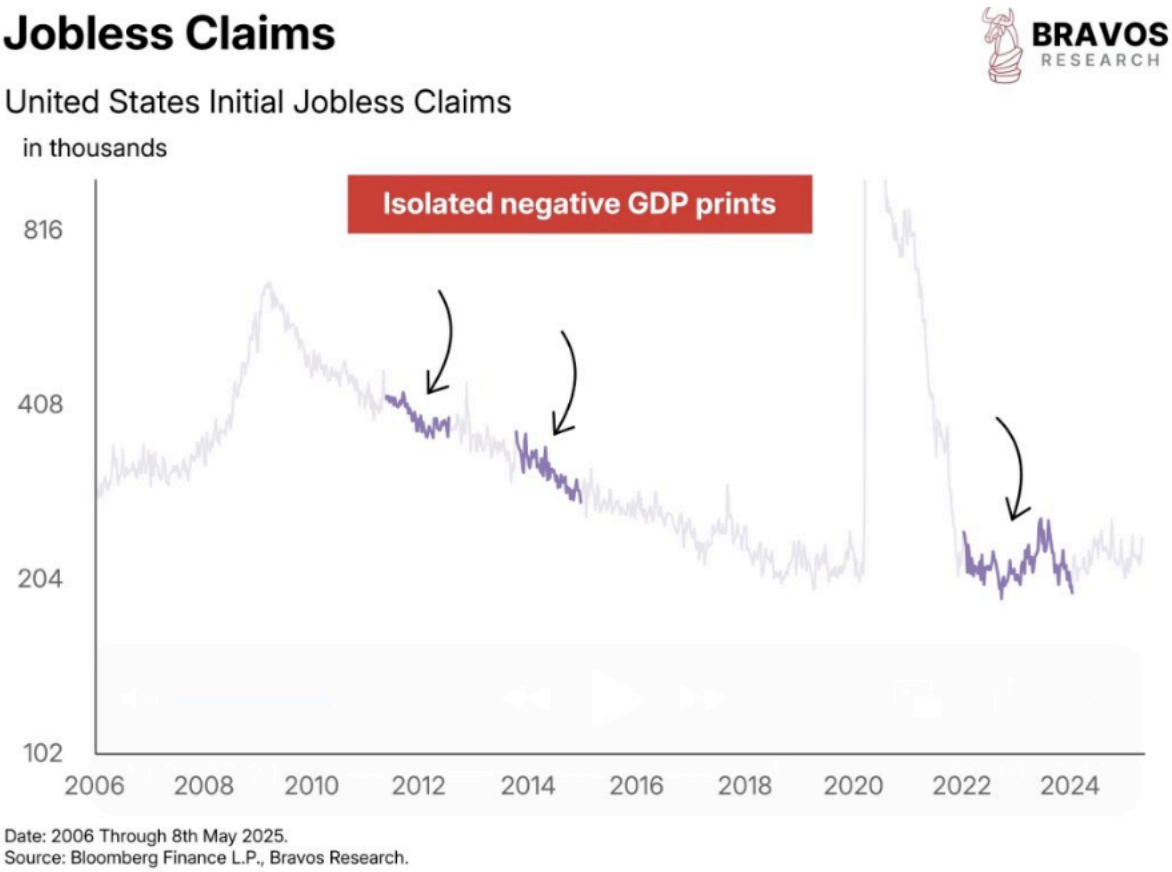
Quelle était la principale différence entre ces contractions isolées et les récessions généralisées ? Il s'agissait du marché du travail. En 2001 et 2008, les demandes initiales d'allocations chômage ont bondi parallèlement aux chiffres négatifs du PIB. Les licenciements s'accéléraient clairement.



Mais en 2022, 2014 et 2011, malgré un PIB négatif, nous n'avons pas constaté d'augmentation des demandes d'allocations chômage.

Et aujourd'hui, en 2025, les demandes d'allocations chômage sont toujours stables.

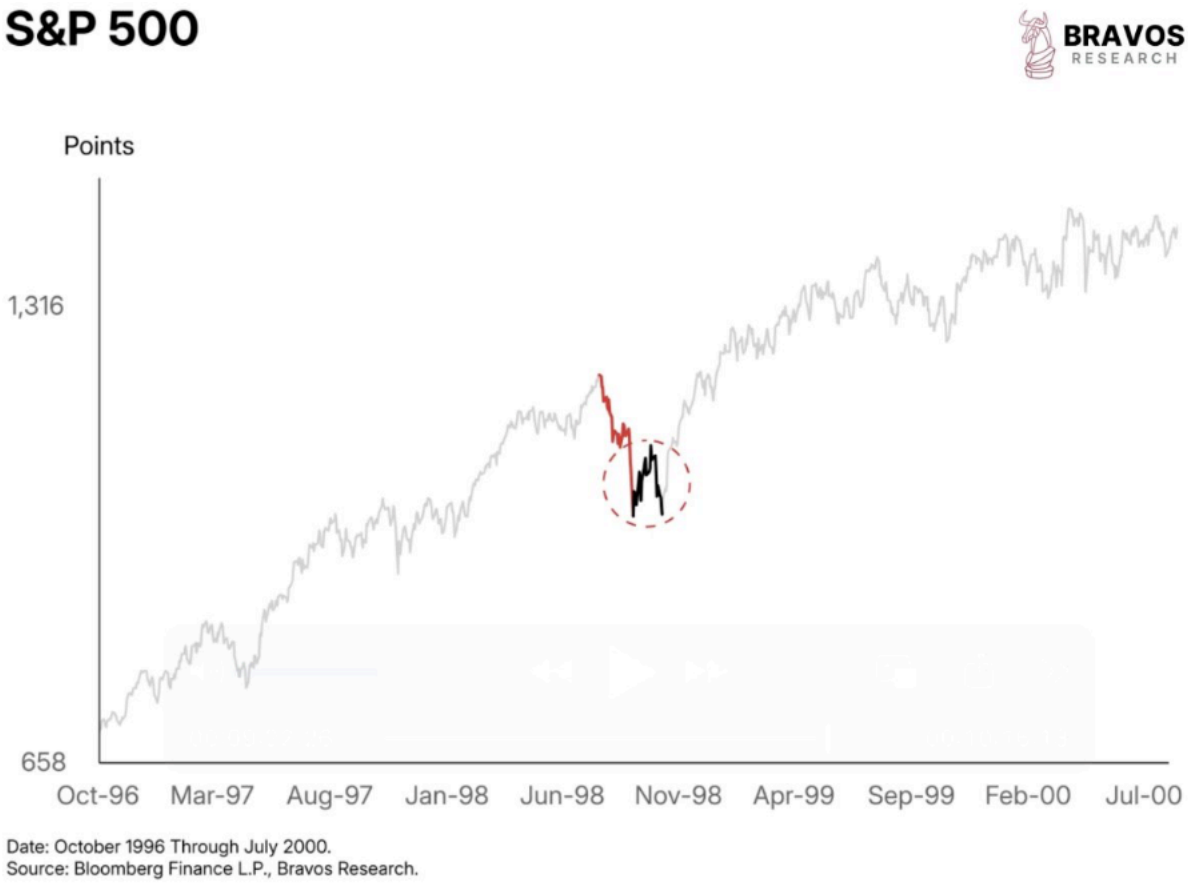
Ce qui nous amène au troisième scénario : consolidation ou retracement partiel.



Dans ce scénario, le marché digère les mauvaises nouvelles, mais évite une récession. L'année 2011 en est un parfait exemple. Après une chute de 20 % liée à la crise de la dette européenne, les actions ont stagné pendant des mois avant de repartir à la hausse.

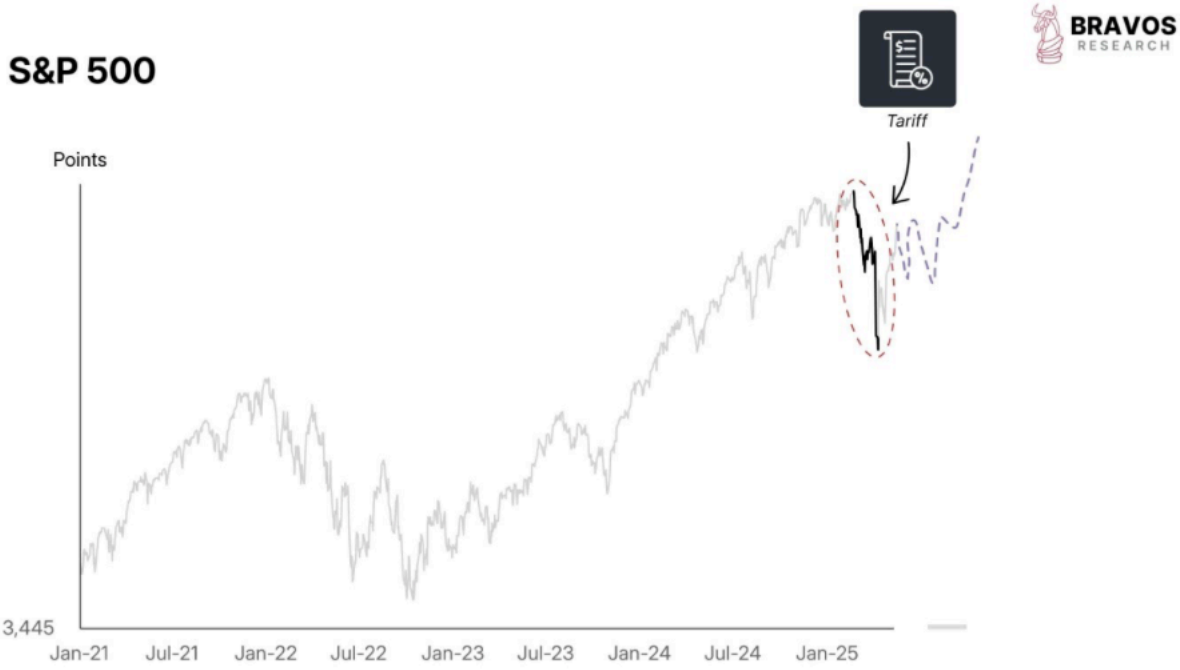


Autre exemple : 1998. La crise financière asiatique a provoqué une chute de 20 % et des craintes de récession. Les actions ont ensuite stagné pendant un certain temps, mais l'économie a résisté et le marché haussier a fini par se poursuivre.
Ce scénario peut paraître ennuyeux, mais nous pensons qu'il s'agit de la trajectoire la plus probable aujourd'hui.



Date: October 1996 Through July 2000.
Source: Bloomberg Finance L.P., Bravos Research.

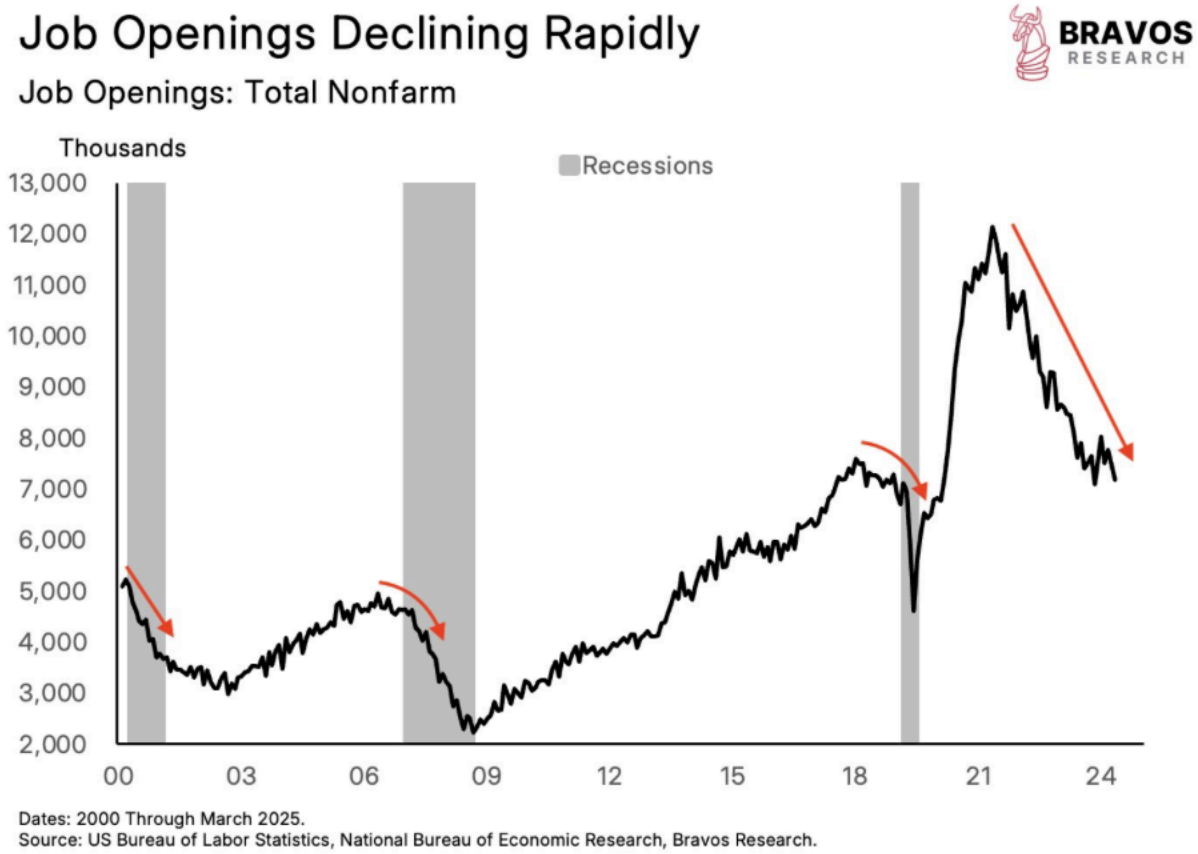
Voyez les choses ainsi : les droits de douane sont un frein, mais pas un coup fatal. Ils ont provoqué un ralentissement, et non un effondrement. Si les États-Unis évitent une récession en 2025, le marché pourrait continuer à stagner pendant un certain temps. Mais il devrait probablement retrouver ses sommets.



Date: 2021 Through 14th May 2025.
Source: Bloomberg Finance L.P., Bravos Research.

Et, un peu plus tard dans la même journée, « Bravos Research » ajoute : « attention, les offres d'emploi chutent à vue d'œil. De telles baisses ne se sont produites que trois fois depuis 2000. Le pire, c'est que cela se produit alors que le consommateur a déjà épuisé son épargne excédentaire. La santé du consommateur est un élément essentiel de l'économie ».
Et c'est ainsi que « SightBringer » commente ce graphique : « Ce graphique est le prélude à une désillusion massive.
Pas seulement économique… mais existentielle. Décryptons :
Les offres d'emploi s'effondrent Et il ne s'agit pas d'une simple chute. C'est un effondrement qui survient après que le consommateur a épuisé son épargne excédentaire, avec un recours au crédit plafonné, la fin des reports de remboursement des prêts étudiants et des salaires réels à peine équilibrés par rapport à l'inflation.

En termes plus simples :
Il n'y a plus de marge de manœuvre. Nous assistons à l'érosion de l'illusion finale que cette version de l'économie américaine était encore fonctionnelle.
La vérité structurelle sous le signal :
1. L'illusion du plein emploi a toujours été entretenue par :
• Une demande alimentée par les mesures de relance.
• Une rétention de main-d'œuvre post-COVID.
• Des entreprises zombies soutenues par un endettement à taux zéro.
2. Maintenant, ces marges de manœuvre ont disparu, et nous revenons à une exposition brute.
• Pas d'atterrissage en douceur.
• Pas de désinflation parfaite.
• Pas de miracle de productivité.
3. Voici à quoi ressemble un système fondé sur l'effet de levier, un faux optimisme et des discours sur la pénurie de main-d'œuvre qui se heurte au mur de l'entropie : risque d'activation de la réflexivité
Ce type de forte baisse des offres d'emploi ne se stabilise pas d'elle-même.
La suite est d'ordre psychologique :
• Les entreprises réduisent d'abord leurs embauches.
• Puis elles commencent à licencier.
• Puis les consommateurs paniquent.
• Puis les marchés du crédit se figent.
C'est une boucle d'effondrement qui s'auto-alimente.
Pourquoi le Bitcoin est important ici : parce qu'il ne s'agit pas seulement d'emplois, mais d'une rupture de confiance.
Lorsque le système échouera à nouveau, lorsque les planificateurs centraux se tromperont à nouveau, lorsque le travailleur moyen réalisera qu'on lui a encore menti… il cessera complètement de faire confiance au jeu de la monnaie fiduciaire. Et c'est à ce moment-là que le Bitcoin ne s'élève pas seulement en tant qu'actif, mais aussi en tant qu'arche ». (Notons que « The Kobeissi Letter » précise qu'il n'y a jamais eu d'ère plus haussière pour la crypto qu'aujourd'hui »(.



<u>Ce même 27 mai</u>,

- Barchart s'alarme de son côté de l'augmentation aux E.-U dans tous les domaines des délais de paiement.
- MacroMicoMe constate que le Japon laisse à l'Allemagne la place qu'il a eue pendant 34 ans de premier pays créancier :

Annual	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Germany	697	791	930	1,136	1,167	1,370	1,653	2,124	2,316	2,522	3,057	2,912	3,175	3,786
Japan	3,334	3,750	3,337	3,317	2,704	3,091	2,935	3,092	3,274	3,372	3,807	3,196	3,354	3,614
China	1,535	1,678	1,818	1,610	1,699	1,985	2,065	2,108	2,300	2,287	2,186	2,422	2,851	3,296
Canada	-306	-360	-26	29	350	308	591	475	521	848	1,108	810	1,055	1,456
South Korea	-82	-98	-40	81	204	281	262	436	518	487	685	801	810	1,102
Russia	149	142	132	313	339	220	280	374	359	517	487	768	856	949
Saudi Arabia	585	784	868	915	805	710	726	745	776	701	703	776	765	734
Italy	-417	-480	-503	-454	-358	-228	-175	-134	-63	-4	138	88	167	362
Argentina	48	58	61	55	56	48	17	66	113	123	124	123	108	59
Turkey	-316	-425	-391	-436	-370	-346	-443	-336	-308	-382	-247	-370	-317	-293
United Kingdom	-346	-800	-417	-589	-467	224	-78	-72	-313	-252	-390	-367	-461	-358
Australia	-830	-859	-810	-784	-734	-763	-806	-807	-694	-723	-644	-661	-544	-431
Mexico	-389	-526	-583	-548	-511	-471	-541	-564	-630	-552	-552	-614	-758	-590
France	-248	-344	-547	-533	-456	-470	-660	-649	-768	-854	-995	-693	-857	-642
Brazil	-820	-795	-724	-706	-375	-567	-645	-595	-786	-552	-601	-825	-1,102	-750

- D'ailleurs, « The Kobeissi Letter » pense que le système japonais est « au bord du gouffre », étant donné que les pertes réalisées sur les obligations pas les plus grandes compagnies d'assurance-vie japonaises ont atteint un record de 60 Mds de $ au 1er trimestre 2025, ce qui est 4 fois ce qu'elles ont perdu au 1er trimestre de l'an dernier. Et « Truecaller » pense que le gouvernement va le sauver en vendant des bons du Trésor américain : « Boum ! Effet domino ».
-

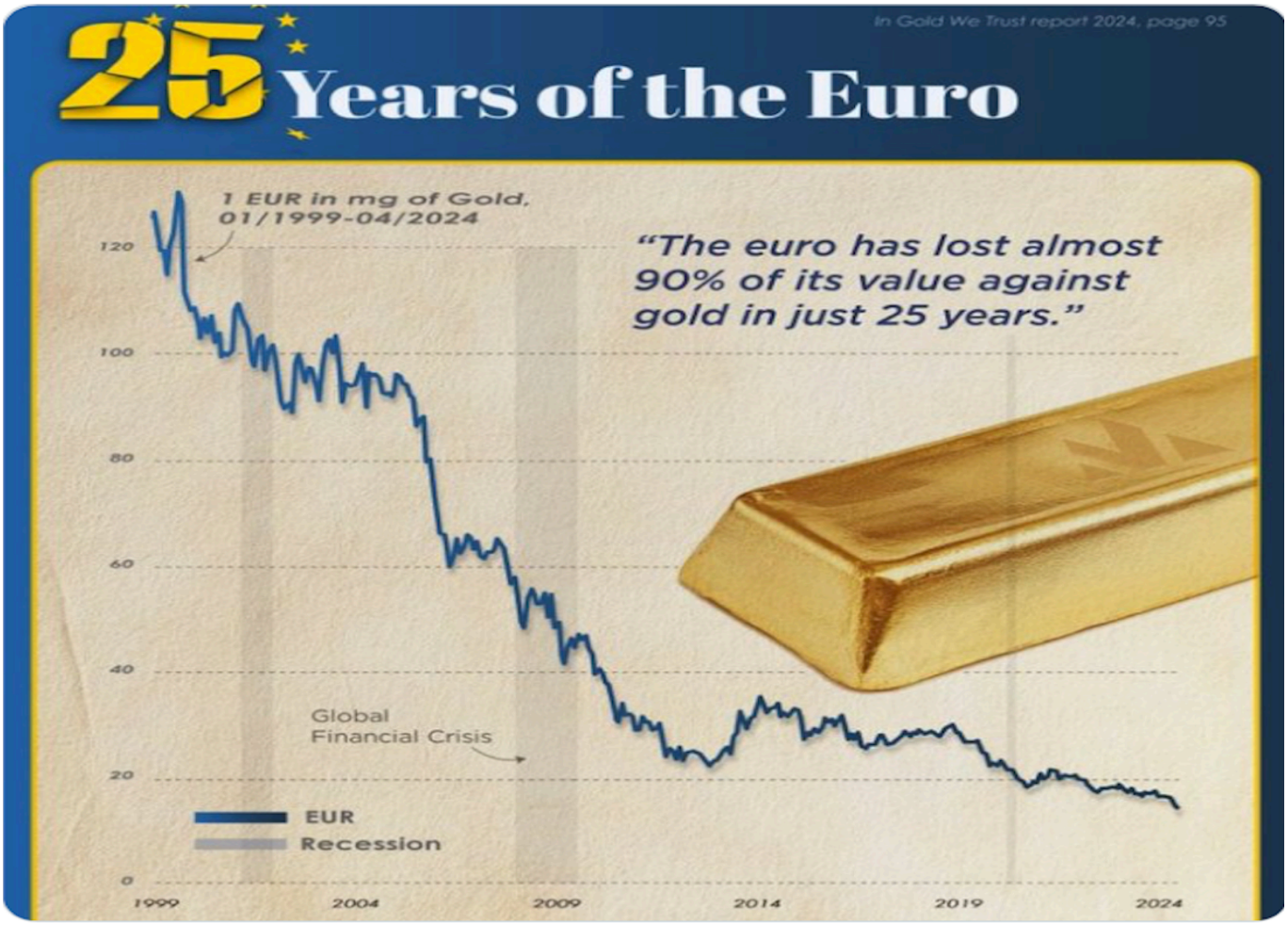
Les deux seules valeurs refuges qui restent pour l'instant : l'or et le bitcoin !


Gold Futures
3,271.4 +37.9 (+1.17%)
USD
apoz
3,271.4
3,260.0
3,250.0
3,240.0
3,230.0
3,220.0
3,210.0
3,200.0
3,190.0
3,180.0
3,170.0
3,160.0
18
20


Gold Jun '25 (GCM25)
3,365.8s +70.8 (+2.15%) 05/23/25 [COMEX]
3,357.0 x 6 3,357.9 x 1
CHART PANEL for Fri, May 23rd, 2025
Full Screen Chart
Notes My Charts Alerts Watch Actions Help
Symbol... Weekly Nearby 3-Year Indicators Compare f(x) 1x1 Templates
GCM25 ·1Wn·
3,365.8
3,200.0
3,000.0
2,800.0
2,600.0
2,400.0
2,200.0
2,000.0
1,800.0
1,600.0
barchart
Sep '22 Dec '22 Mar '23 Jun '23 Sep '23 Dec '23 Mar '24 Jun '24 Sep '24 Dec '24 Mar '25 Jun '25


Gold SPDR (GLD)
310.18 +7.07 (+2.33%) 15:05 ET [NYSE Arca]
310.16 x 20 310.19 x 120 REALTIME by (Cboe BZX)
CHART PANEL for Fri, May 23rd, 2025
Full Screen Chart
Notes My Charts Alerts Watch Actions Help
Symbol... Daily 3-Month Indicators Compare f(x) 1x1 Extended Hrs Real-Time Templates
{GLD} / {TLT} ·1Dn·
4.00
3.80
3.67
3.40
3.20
3.00
2.80
2.60
2.40
2.20
2.00
1.80
1.60
1.40
1.20
1.00
0.80
0.60
barchart
2005 2007 2009 2011 2013 2015 2017 2019 2021 2023 2025


Flows into Chinese Gold ETFs still at record levels
China gold ETF flows
Gold (CNY) (rhs)
18000
16000
14000
12000
10000
8000
6000
4000
2000
0
30000
25000
20000
15000
10000
5000
2020
2021
2022
2023
2024
2025
Sources: Bloomberg, GlobalData TS Lombard.


In Gold We Trust report 2024, page 95
25 Years of the Euro
1 EUR in mg of Gold, 01/1999-04/2024
"The euro has lost almost 90% of its value against gold in just 25 years."
120
100
80
60
40
20
0
Global Financial Crisis
EUR
Recession
1999
2004
2009
2014
2019
2024

Note : « L'or reste une protection contre la dépréciation des devises ». (X- The Kobeissi Letter)
La baisse de valeur des monnaies fiduciaires par rapport à l'or a été tout à fait remarquable :
Depuis 1971, le dollar américain a perdu 98,94 % de sa valeur face à l'or, soit la deuxième plus forte baisse parmi les principales devises.
Sur la même période, la livre sterling a perdu 99,42 %. L'euro aurait perdu 98,76 % s'il avait existé depuis 1971.Par ailleurs, le yen japonais et le franc suisse ont chuté respectivement de 97,47 % et 94,85 %. Parallèlement, le prix de l'or en dollars américains a augmenté d'environ 1 000 % sur cette période.







4:09 PM · 22 mai 2025 · **250,2 k** vues

V- Démondialisation, autocratisation et le passage à un « national capitalisme autoritaire » ?

J'adhère au raisonnement et à la proposition terminologique que fait le professeur d'économie émérite à l'Université Panthéon-Sorbonne Pierre-Yves Hénin dans l'article qu'il a écrit le 11 mars dernier pour GéopoWeb (il a écrit avec Ahmet Insel le livre « le national-capitalisme autoritaire, une menace pour la démocratie », paru aux éditions Bleu autour en avril 2021). Voici le début et la fin de cet article :

« La crise de 2008 apparait comme le moment où le mouvement de démocratisation en cours, en particulier depuis l'effondrement du communisme, s'inverse et fait place à un mouvement d'autocratisation dont la progression est régulièrement documentée par des ONG comme le V-Dem Institute. Le moment est bien éloigné où Francis Fukuyama annonçait la fin de l'histoire avec la victoire définitive du capitalisme libéral et du modèle démocratique occidental. La prévision de Fukuyama n'a pourtant été qu'à moitié démentie. Contrairement à la période de la Guerre froide en effet, le capitalisme se porte bien dans le nouveau type d'autoritarisme qui se déploie dans le monde. L'autocratisation n'est pas un phénomène seulement politique, mais bien un changement systémique, associant autoritarisme et capitalisme avec un retour du nationalisme se substituant au marxisme-léninisme comme idéologie de justification. Le système combinant ces trois caractéristiques peut donc être qualifié et analysé comme un national capitalisme autoritaire, ou NaCA, selon le concept que nous avons proposé avec Ahmet Insel. Au moment où ce concept prend une nouvelle actualité avec la présidence de Donald Trump. (…)

Avec Ahmet Insel, nous avons proposé le concept de national capitalisme autoritaire - ou NaCA - comme une configuration institutionnelle et politique spécifique présentant les caractéristiques suivantes :

- un nationalisme, ici identitaire, qui est l'idéologie de justification ; le pouvoir politique cherche, à partir du soutien actif ou passif de la population, à obtenir un sentiment d'adhésion à des valeurs communes ;
- le capitalisme en place tourne le dos au capitalisme libéral d'antan qui obéissait en principe aux règles de l'État de droit et à celles de la concurrence ;
- la régulation politique mobilise des mécanismes autoritaires qui réduisent l'exercice des libertés publiques.

La justification du NaCA tient à sa capacité à atteindre deux objectifs essentiels pour les autocraties : assurer dans la durée une légitimation politique, conserver un dispositif d'incitation des acteurs économiques nécessaire à l'efficacité du système. Notre analyse se poursuivait en soulignant la dimension culturelle de ce système, sa pertinence pour le modèle chinois et ses conséquences pour l'économie internationale.

Une critique principale adressée au concept de NaCA réside dans la difficulté de considérer que tous les autoritarismes contemporains partagent ces grandes caractéristiques, de la Chine à la Hongrie, de la Russie à la Turquie puissent être considérées comme relevant du même modèle. C'est oublier qu'hier la notion de système communiste s'appliquait aussi bien à la Chine de Mao qu'à la Pologne de Gomulka, à la Hongrie de Kadar qu'à la Roumanie de Ceausescu, pays qui présentaient des différences aussi importantes que ceux qui relèvent du national capitalisme autoritaire. La remarque, du moins, appelle à considérer la variété des NaCA. (…) Dans leur variété, les régimes de national capitalisme autoritaire peuvent se rattacher en trois groupes : d'abord un noyau, avec la Chine et la Russie, les acteurs majeurs malgré nombre de différences institutionnelles et économiques ; ensuite les populismes occidentaux, exerçant le pouvoir ou y aspirant, dont la Hongrie représente à la fois le modèle et l'aboutissement ; enfin, un groupe plus hétérogène mais aussi plus nombreux de par leur dispersion culturelle et géographique. Si la Turquie s'impose ici, nombre de pays ont rejoint ce groupe, en particulier l'Inde. Plus généralement, on peut qualifier de NaCA du sud de multiples régimes autoritaires qui partagent certaines caractéristiques sans présenter une configuration institutionnelle claire et stabilisée. Bien sûr, l'interrogation principale qui a surgi au début de l'année 2025 concerne la perspective de voir le programme de Donald Trump, s'il est appliqué dans la durée, transformer les États-Unis en un national capitalisme autoritaire d'un type nouveau, avec les bouleversements géopolitiques que l'on observe déjà ».

Remarque : vit-on un moment exceptionnel ?

On est tenté de donner une réponse négative à cette question puisque, d'une part, la situation économique créée par Donald Trump est caractérisée par un isolationnisme-protectionnisme / impérialisme qui sont les uns et les autres, comme on l'a montré plus haut, inscrits dans l'histoire profonde des États-Unis, et d'autre part, le comportement politique que Donald Trump adopte donne au capitalisme une dimension à la fois nationale et autoritaire qui n'est pas non plus vraiment nouvelle. Pourtant, on a toujours l'impression que les moments que l'on vit, à partir du moment, bien sûr, où des évènements relativement peu communs surviennent, une période exceptionnelle. Cela rappelle le fameux livre d'Immanuel Wallerstein, « L'utopistique ou les choix politiques du 21ème siècle », paru en français aux Éditions de l'Aube en 2000. En 2006, dans la revue « Mouvements » (n°45/46), le sociologue espagnol en dit ceci : « pour Wallerstein, le système-monde en place est arrivé à un point de non-retour. En s'inspirant de la théorie du chaos selon Ilya Prigogine, Wallerstein caractérise la période actuelle comme une période d'incertitude et de bifurcation. La seule certitude est la fin de l'actuel système-monde et la transition vers un autre (ou vers d'autres), mais, contrairement aux prophéties léninistes, Wallerstein ne voit aucune garantie que le prochain système sera meilleur que l'actuel. (…) ».

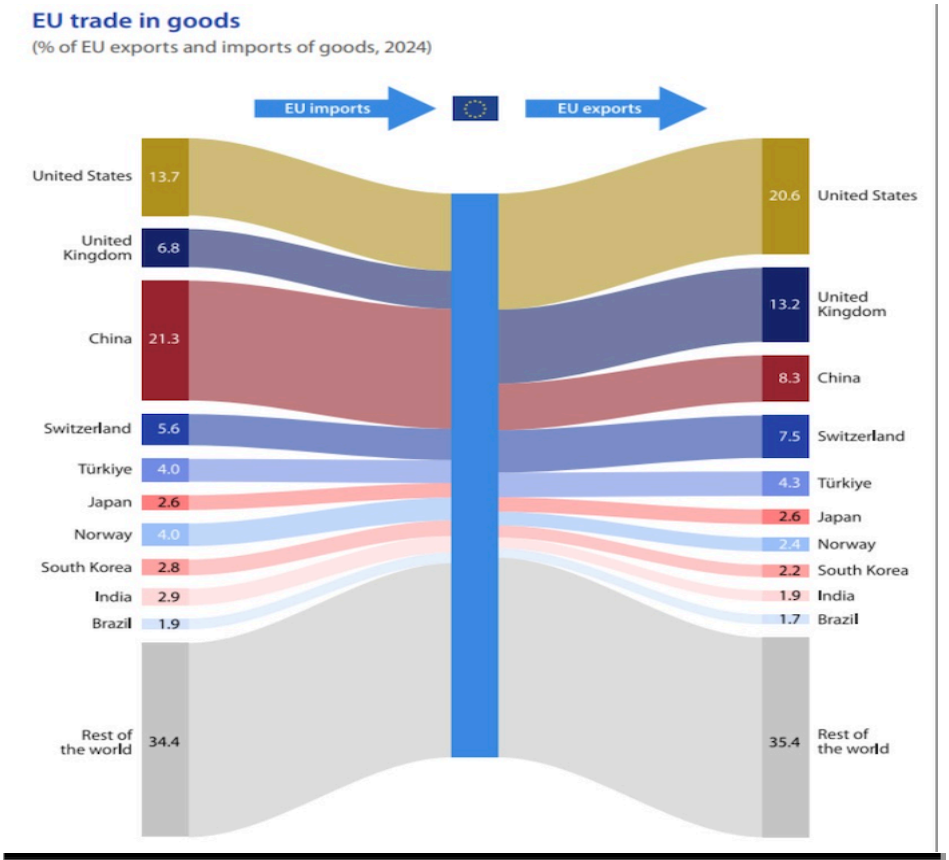
Par ailleurs, des études montrent que la « démondialisation » (ou plus simplement l'interruption de la mondialisation) n'est pas très récente, comme le montrent plusieurs études, notamment celle de M. Faber, K. Kilic, G. Kozliakov et D. Marin, dans « Global value chains in a world of uncertainly and automation » paru en mai 2025 dans le Journal of International Economics (volume 155). La crise de 2007-2008 semble être une date importante de ce point de vue. « Deux évolutions majeures ont probablement contribué au déclin de la mondialisation depuis la CFM [Crise Financière Mondiale] : premièrement, les chocs d'incertitude économique sont devenus plus importants et plus fréquents, en partie en raison des liens commerciaux internationaux. Citons par exemple la crise de la dette européenne

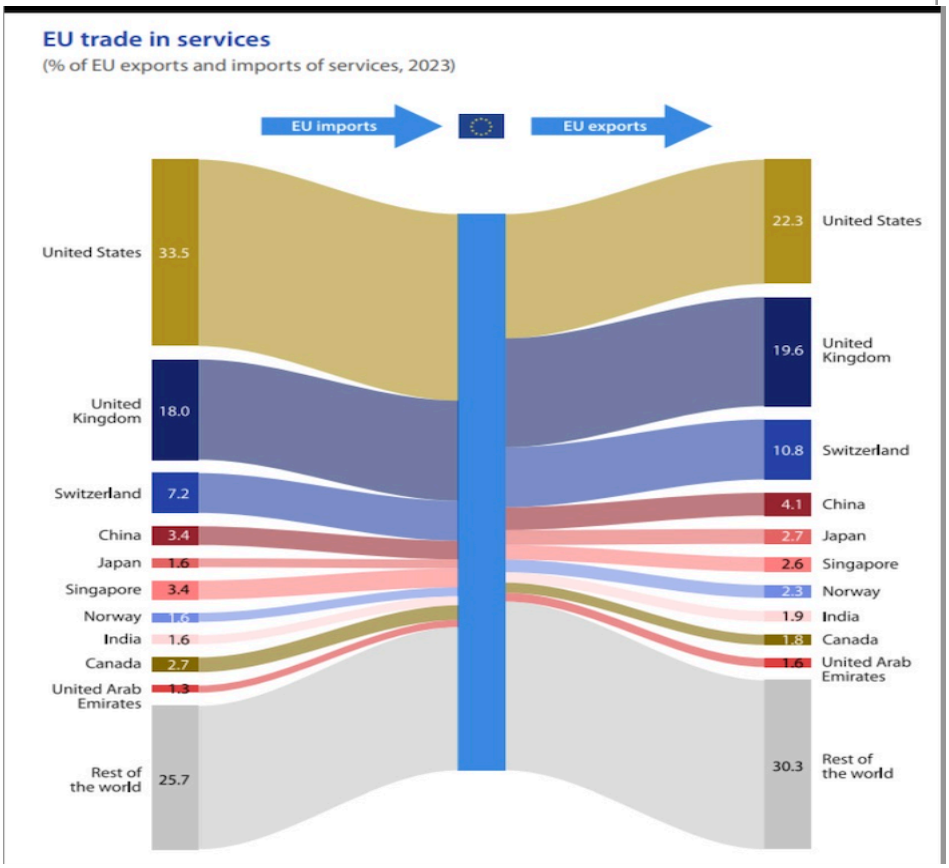
de 2011 à 2014, le Brexit de 2016, la guerre commerciale sino-américaine depuis 2018 et la crise de la Covid-19 qui a débuté en 2020. Après avoir subi les risques liés à une forte exposition aux échanges commerciaux, les entreprises ont probablement commencé à reconsidérer leurs relations. Deuxièmement, les technologies d'automatisation ont réalisé des progrès substantiels, permettant désormais d'effectuer un éventail de tâches auparavant délocalisées. Afin de lutter contre la faible inflation, les banques centrales ont garanti des conditions de financement extrêmement favorables après la crise financière mondiale, réduisant ainsi le coût du capital par rapport au travail. Il est donc devenu particulièrement intéressant pour les entreprises d'investir dans des technologies d'automatisation toujours plus performantes et installées localement plutôt que de recourir à la main-d'œuvre étrangère comme moyen de production. Une incertitude accrue pourrait ainsi avoir freiné la mondialisation, en particulier dans les secteurs hautement automatisés. S'il semble plausible de supposer que l'incertitude et l'automatisation réduisent la mondialisation, leurs impacts sont, en réalité, théoriquement ambigus. (…) ».

Mais il est bien certain que l'on vivrait vraiment un moment exceptionnel s'il y avait effectivement remplacement de la mondialisation et du multilatéralisme par le mercantilisme (a fortiori le cryptomercantislime) et s'il y avait la défaite de l'Occident.

VI- La situation de l'Europe

- Les relations commerciales entre l'Europe et le reste du monde en deux schémas

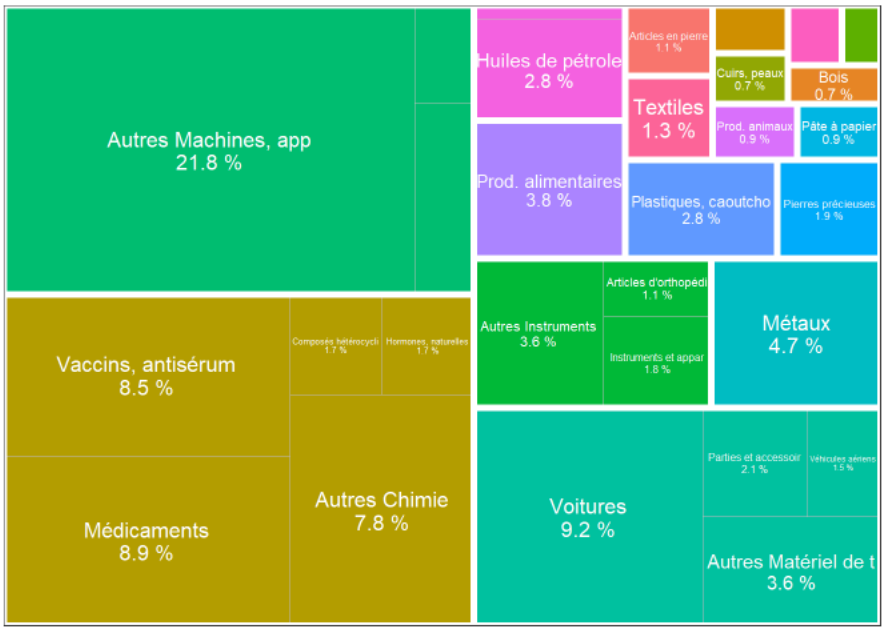




• Les relations commerciales entre l'UE et les EU en 4 figures :

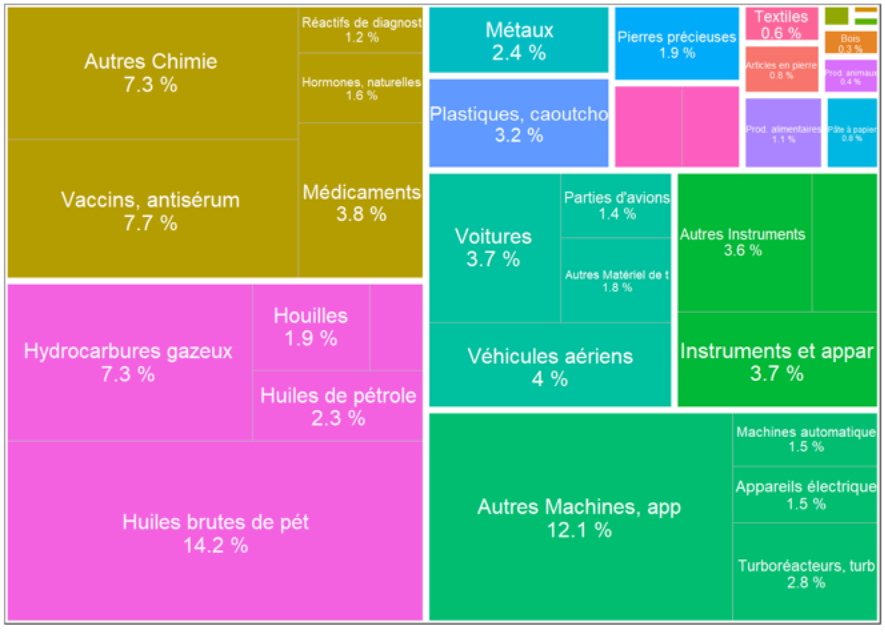
Source : CEPII

Figure 1: Composition sectorielle des exportations européennes de biens vers les Etats-Unis



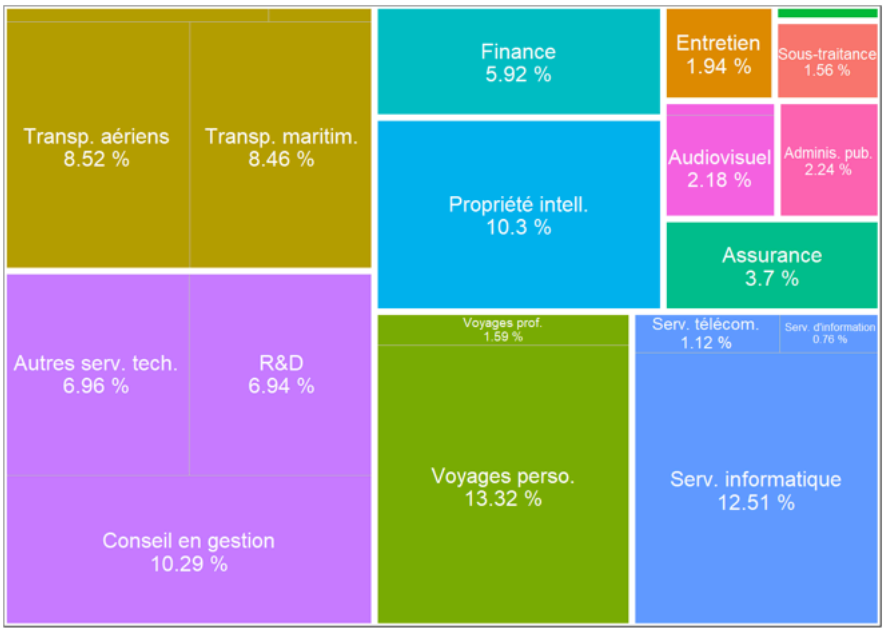
Source : BACI (CEPII)

Figure 2: Composition sectorielle des importations européennes de biens en provenance des Etats-Unis



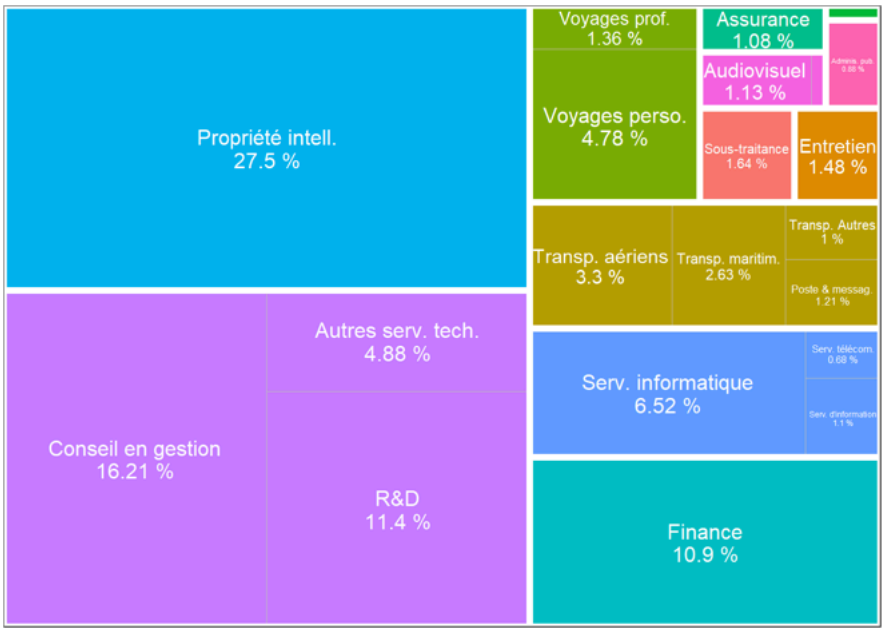
Note de lecture: la Figure 1 et la Figure 2 représentent la composition sectorielle des exportations (importations) de l'UE vers les États-Unis en 2023. Chaque couleur correspond à un secteur (une « section » de la nomenclature des produits Système Harmonisé). Lorsqu'un produit (défini comme une catégorie 4-chiffres du Système Harmonisé) représente plus de 1 % des exportations totales de l'UE vers les États-Unis, il apparaît sous la forme d'un sous-rectangle à l'intérieur d'un secteur. Source : BACI (CEPII)

Figure 3: Composition sectorielle des exportations de services de l'UE vers les Etats-Unis



Source : BaTIS (OECD)

Figure 4: Composition sectorielle des importations de services de l'UE en provenance des Etats-Unis



Note de lecture: la Figure 3 et Figure 4 représentent la composition sectorielle du commerce de service entre l'UE et les Etats-Unis en 2023. Source : BaTIS (OECD)

• Le baromètre EY 2025 de l'attractivité de l'Europe (et de la France)

(https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/fr-fr/campaigns/foreign-direct-investment-surveys/documents/ey-barometre-ey-attractivite-france-2025.pdf)

En 2024, l'Europe a enregistré 5 383 projets d'investissements étrangers, soit une baisse de 5 % des implantations et extensions internationales par rapport à 2023. L'absence de croissance économique et la persistance des crises ont un impact encore plus fort sur l'emploi : en 2024, les projets d'IDE n'ont généré « que » 269 740 emplois, soit 16 % de moins que l'année précédente.

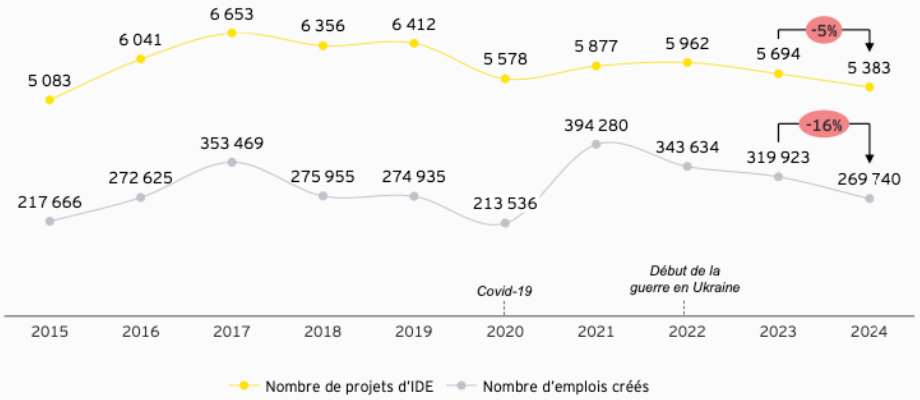
Faible croissance économique en Europe
+0,7 % en zone euro vs. +2,8 % aux Etats-Unis et +5 % en Chine

Incertitudes entourant la compétitivité européenne et la capacité de l'Europe à surmonter les crises

Dynamisme industriel et technologique des Etats-Unis
Coût de l'énergie, incitations fiscales, politique commerciale agressive, etc.

Anticipation de la fin du multilatéralisme et d'une réorientation de la politique commerciale des Etats-Unis

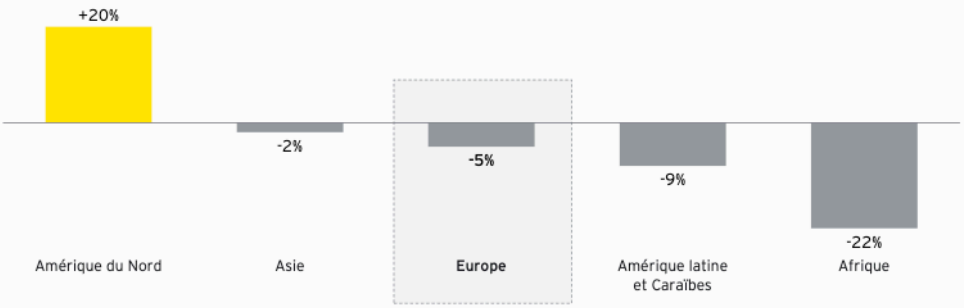
Nombre de projets d'investissements étrangers annoncés en Europe (UE27 + 18 autres pays de l'espace européen) **entre 2015 et 2024 et nombre d'emplois créés**



Source : EY European Investment Monitor 2025

En Amérique du Nord, la CNUCED observe une hausse de 20 % des projets *greenfield*, portée principalement par les États-Unis. Cette dynamique s'explique sans doute par les effets du *Inflation Reduction Act* et du *Chips Act*, avec d'importants investissements dans les semi-conducteurs, les équipements industriels, les composants électroniques, les énergies renouvelables, ainsi que dans l'aéronautique. Les investissements étrangers sont également en recul en Asie, mais cette baisse reste modérée, limitée à 2 %, grâce notamment à la solide performance de l'Inde. Le pays attire des niveaux d'investissement significatifs dans l'industrie, en particulier dans les semi-conducteurs et les métaux de base. Le contraste avec la diminution significative des projets recensés en Europe (-5% selon l'analyse du EY European Investment Monitor, plus précise que celle de la CNUCED) est d'autant plus marqué cette année.

Evolution du nombre de projets d'investissement étrangers *greenfield* dans plusieurs régions du monde entre 2023 et 2024

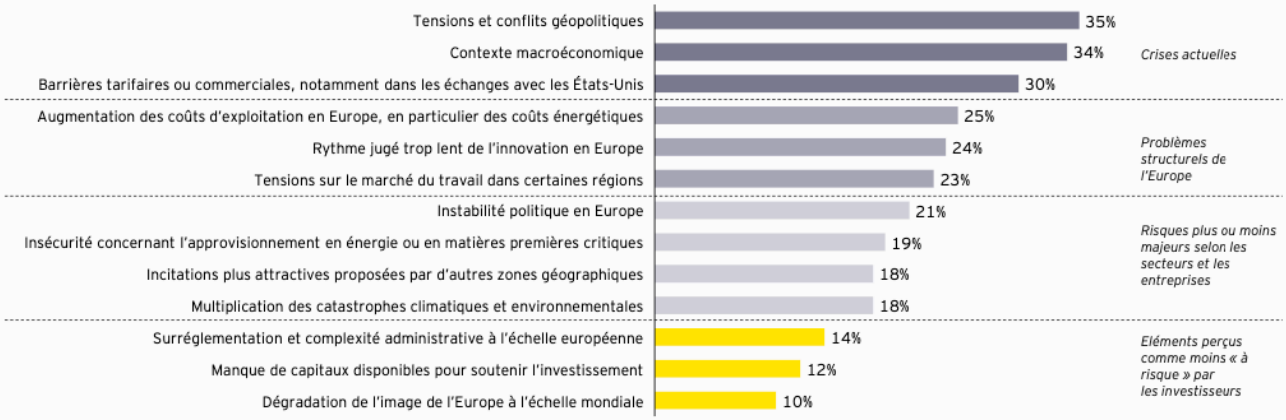


Note : des méthodologies différentes de celles du *EY European Investment Monitor* peuvent être utilisée pour le recensement des projets d'investissements internationaux. Ainsi, celle de la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED) ne prend pas en compte les projets d'extensions de sites et intègre les investissements effectués dans les hôtels, restaurants et surfaces de vente, dans la mesure où ils génèrent de l'emploi.

Sources : EY European Investment Monitor 2025, Global Investment Trends Monitor #48, CNUCED (Janvier 2025)

Aux yeux des investisseurs, l'Europe doit avant tout rassurer sur sa capacité à affronter collectivement les crises. Les tensions géopolitiques sont perçues comme le principal risque pour son attractivité (35 %), devant le contexte macroéconomique (34 %) et les barrières commerciales (30 %). Au-delà de ces crises – en écho aux récents rapports Draghi et Letta – les dirigeants internationaux invitent également l'Europe à répondre aux enjeux structurels auxquels elle fait face : déficit de compétitivité (25 %), moindre capacité à innover en comparaison avec les Etats-Unis et la Chine (24 %), pénurie de main d'œuvre qualifiée et formée aux enjeux de demain (23 %).

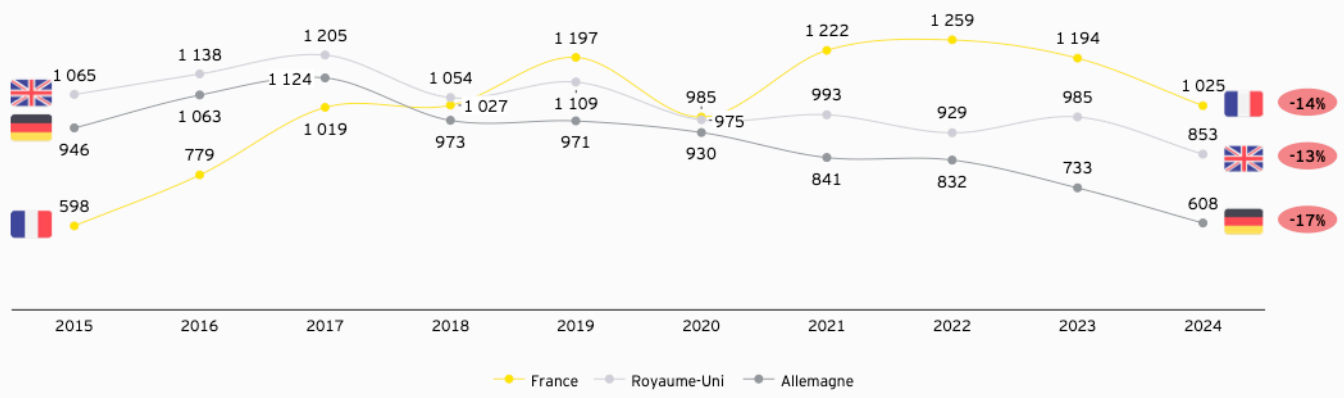
Quels sont les trois principaux risques pour l'attractivité de l'Europe au cours des trois prochaines années ?



Source : enquête auprès de 500 dirigeants internationaux (janvier – février 2025)

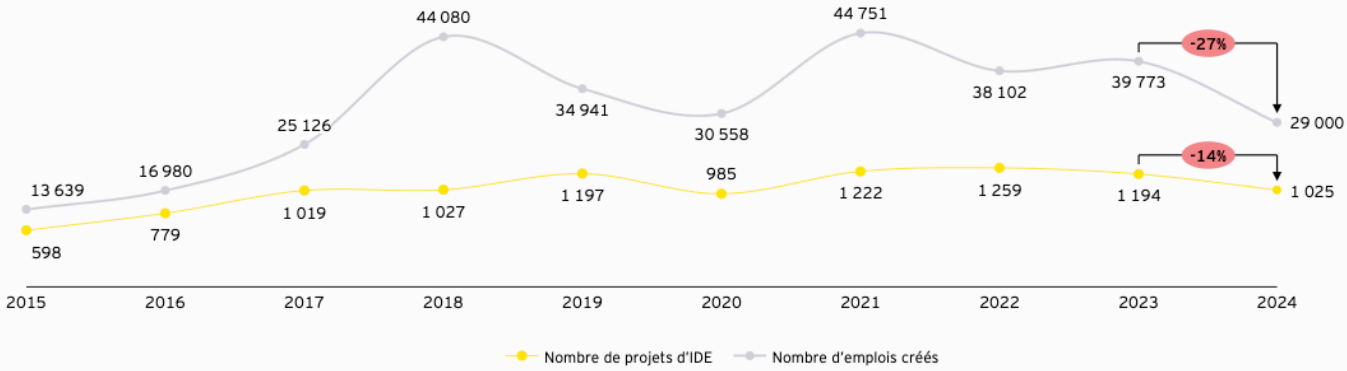
En 2024, les trois principales économies européennes concentrent encore près de 50 % des investissements étrangers en Europe. Toutefois, à l'image de l'Hexagone (-14 % vs. 2023), face à des difficultés économiques et à des contextes politiques complexes (convocation d'élections anticipées outre-Manche, rupture de la coalition tricolore outre-Rhin, etc.), le Royaume-Uni et l'Allemagne enregistrent une baisse marquée des investissements, respectivement de -13 % et de -17 % par rapport à 2023.

Nombre de projets d'investissements étrangers annoncés en France, au Royaume-Uni et en Allemagne entre 2015 et 2024



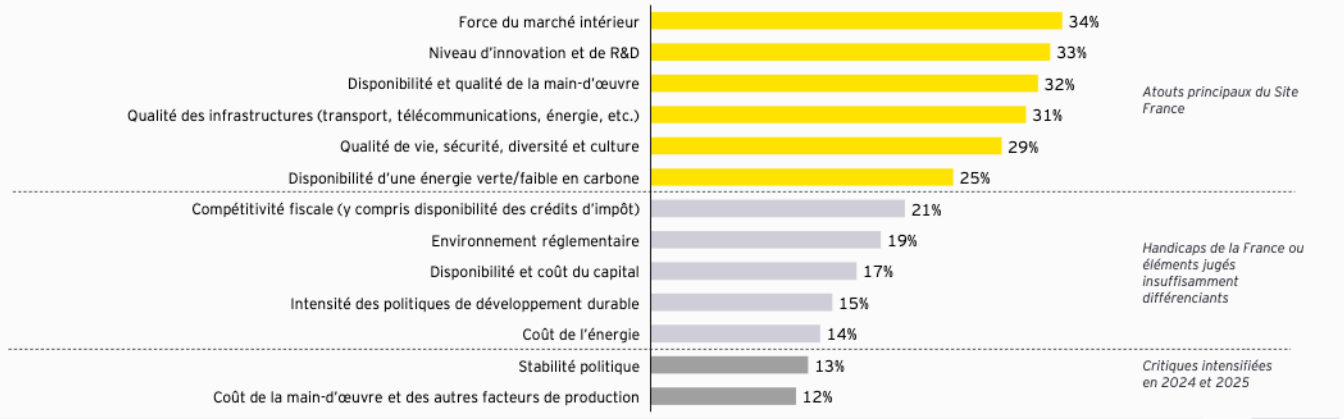
Dans une Europe à la peine, en panne de croissance et heurtée par les chocs, le nombre d'implantations et d'extensions étrangères en France recule de 14 % par rapport à 2023. L'impact sur l'emploi est encore plus significatif : en 2024, les créations de postes générées par les IDE ont chuté de 27 %. Si la conjoncture européenne a pesé sur les investissements internationaux dans l'Hexagone, la destination France a également souffert des interrogations persistantes sur sa compétitivité, ainsi que des incertitudes budgétaires et fiscales liées à l'instabilité politique.

Nombre de projets d'investissements étrangers annoncés en France entre 2015 et 2024 et nombre d'emplois créés



La France conserve de nombreux points forts aux yeux des investisseurs étrangers, qu'elle séduit pour son potentiel d'innovation, le niveau de qualification de sa main d'œuvre et la qualité de ses infrastructures. La force du marché intérieur hexagonal et la qualité de vie en France sont également des atouts que les dirigeants internationaux apprécient particulièrement. De l'autre côté du spectre, les investisseurs interrogés formulent de vifs reproches à l'égard de la stabilité politique (13 % la mentionnent comment un atout) et du coût du travail (12 %). Plus surprenant, alors que la France dispose d'une énergie parmi les plus compétitives en Europe, seuls 14 % d'entre eux estiment que le coût de l'énergie est un atout différenciant de notre attractivité.

Parmi les propositions suivantes, quels sont les principaux atouts de la France par rapport aux autres pays ?



Source : Enquête auprès de 200 dirigeants internationaux (février – mars 2025)

• L'analyse de Gilles Moëc

parue sur « legrandcontinent.eu » le 2 avril :

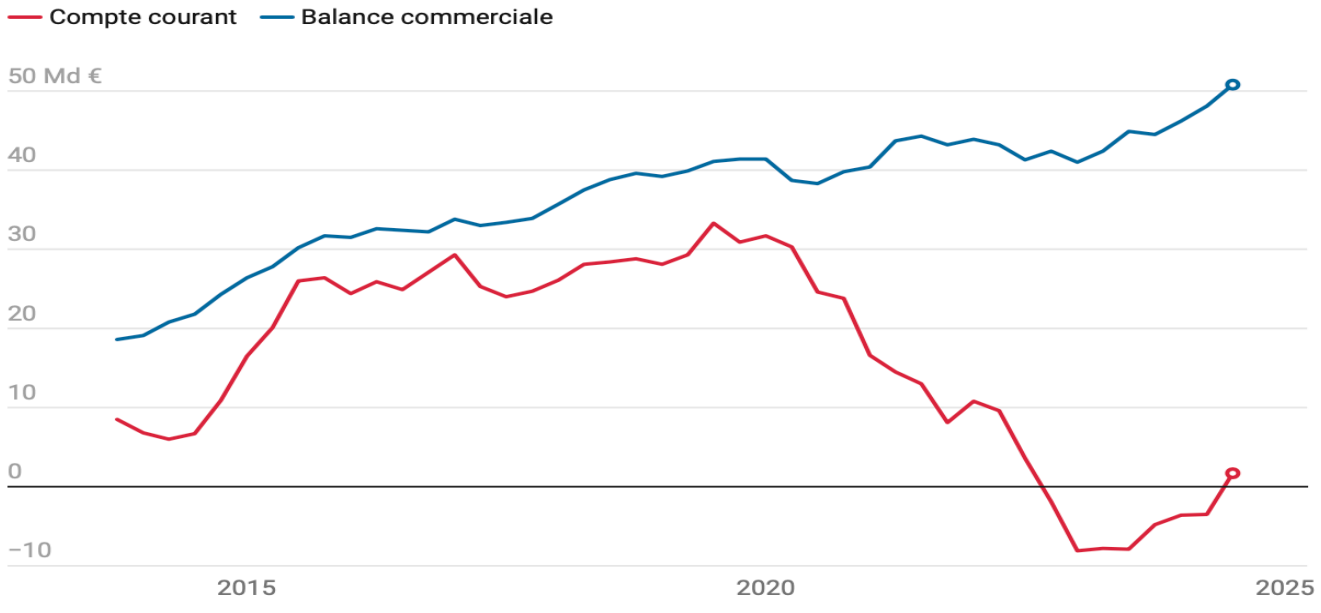
« Points clefs

•Le concept de "Bretton Woods 2.0", inventé par Folkerts-Landau et Garber en 2003, décrivait un ordre monétaire organisé autour de la Chine dont les excédents étaient réinvestis dans la dette américaine, agissant ainsi à la fois comme la source de la détérioration de la balance courante américaine et comme le garant de sa viabilité.

•Nous sommes aujourd'hui à l'ère de "Bretton Woods 3.0" : la principale contrepartie du besoin de financement des États-Unis est une économie mature, l'Europe.
•Depuis 2022, les investisseurs de la zone euro sont les principaux détenteurs étrangers de la dette publique américaine. Les États-Unis devraient y trouver leur compte car il est préférable de compter sur l'épargne d'un allié politique et militaire pour continuer à mener des politiques fiscales dépensières que sur un rival géopolitique tel que la Chine.
•Dans cette situation, pourquoi essayer de réparer quelque chose qui n'est pas cassé ? Le nouveau président du Conseil des conseillers économiques des États-Unis, Stephen Miran, a émis l'idée de forcer les Européens à augmenter leur exposition à la dette américaine, en guise de "redevance" pour bénéficier du soutien militaire des États-Unis et éviter les droits de douane.
Cette approche coercitive des États-Unis a une limite fondamentale : les stratégies alternatives des Européens — par exemple le développement de leur propre souveraineté en matière de défense — pourraient devenir économiquement attrayantes si le coût de la relation transatlantique devenait trop élevé. Le fait que Friedrich Merz ait déjà exprimé son intérêt pour une telle révision stratégique pointe dans cette direction.

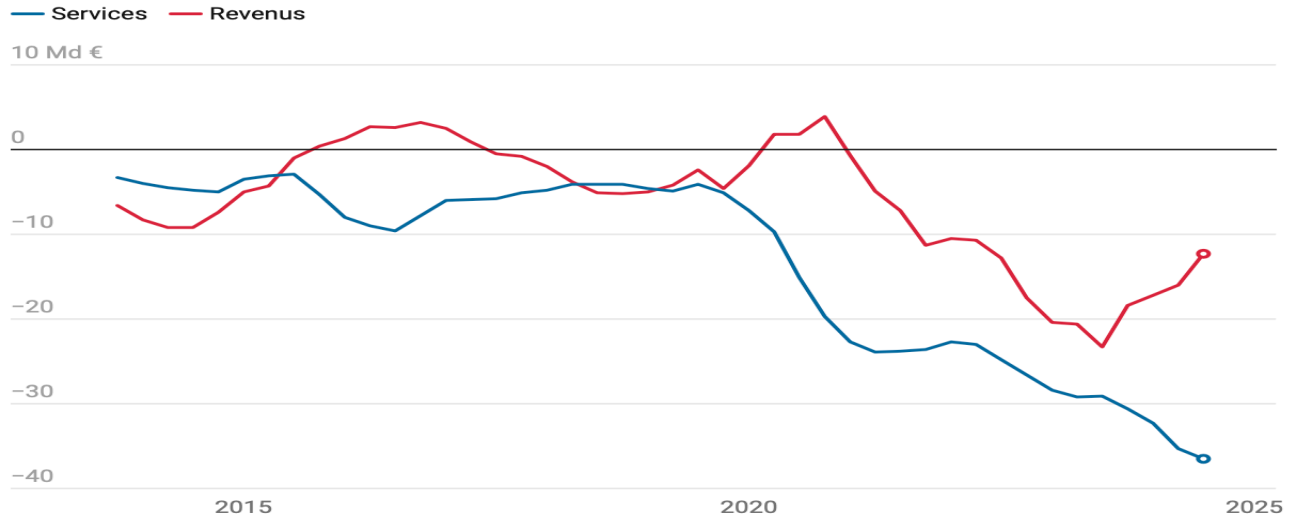
Penser la relation transatlantique au-delà de la balance commerciale

Les déficits commerciaux bilatéraux ne devraient pas avoir d'importance d'un point de vue macroéconomique. Seule la balance globale des opérations courantes — qui mesure la part de l'investissement intérieur qui ne peut être couverte par l'épargne intérieure et détermine donc le volume des entrées de capitaux nécessaires en provenance du reste du monde — est importante en termes de viabilité financière.
Pourtant, puisque les équilibres bilatéraux semblent être la boussole de Donald Trump sur ces questions, ils ne peuvent en pratique pas être ignorés étant donné l'ampleur du déficit commercial bilatéral des États-Unis vis-à-vis de l'Union — 235 milliards de dollars en 2024, soit un cinquième du total. La réalité de la relation transatlantique est toutefois beaucoup plus complexe et plus équilibrée que ce que l'examen superficiel du commerce des marchandises pourrait laisser penser. En effet, la "balance commerciale" ne prend en compte que les échanges de marchandises. À cet égard, la détérioration de la position des États-Unis par rapport à la zone euro est évidente, alors même que le déficit était déjà important il y a dix ans. Il est intéressant de noter que, du moins pour l'instant, la nouvelle dépendance de l'Europe à l'égard du gaz liquéfié américain pour remplacer le gaz naturel russe n'a pas changé la donne : la régularité dans le temps de la détérioration de la balance commerciale bilatérale des États-Unis — qui semble d'ailleurs imperméable aux changements d'orientation politique à Washington — suggère que quelque chose de plus structurel est en jeu dans ce domaine.
Toutefois, cet important déficit commercial américain — environ 200 milliards d'euros cumulés au cours des quatre trimestres allant jusqu'au troisième trimestre 2024, le dernier point de données disponible si l'on utilise les données européennes et non américaines — ne s'accompagne pas d'un déficit équivalent de la balance courante : selon cette mesure, la relation bilatérale entre les États-Unis et la zone euro a été presque parfaitement équilibrée au cours des deux dernières années.



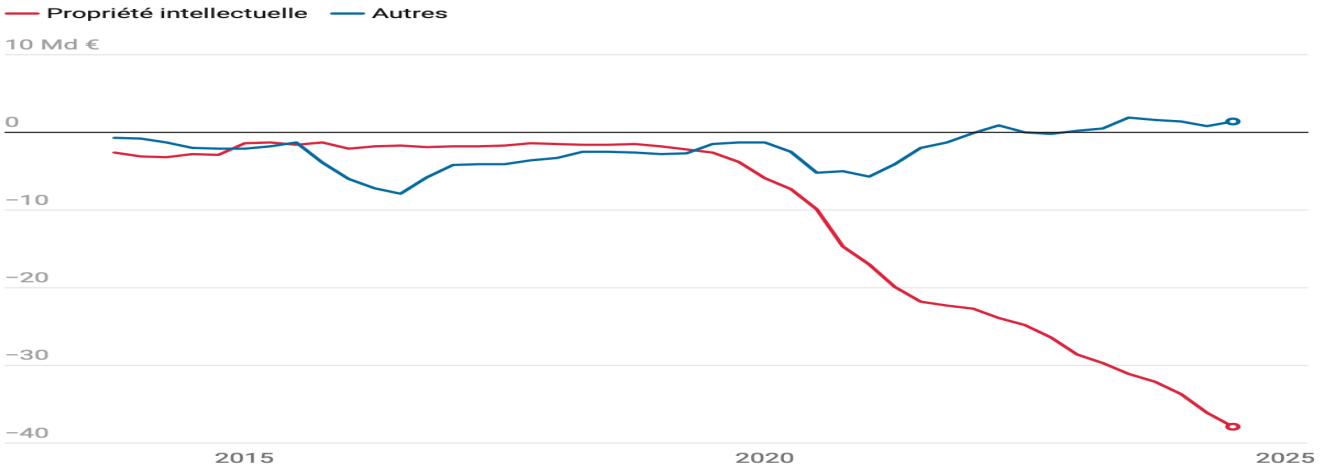
Moyenne sur 4 trimestres.
Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ◆enne, AXA IM Research

En simplifiant un peu, il faut ajouter à la balance commerciale les échanges de services et les flux de revenus pour obtenir le compte courant. Jusqu'au début de l'année 2019, les balances commerciale et courante évoluaient de manière synchronisée. La divergence provient d'une détérioration soudaine et massive du déficit de la zone euro dans les échanges de services avec les États-Unis, et dans une moindre mesure une dégradation de sa balance des revenus.



Moyenne sur 4 trimestres.
Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ◆enne, AXA IM Research

Commençons par *les services*. La Banque centrale européenne (BCE) fournit une ventilation assez précise de la balance bilatérale des services. Les échanges de "redevances pour l'utilisation de la propriété intellectuelle (PI)" ont été le principal moteur de la détérioration globale de la balance des services de la zone euro avec les États-Unis au cours des dernières années.



Moyenne sur 4 trimestres.
Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ◆enne, AXA IM Research

Dans son bulletin de juin 2023, l'article portant sur le compte courant de la zone euro après la pandémie mentionne d'ailleurs cette donnée clef. La BCE attribue ce mouvement aux "opérations de restructuration menées par de grandes entreprises multinationales, y compris le transfert aux États-Unis d'actifs de propriété intellectuelle, précédemment détenus dans des filiales situées dans des centres offshore. Du point de vue de la zone euro, ces transactions impliquent principalement l'Irlande et les Pays-Bas, en raison de leur rôle de plaque tournante pour les grandes entreprises multinationales de la zone euro".
Cette question n'est pas seulement technique. Derrière les réorganisations d'entreprises se cache en effet une "vérité" économique. Pendant des années, la balance européenne des services a sous-évalué les importations de produits de propriété intellectuelle qui étaient pourtant américains — c'est-à-dire les licences de logiciels accordées par des développeurs basés aux États-Unis. Le fait que ces produits soient

désormais délocalisés aux États-Unis — notamment pour des raisons fiscales que nous examinerons plus loin — rend à notre avis plus réalistes les calculs des échanges de services tels qu'ils désormais pris en compte dans les données de la balance des opérations courantes.

Les "bonnes affaires" des États-Unis en Europe : un Bretton Woods 3,0

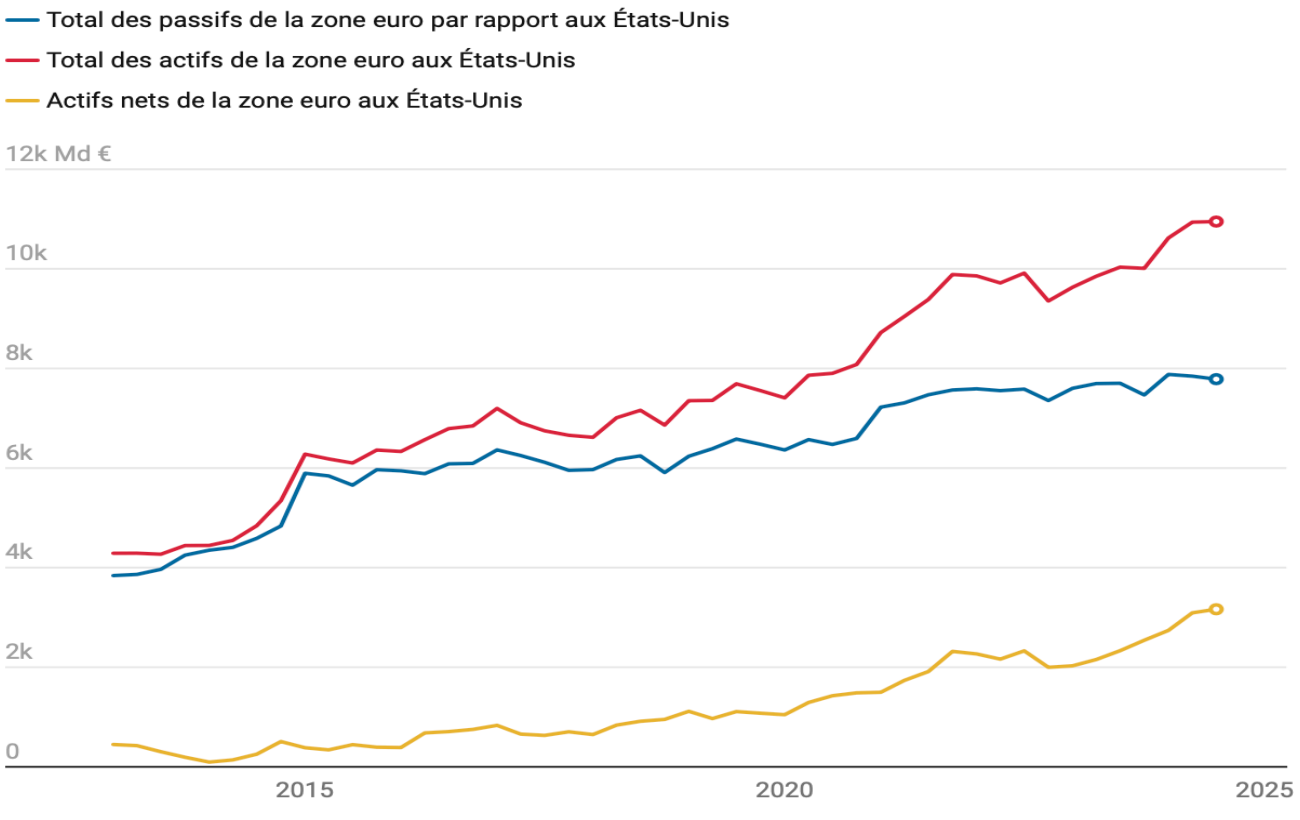
En résumé, l'Europe vend des "biens physiques" de la vieille école aux États-Unis et achète en échange des "biens dématérialisés" aux États-Unis, d'une manière essentiellement équilibrée. Pour être plus concret et bien sûr caricatural : pendant la journée, les Européens fabriquent des voitures pour le marché américain en utilisant des logiciels américains avant de rentrer chez eux pour regarder des séries télévisées américaines sur des plateformes américaines.

Or il n'est pas bon pour l'économie européenne de se spécialiser ainsi.

En effet, à mesure que les revenus augmentent, les préférences des consommateurs s'orientent vers des "expériences" — essentiellement fournies par des services (par exemple, loisirs ou soins de santé de qualité) — plutôt que vers la possession de biens matériels. En outre, alors que la domination des États-Unis en matière de propriété intellectuelle reste incontestée — du moins pour l'instant — la concurrence pour la fourniture de biens est intense, par exemple pour les voitures.

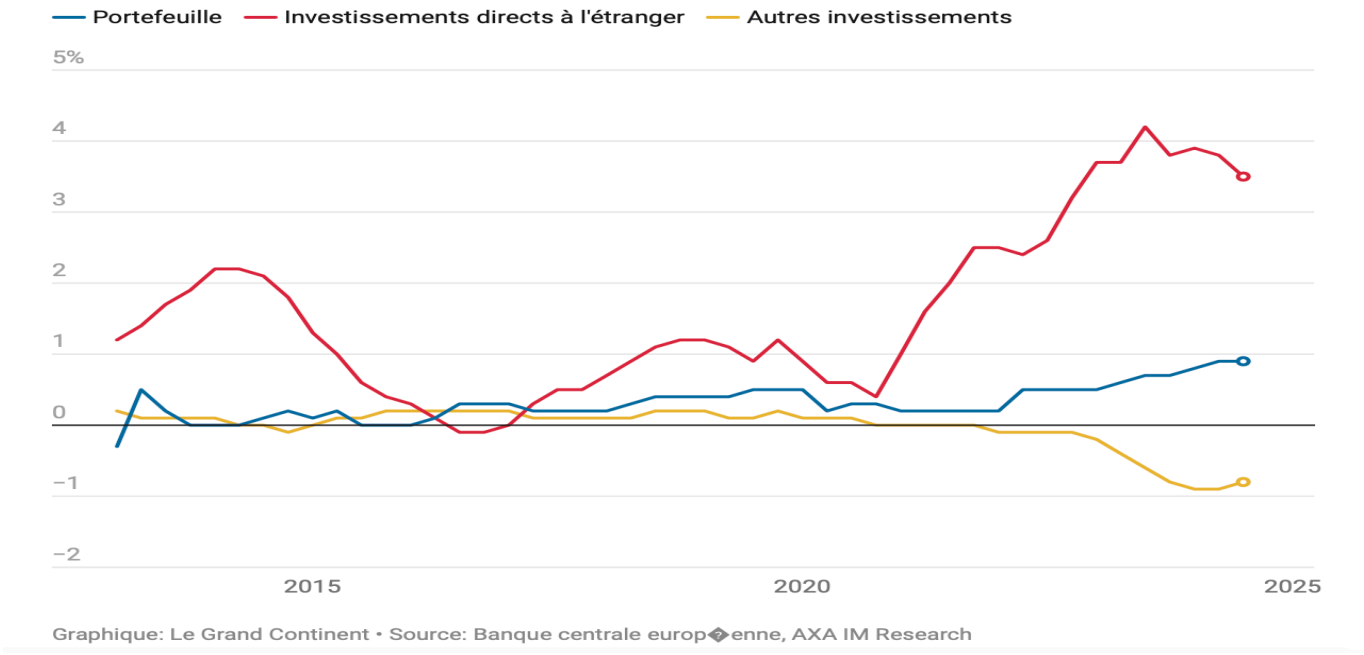
Ainsi, si l'on prend en compte les services, la relation transatlantique semble bénéfique pour les États-Unis à long terme. La seule pomme de discorde devrait être de nature politique : l'administration américaine actuelle accorde une importance toute particulière au déficit commercial en biens matériels, considéré comme une menace pour les perspectives d'emploi des cols bleus américains. Il nous semble y avoir très peu de preuves que ce soit le cas. En effet, le déficit commercial bilatéral est en augmentation constante depuis plus de 10 ans, tandis que la part de l'industrie manufacturière dans l'emploi total s'est stabilisée à environ 10 % aux États-Unis. Accorder une telle importance à cette question pourrait même être un mauvais calcul politique à long terme, puisque davantage d'Américains sont aujourd'hui employés par Google que par Ford Motors.

Passons maintenant aux *échanges de revenus*. Paradoxalement, compte tenu de leur déficit dans la balance bilatérale des revenus, les Européens tirent moins de profits de leurs immenses investissements financiers dans les actifs américains qu'ils ne paient aux investisseurs américains sur un stock d'investissement pourtant de moindre ampleur des Américains dans les actifs européens. Cela est d'autant plus remarquable que les taux d'intérêt sont tendanciellement plus élevés aux États-Unis qu'en Europe.



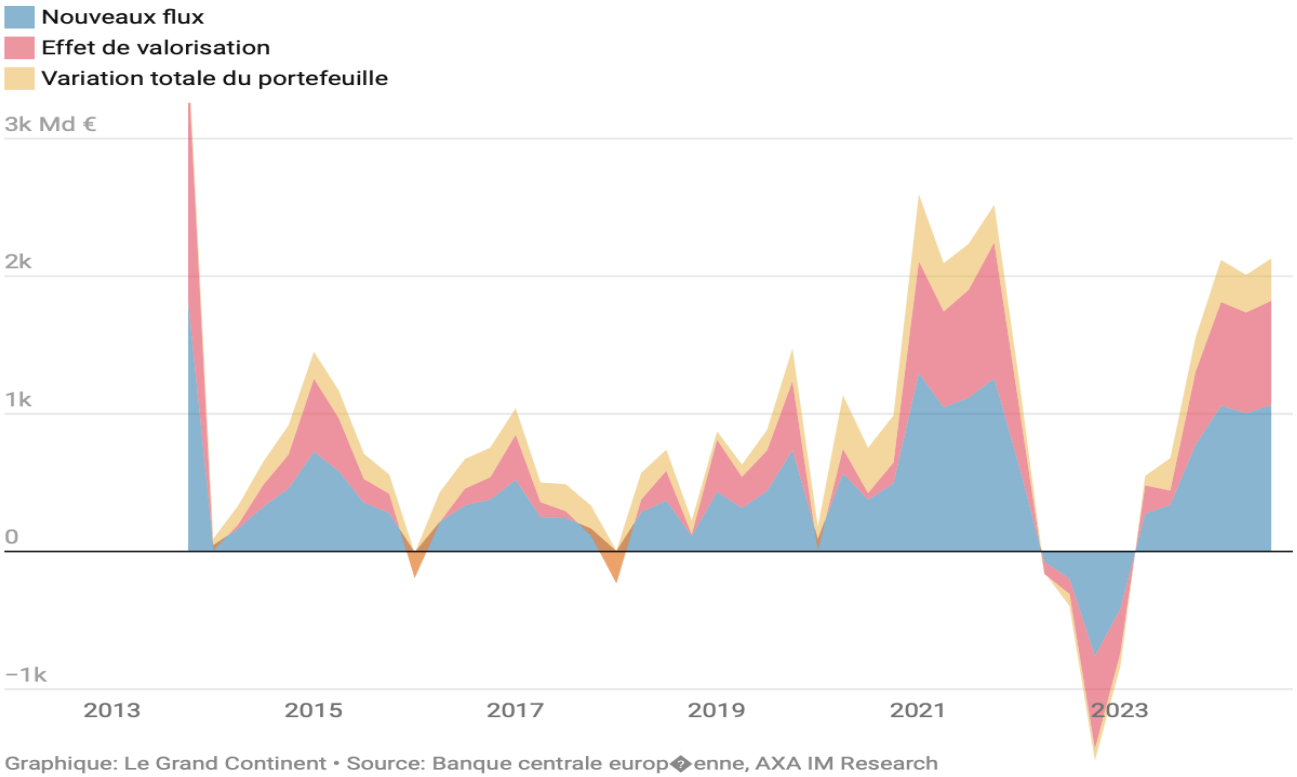
Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ€enne, AXA IM Research

Le rendement des investissements de portefeuille est beaucoup plus élevé pour les investisseurs américains dans la zone euro que pour les investisseurs européens aux États-Unis. Cette situation s'explique pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les entreprises américaines versent généralement des dividendes moins élevés que leurs homologues européennes. Ensuite, il y a également une différence significative dans le rendement des revenus des investissements directs, beaucoup plus élevés pour les Américains que pour les Européens — un écart significatif apparaissant au cours des cinq dernières années.
Nous sommes tentés d'expliquer cela par la vaste réforme de l'impôt sur les sociétés mise en œuvre par Donald Trump au cours de son premier mandat, qui a fortement incité les entreprises multinationales ayant leur siège aux États-Unis à rapatrier les bénéfices de leurs entités étrangères en réduisant le taux global de l'impôt sur les sociétés de 35 % à 21 % et en modifiant les règles d'exonération des bénéfices accumulés dans les pays étrangers. C'est aussi probablement la raison pour laquelle elles ont délocalisé leur propriété intellectuelle. La seule catégorie dans laquelle les investisseurs de la zone euro aux États-Unis sont mieux lotis que les investisseurs américains dans la zone euro est celle des « autres investissements ». Cette catégorie comprend les prêts et les dépôts en devises, sur lesquels joue mécaniquement le différentiel de taux d'intérêt. Cela devrait rappeler à l'administration américaine que les entreprises américaines font de "bonnes affaires" dans la zone euro et que les bénéfices qui y sont produits contribuent à compenser le déficit commercial des États-Unis et génèrent des recettes fiscales dont le budget américain a grand besoin. Fondamentalement, le recyclage des économies des Européens dans des actifs américains contribue à assurer la viabilité financière de l'économie américaine.



Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ◆enne, AXA IM Research

Compte tenu de tout cela, en 2022, la zone euro est devenue la première source de financement étranger du déficit budgétaire américain, si l'on décompose les avoirs des non-résidents en titres du Trésor américain. En effet, la Chine réduit régulièrement sa contribution au financement du déficit américain depuis le pic atteint lors de la grande crise financière de 2009. Il en va de même du Japon.
Évolution de la détention d'actifs financiers américains par les investisseurs de la zone euro :



Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ◆enne, AXA IM Research

David Folkerts-Landau avait forgé avec Peter Garber l'expression *"Bretton Woods 2.0"* en 2003 pour décrire un ordre monétaire mondial potentiellement stable organisé autour de la Chine recyclant ses excédents en actifs américains, en particulier en titres du Trésor, agissant ainsi à la fois comme la source de la détérioration du déficit de la balance courante des États-Unis et comme la source de son financement. En 2009, ces auteurs ont prédit qu'avec la maturation de l'économie chinoise — qui génère donc moins d'excédents — d'autres pays émergents tels que l'Inde prendraient le relais.

Nous pensons que *"Bretton Woods 3.0"* est déjà en place, avec deux différences majeures par rapport au modèle Folkerts-Landau/Garber : premièrement, la principale contrepartie du besoin de financement des États-Unis est une économie mature, la zone euro, et non une économie émergente ; et deuxièmement, il ne s'agit pas du revers d'un déficit bilatéral des États-Unis vis-à-vis de l'Europe si l'on prend en compte les échanges de services et les flux de revenus.

Là encore, les États-Unis devraient y trouver leur compte : il est beaucoup plus confortable de compter sur l'épargne d'un allié politique et militaire pour continuer à mener des politiques fiscales dépensières que sur l'épargne d'un rival géopolitique tel que la Chine.

Pour que ce Bretton Woods 3.0 puisse continuer à fonctionner, il faut que la zone euro continue à générer des excédents globaux de la balance courante, au-delà de sa relation bilatérale avec les États-Unis, afin de pouvoir exporter l'épargne excédentaire vers les États-Unis. Il y a en effet au moins deux façons d'interpréter les excédents de la balance courante : il s'agit soit du symptôme d'une faiblesse de la demande intérieure, soit du résultat d'une forte compétitivité.

Ici apparaissent les contradictions internes de l'approche américaine actuelle à l'égard de l'Europe. Les responsables politiques américains déplorent régulièrement la faiblesse de la demande européenne — Donald Trump l'a exprimé dans son discours à Davos en janvier — alors que c'est précisément cette faiblesse — contrepartie de l'excès d'épargne de l'Europe — permet aux Européens d'acheter des quantités massives de titres américains. La faiblesse de la croissance européenne se traduit également par une baisse de la valeur des actifs financiers européens par rapport aux actifs américains, ce qui rend les avoirs en dollars américains attrayants pour les Européens.

Les Européens peuvent accepter d'être mal rémunérés en termes de dividendes et d'intérêts sur leurs actifs américains si les gains en capital restent élevés. Or si en plus de la faiblesse de la demande intérieure ils étaient frappés par des droits de douane, leur capacité à recycler l'épargne vers les actifs américains diminuerait, de même que leur capacité à orienter une part importante de leur consommation vers des produits générant des revenus de propriété intellectuelle pour les entreprises américaines.

De quoi un "Accord Mar-a-Lago" serait le nom ?

Il en va de même pour les préoccupations relatives aux devises. L'administration américaine souhaite une baisse du dollar. Or, une appréciation de l'euro se traduirait par une diminution de l'excédent de la balance courante en Europe et donc par une moindre capacité à financer le déficit américain.

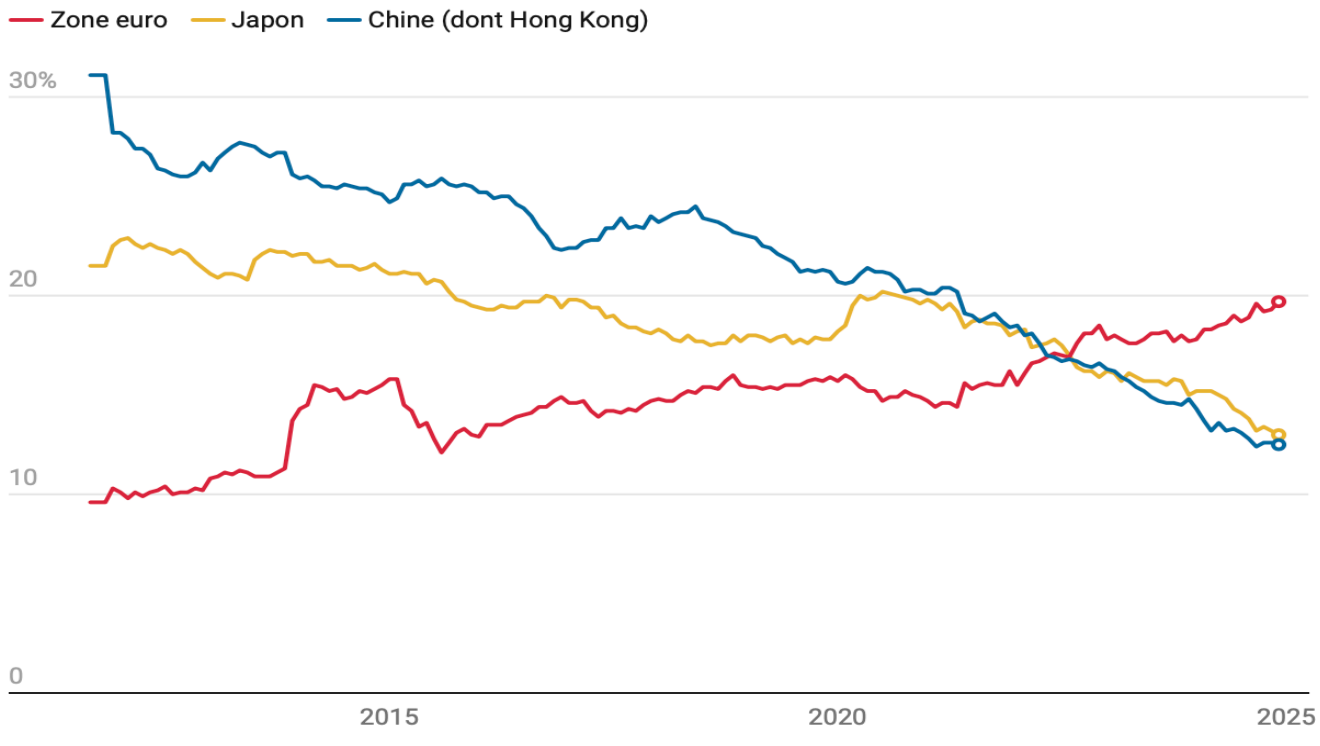
Stephen Miran, nommé président du Conseil des conseillers économiques de la Maison Blanche, a écrit, lorsqu'il travaillait encore dans le secteur privé, un essai très pertinent sur la manière de déformer le système monétaire mondial pour mieux servir les intérêts économiques des États-Unis. Il y évoque plusieurs moyens de provoquer une dépréciation du dollar sans pour autant entraîner une baisse de la demande d'actifs américains, ce qui entraînerait une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et, à terme, un ralentissement de l'économie et compliquerait encore davantage la résolution de l'équation budgétaire déjà complexe.

Son idée est que, dans le cadre d'un "Accord de Mar a-Lago", s'inspirant des accords du Louvre et du Plaza des années 1980, lorsque l'Europe et le Japon avaient consenti à un effort conjoint pour déprécier le dollar, les banques centrales étrangères accepteraient de transférer leurs réserves vers des obligations du Trésor américain à très long terme — voire une dette perpétuelle — ce qui plafonnerait les taux d'intérêt à long terme tandis que les investisseurs privés déserteraient le marché américain, anticipant la dépréciation du dollar.

Miran lui-même souligne combien il serait improbable que les Européens acceptent une telle démarche et introduit pour cette raison une dimension coercitive : l'investissement à long terme dans la dette américaine constituerait la "compensation" que les Européens paieraient pour éviter les droits de douane et bénéficier du maintien de la protection militaire de Washington. Cependant — et c'est un point auquel Miran fait allusion, sans le résoudre — un problème majeur est que les investissements européens aux États-Unis résultent principalement d'une multitude de décisions décentralisées prises par des opérateurs privés : entreprises de l'économie réelle pour les investissements directs, gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels pour les mouvements de portefeuille.

Les réserves des banques centrales y jouent un rôle très modeste. C'est une différence essentielle avec Bretton Woods 2.0, lorsque les investissements chinois dans les bons du Trésor américain étaient centralisés par le gouvernement. Il est donc difficile de comprendre comment un accord de Mar-a-Lago fonctionnerait concrètement : si les investisseurs privés étrangers aux États-Unis décident de rester sur place, aucune intervention verbale des banques centrales ne pourrait les convaincre de bouger.

Part de la détention par des non-résidents des bons du Trésor américain :



Graphique: Le Grand Continent • Source: D&#xfffd;partement du Tr&#xfffd;sor am&#xfffd;ricain, AXA IM Research

Par ailleurs, si, parallèlement à une « déclaration commune solennelle » en faveur d'un dollar plus faible, la BCE annonçait son engagement à acheter des titres de dette américains à très long terme, les investisseurs privés pourraient décider qu'avec le renforcement de la viabilité à long terme des finances publiques américaines, il est plus judicieux d'accroître leurs avoirs en actifs américains.
L'essai de Miran propose une autre idée — inquiétante : la possibilité de taxer les intérêts versés par les titres du Trésor aux investisseurs non-résidents. Cela les « éloignerait » probablement du marché obligataire américain, mais, compte tenu de l'écart entre le montant des réserves des banques centrales et les avoirs américains des investisseurs privés, l'effet net sur le coût global du financement américain pourrait être dramatique pour la santé de l'économie américaine.
Dans la réalité, nous pensons qu'un "accord de Mar-a-Lago" ne pourrait pas fonctionner sans un engagement des banques centrales non américaines à relever leurs taux directeurs afin de réduire l'écart avec la Réserve fédérale (Fed). Cela serait essentiel pour déclencher un rapatriement ordonné de l'épargne hors des États-Unis.
Même en ignorant la question, pourtant cruciale, de l'indépendance de la BCE, le calcul des Européens deviendrait alors très complexe. En effet, ils pourraient décider que la protection militaire des États-Unis et l'évitement des droits de douane ne justifient pas une appréciation de l'euro néfaste pour la compétitivité, combinée à une politique monétaire qui ne ferait qu'aggraver les performances économiques médiocres du continent. Le coût d'une intensification de leur propre effort de défense pourrait, comparativement, paraître acceptable, surtout si une part significative de ces dépenses supplémentaires est consacrée aux entreprises européennes.
En somme, l'approche actuelle des États-Unis concernant leurs relations commerciales et financières avec l'Europe vise à améliorer une situation déjà largement bénéfique aux États-Unis. Il y a une limite à la promotion des intérêts américains par la coercition. Il est possible que les Européens considèrent que le coût macroéconomique global de la tentative à tout prix de maintenir un lien politique et de défense étroit avec les États-Unis devienne trop élevé — rendant ainsi d'autres options géopolitiques plus acceptables.
Un bouleversement stratégique en Allemagne ?
Dans son livre de 2022, *Leadership, six études de stratégie mondiale*, Henry Kissinger rappelait comment les dirigeants européens qu'il respectait le plus — l'ouvrage contient une analyse pénétrante de la perspicacité d'Adenauer et de De Gaulle — lui exprimaient souvent des doutes quant à la solidité de l'engagement américain dans la défense de ses alliés européens.
Un événement en particulier était régulièrement évoqué lors de ses conversations avec Adenauer : le fait que les États-Unis aient mis un coup d'arrêt à trois de leurs principaux alliés — la France, Israël et le Royaume-Uni — dans leur opération à Suez en 1956. En fin de compte, la conclusion que la France tira de Suez fut la nécessité de se doter de sa propre capacité nucléaire militaire, tandis que l'Allemagne — après le départ d'Adenauer du pouvoir — commença à développer sa propre stratégie à l'égard du bloc soviétique ("Ostpolitik"). La déclaration du prochain chancelier allemand Friedrich Merz résonne à la lumière de ces exemples historiques : "Nous devons discuter avec les Britanniques et les Français — les deux puissances nucléaires européennes — pour savoir si le partage nucléaire, ou du moins la sécurité nucléaire du Royaume-Uni et de la France, pourrait également s'appliquer à nous".
Demander aux Européens de sacrifier leur propre compétitivité, avec un transfert de la demande et de l'activité manufacturière de l'Europe vers les États-Unis, pose la question du coût relatif pour les Européens.
Ils pourraient préférer consacrer cette part de leur PIB à d'autres questions, telle que l'organisation d'une défense souveraine. Stephen Miran permet aux Européens d'envisager qu'un autre calcul est possible — par rapport à son objectif initial, c'est pour le moins paradoxal ».

• L'analyse de Didier Salavert

sur Atlantico.fr, le 7 avril :

« Au-delà de toute appréciation sur les formes qui sont celles de Donald Trump au point de vue de son langage ou de sa pratique politique, il convient de prendre en considération sa volonté de renverser le

paradigme géopolitique selon lequel le monde fonctionne depuis plus d'un demi-siècle, et ce pour la simple raison qu'il dispose du pouvoir économique et militaire.
Ce paradigme reposait sur un droit international arbitré par l'ONU dont les principes géopolitiques fondamentaux étaient l'égale souveraineté des États membres et l'interdiction du recours à la force pour résoudre leurs différends. Comme toute règle de droit international, ces principes concrétisaient un rapport de forces à la sortie de la seconde guerre mondiale. Ce serait naïveté de croire qu'ils actaient une quelconque éthique définitive partagée par l'humanité. La Déclaration universelle des droits de l'homme n'a jamais été universelle que dans son titre. En fait, l'ordre international vit au rythme de l'évolution des rapports de forces entre les peuples. L'histoire de l'occident depuis le 18ème siècle nous rappelle que ceux-ci suivent une pulsation d'un ou deux battements par siècle. C'est l'un de ces battements auxquels nous assistons et que nous devons voir comme un changement de paradigme.
Cela étant posé avec lucidité et avec la hauteur de vue nécessaire aux grandes perspectives historiques, il convient de nous rappeler que chaque changement de paradigme crée des vainqueurs et des vaincus. À quelle catégorie appartiendrons-nous est la seule question importante pour les générations futures de la France.
Nous accrocher à l'ordre international de 1945, aussi noble soit-il dans notre échelle de valeurs et dans ses ambitions, résultera probablement à notre déclassement dans l'ordre nouveau. La nostalgie, sans doute très légitime d'une grande ambition humaniste et universelle, ne nous servira pas à vivre mieux dans un monde profondément différent. Notre action doit être guidée par la nécessité d'être un acteur, et non une victime, du monde nouveau.
Nous quittons un monde structuré autour des valeurs judéo-chrétiennes, certes sécularisées, pour entrer dans un monde dominé par des cultures qui n'ont jamais partagé ces valeurs, sauf sous la contrainte, et pour ce qui est notre propre culture, dans un futur déconstruit de ces valeurs historiques et qui se perd dans une fuite en avant affublé du qualificatif de progrès. C'est ainsi et il la probabilité d'un retour en arrière est faible.
Il est encore difficile de connaître précisément la forme du monde nouveau qui s'annonce, mais on peut en devenir les contours :

1. le retour à la brutalité des relations entre les grandes cultures (et donc les états) qui se libèrent de l'ordre ancien subi ;
2. la démondialisation du commerce ;
3. la constitution de nouvelles alliances fondées sur l'accès aux ressources naturelles indispensables aux industries du 2ème siècle ;
4. la restructuration démographique du monde entre la dénatalité (et donc le vieillissement) de d'hémisphère nord et l'explosion démographique de l'hémisphère sud.

La déconstruction de nos valeurs et le relativisme entre les valeurs qui en est la conséquence immédiate, appuient la revendication de droits humains différents. Les confrontations culturelles sont historiquement les plus brutales et à l'opposé du "doux commerce".
La mondialisation de l'économie a globalement enrichi tous les peuples qui y ont adhéré. Reste que ce bénéfice a été partagé de manière inégale entre les peuples et au sein de chaque peuple. La classe ouvrière des pays occidentaux a été la principale victime de la désindustrialisation de l'Occident au profit de l'Asie.
Pour la France, la démondialisation a pour première conséquence la réduction de l'effet de levier sur l'enrichissement procuré par le bénéfice d'une main d'œuvre étrangère à faible coût. Elle a pour seconde conséquence la nécessité d'alliances fondées sur l'accès à des ressources en énergie et en matières premières indisponibles sur le territoire national. Enfin, elle entrainera une modification de la distribution de la valeur ajoutée sur le marché intérieur, notamment au profit de l'industrie, sauf entêtement dans une politique européenne hostile à l'industrie.
L'accès aux ressources nécessaires à l'industrie du futur couplé à l'évolution du climat vont modifier les grandes routes commerciales. Présenter l'affaire du Groenland comme une "pitrerie" de Donald Trump est ignorer l'importance de la question. Nous voulons contrer Donald Trump : ouvrons au Groenland indépendant l'accès à l'Union Européenne et proposons une coopération militaire étroite à celui-ci.
Nous allons également assister vraisemblablement à la mise en place d'un système monétaire dans lequel le dollar US tiendra une place moins importante. La place de la monnaie américaine est étroitement liée

au rôle de gendarme du monde assuré par les États-Unis et à son utilisation dans les échanges internationaux.
L'Europe dont trois générations se sont abandonnées aux Délices de Capoue, est mal préparée au nouvel ordre qui s'ouvre. Est-ce pour autant qu'elle est condamnée à être une victime du changement annoncé ? S'il est une chose certaine, c'est que rien n'est jamais certain si la lucidité et la volonté sont présents.
Si quelques suggestions pouvaient être entendues par nos dirigeants nationaux et européens, ceux-ci devraient entendre que :

1. Un changement géopolitique historique est inéluctable et il sera rapide ; laisser penser aux citoyens que l'ancien monde peut survivre est les tromper ;
2. traiter les acteurs actuels de ce changement d'incapables, d'inconstants ou de dangereux est non seulement inutile mais aussi contreproductif ; l'analyse des faits seule doit être substituée au jugement de valeur ;
3. le monde est tel qu'il est et non tel qu'on le souhaite ; le monde est hélas brutal depuis la nuit des temps ; or, il n'existe que deux moyens pour survivre dans un monde brutal : la richesse associée à une volonté farouche de survivre ou la domination démographique ; sachant que la démographie européenne est décroissante, seul le premier moyen nous reste ;
4. les alliances ne sont pas affaires de morale mais d'intérêts ;
5. la partie qui se joue est un billard à trois bandes ; les pays qui verront leurs exportations vers les États-Unis empêchées, deviendront très agressifs sur le marché européen ; il conviendra donc de nous en protéger aussi ;
6. pour être libres, il nous faut être prospères, condition au moins nécessaire ; notre modèle social porté en étendard est responsable de notre paupérisation car il n'est plus financé depuis 50 ans ; un acquis social non financé s'appelle une illusion collective.

Le respect de l'égale dignité de chacun et la liberté individuelle sont les valeurs qui constituent le fondement de notre culture judéo-chrétienne. Y rester attaché est notre raison d'être. Ce seul attachement n'est malheureusement pas suffisant à garantir la pérennité de notre culture s'il n'est pas pris rapidement conscience collectivement que ces valeurs ont un prix. Sommes-nous prêts à le payer ?
Donald Trump renverse la table. Pour le moment, nous nous contentons de dire qu'il se tient mal à table comme des parents face à un enfant mal élevé. Mais de table, il n'y en a plus et l'éducation nous l'avons nous-mêmes disqualifiée ! ».

• L'analyse de Jean-Marie Cardebat

dans The Conversation », le 7 avril

« (…) Se tourner vers la Chine pour redéfinir un ordre commercial plus ouvert et équilibré serait sans doute plus utile économiquement que de vouloir affronter Trump dans une guerre commerciale. Si Trump isole et ralentit les États-Unis, laissons-le faire et n'engageons pas des représailles qui ne feraient qu'aggraver notre situation. Ouvrons-nous aux autres en revanche et profitons du fait qu'ils aient besoin de nous.
Ce qui est vrai pour la Chine l'est pour les autres zones du monde. On a beaucoup parlé ces derniers mois du Mercosur et de l'accord avec le Canada (CETA). Faut-il encore s'opposer à des accords de libre-échange entre l'Europe et ces zones ? On peut gager que l'opinion publique européenne va évoluer sur cette question. En d'autres termes, l'isolationnisme de Trump fait naître des opportunités de libre-échange ailleurs. L'Europe pourrait les saisir avec une grande offensive diplomatique. Un judoka se sert de l'élan de son adversaire, Trump s'isole, l'Europe peut accentuer encore cette tendance en négociant des accords avec les autres zones du monde. Et si l'Europe sortait par le haut de cette crise ? ».

• L'analyse de Nicolas Goetzmann

Les Echos du 9 avril

« (…) Pendant que l'Europe cherche la réponse adéquate à adresser à Donald Trump, notre première préoccupation doit être de nous protéger de Pékin. Car si les États-Unis viennent de fermer la porte de

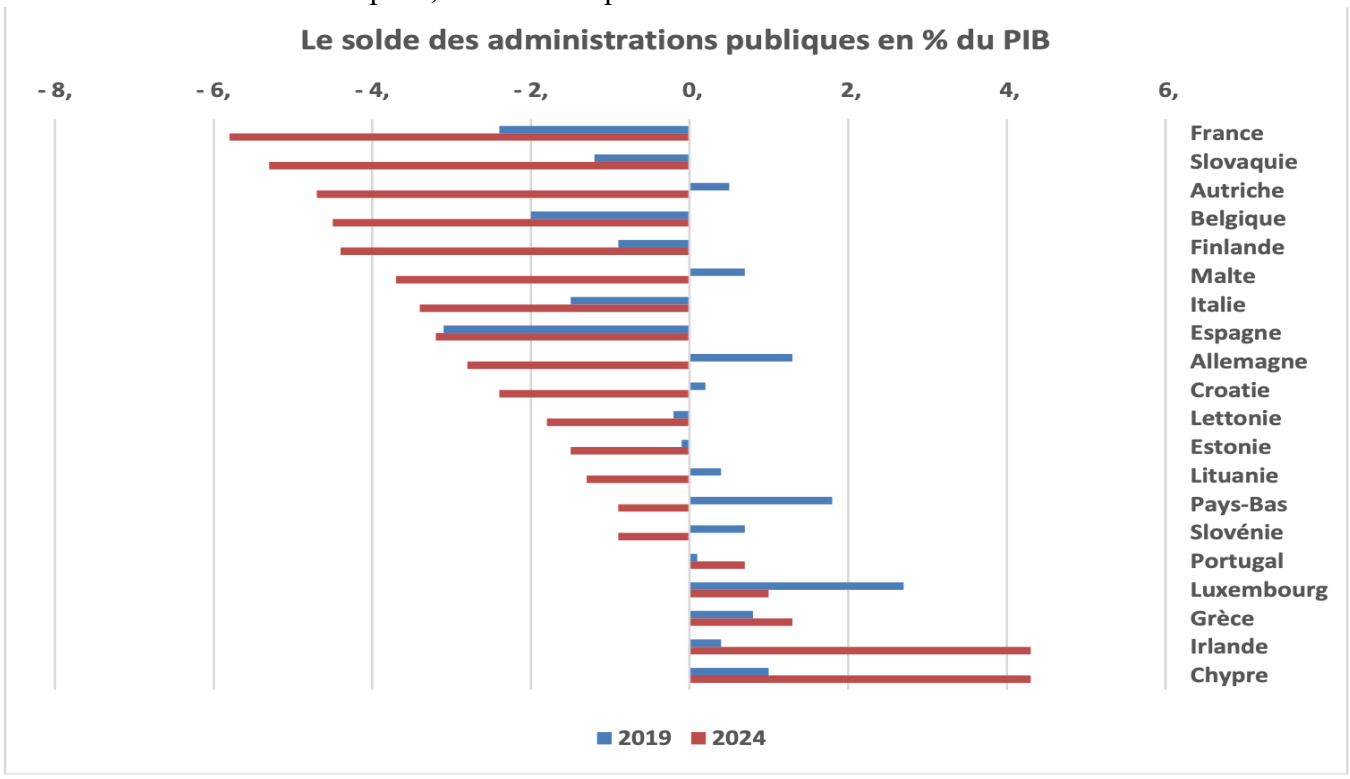
leur économie à la production chinoise, les Européens se trouvent plongés seuls dans le noir en compagnie du plus grand prédateur de l'économie mondiale.
L'immense difficulté du moment est de prendre le recul nécessaire pour observer que le plan “Made in China 2025“, mis en place par Pékin en 2015, marque la naissance de la guerre commerciale en cours. En mobilisant l'intégralité de ses capacités pour le développement de son industrie, entre subventions, transferts de technologie et blocage de ses importations, Pékin mène silencieusement une guerre commerciale visant à remplacer les industries occidentales, tout en empêchant l'émergence industrielle d'autres pays.
Le cynisme de cette stratégie est allé jusqu'au partenariat stratégique entre Moscou et Pékin. L'explosion des prix de l'énergie subie par l'industrie européenne au lendemain de l'invasion russe en Ukraine - tandis que Pékin bénéficiait de rabais de la part de Moscou - a conduit à une insurmontable perte de compétitivité européenne relativement à la Chine, qui est la principale bénéficiaire économique d'une guerre qu'elle finance.
Le résultat de cette stratégie a été de conduire Donald Trump à couper le consommateur américain du reste du monde, en poursuivant une méthode aussi désordonnée qu'incompréhensible, mais qui ne doit pas masquer l'ampleur et l'origine du mal.
Car ce qui a poussé les États-Unis à réagir, c'est-à-dire un déficit commercial en biens vis-à-vis de la Chine de 295 milliards de dollars en 2024 (1 point de PIB), est en réalité inférieur au déficit de 315 milliards d'euros enregistré par l'Union européenne (UE) vis-à-vis de la Chine sur les douze derniers mois (1,8 point de PIB).
Ce qui signifie que la vulnérabilité européenne à l'égard de la production chinoise est plus importante encore que celle des États-Unis, au moment où les 440 milliards de dollars de biens importés par les États-Unis en provenance de Chine vont se retrouver sur le marché.
Dans cet instant de choc, seule l'absurde formule utilisée par l'administration américaine pour évaluer ses “tarifs réciproques“ peut donner un point de référence. En respectant la méthode douteuse du calcul du “Liberation Day“ (total du déficit commercial en biens des pays de l'UE à l'égard de la Chine, rapporté au total des importations, le tout divisé par deux), le tarif virtuel qu'imposerait l'UE sur les produits chinois serait de 30 %.
L'UE se trouve ainsi confrontée à un dilemme renforcé par l'immense plan de relance budgétaire de 1.000 milliards d'euros proposé par le nouveau pouvoir en Allemagne. Ce plan représente l'opportunité idéale pour une Chine qui cherche à placer ses invendus destinés au marché américain. Le contribuable allemand jouerait alors le rôle du financier d'une croissance chinoise dont la vocation est le remplacement de l'industrie européenne.
Si l'UE doit répondre fermement aux outrances de Donald Trump, elle ne doit pas se tromper de cible. La première menace qui pèse sur l'industrie européenne est la stratégie économique chinoise ».

• L’analyse de J.-M. Siroën

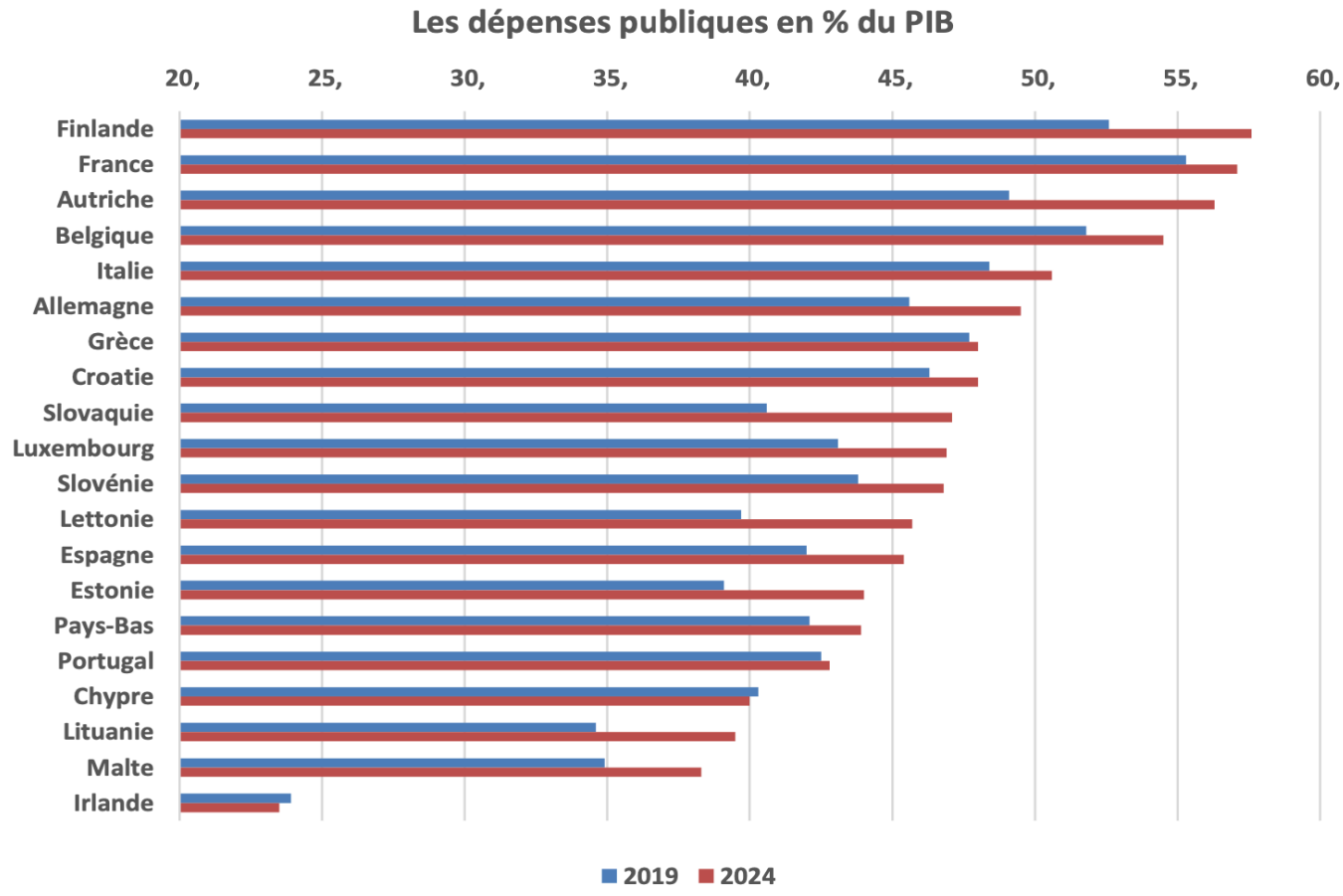
dans un entretien donné à Atlantico.fr le 27 avril 2025 :
« (…) Si les rapports Draghi et Letta ont montré les faiblesses bien réelles de l’Europe, notamment son retard dans les composants électroniques (malgré le géant néerlandais ASML) et les voitures et batteries électriques (malgré quelques efforts), il n’est pas interdit de souligner quelques avantages à commencer par un marché intérieur suffisamment vaste pour atteindre le seuil critique dans un monde où les marchés d’exportations seraient devenus moins accessibles. Pour une part importante, l’internationalisation de la chaîne de valeur s’est réalisée ces trente dernières années avec des pays aujourd’hui membres de l’Union européenne ou liés à elle par des traités commerciaux (Grande-Bretagne, Maroc, Turquie, ...). Airbus qui, avec Apple, sert souvent d’exemple à l’éclatement de la chaîne de valeurs, est ainsi moins dépendante de ses fournisseurs et sous-traitants que la firme américaine. Le défi pour l’Union européenne est ailleurs : ne pas s’encrouter dans les industries en déclin (même au nom de la “réindustrialisation“), comme l’a fait l’industrie automobile allemande, et rattraper son retard dans les industries d’avenir. Vaste programme, il est vrai ».

• Une mesure de l'effort budgétaire que doit faire en principe l'UE et comment le financer ?

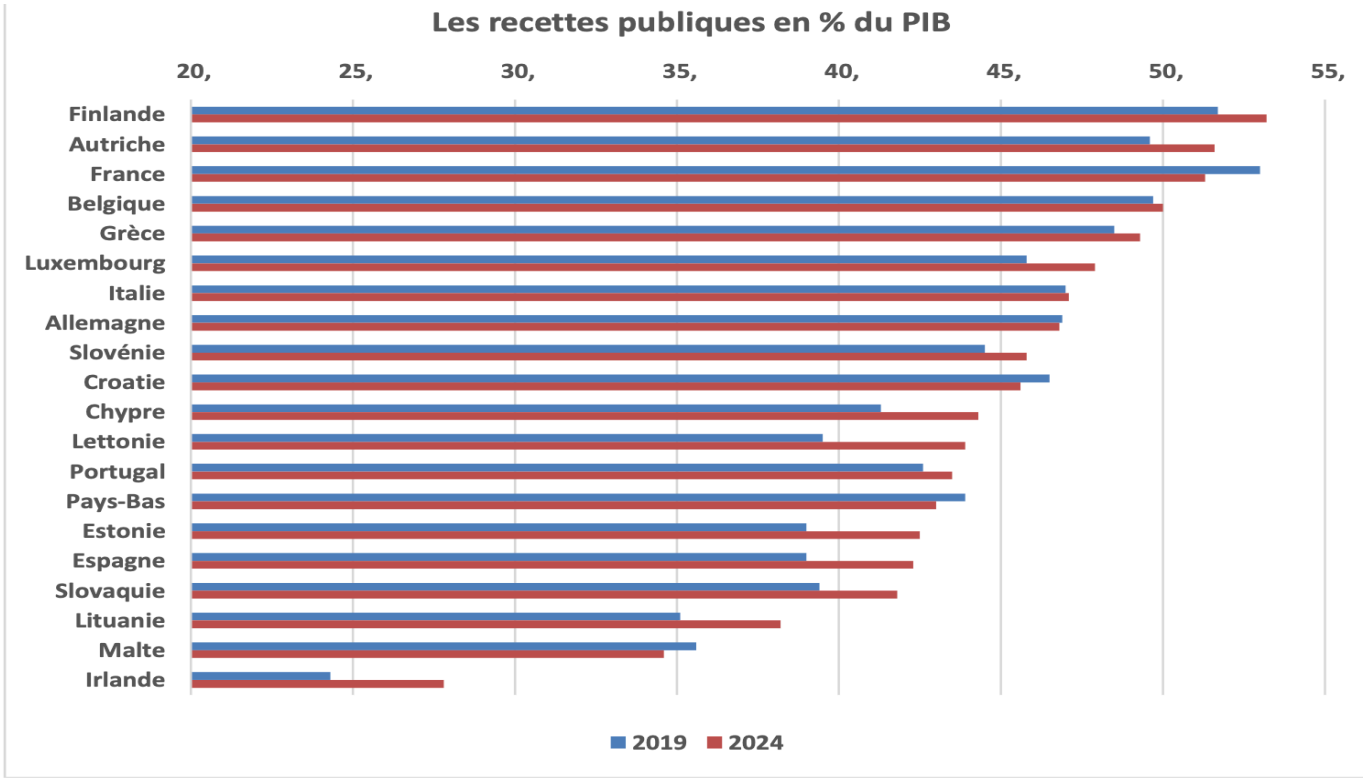
Remarque préalable sur les finances publiques de la zone euro :
Voir article du 28 avril sur Fipeco, dont nous reproduisons les schémas suivants :



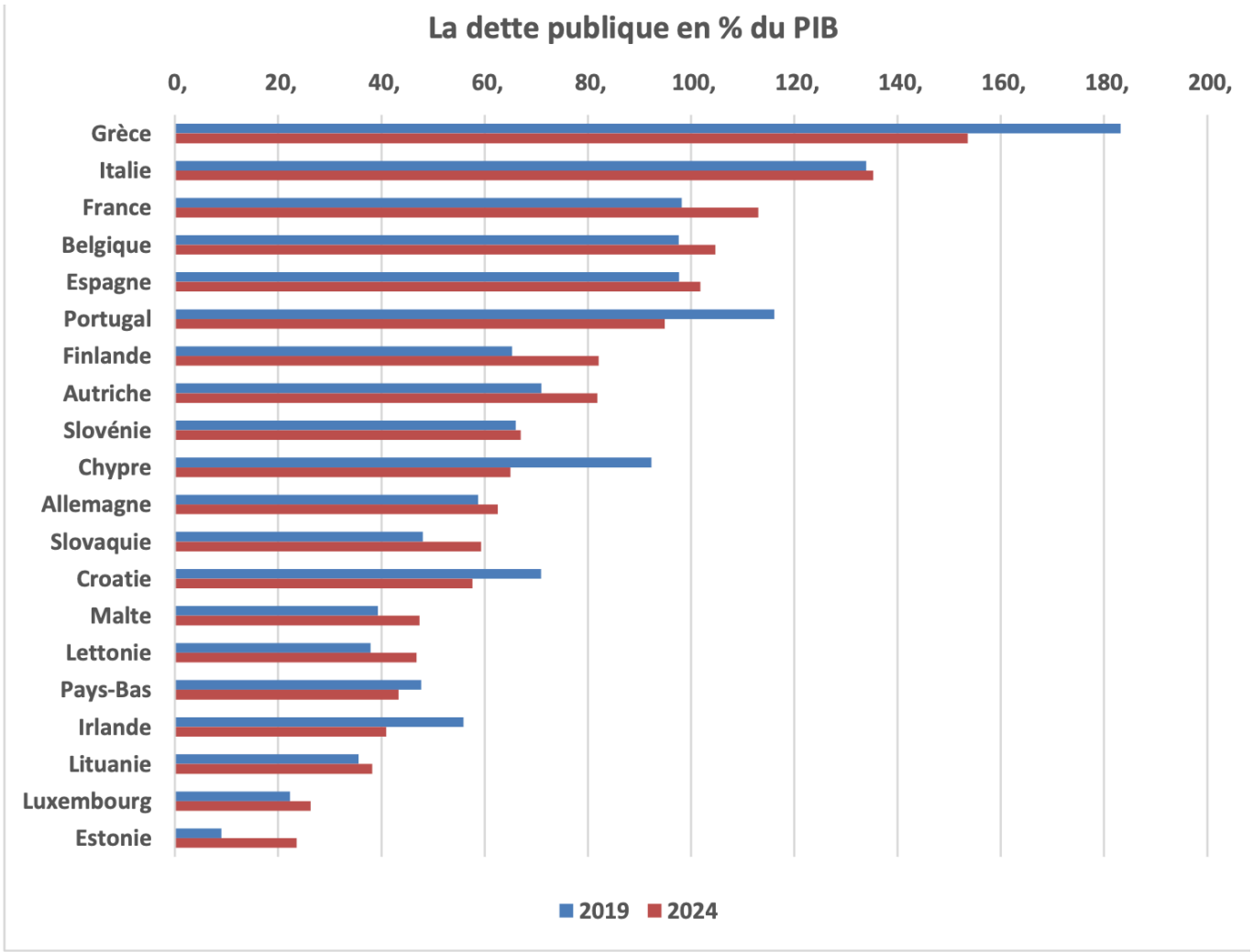
Source : Eurostat ; FIPECO.



Source : Eurostat ; FIPECO.

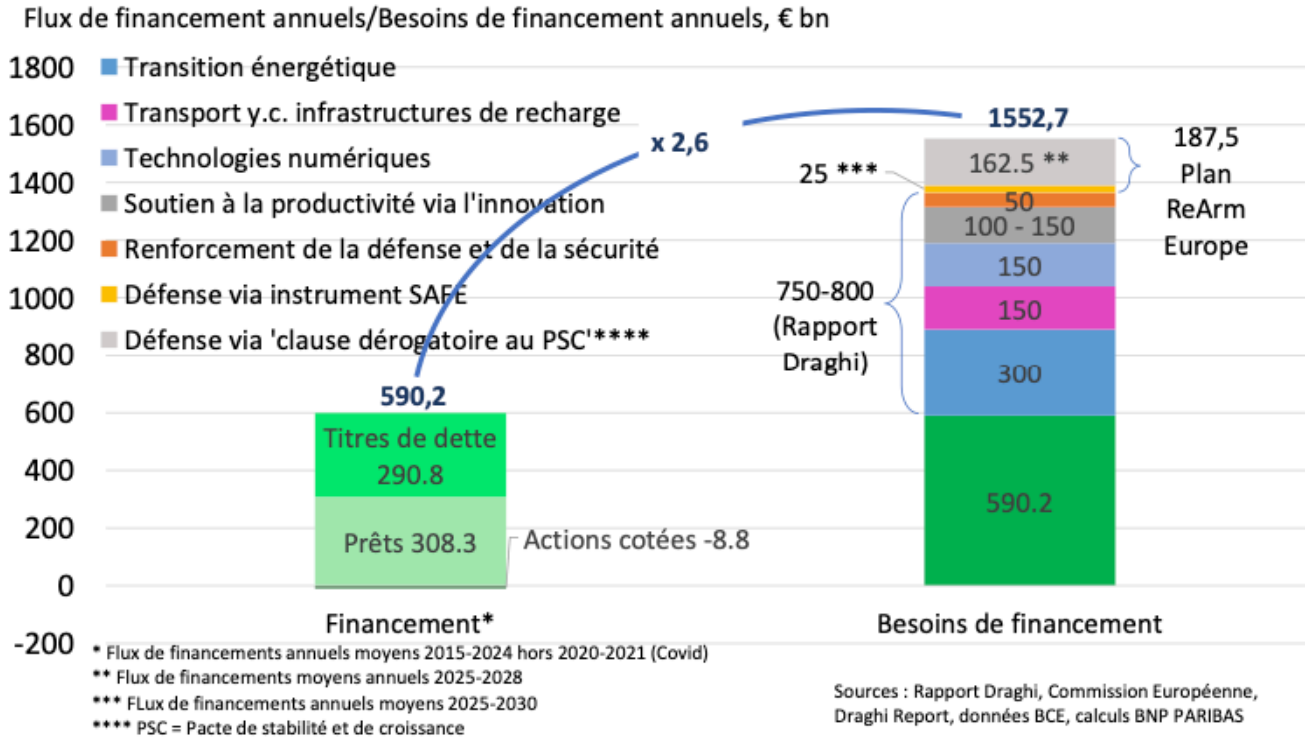


Source : Eurostat ; FIPECO.



Source : Eurostat ; FIPECO.

Economie-research BNPParibas, 10 avril



« Face au désengagement américain, l'Union européenne a décidé de serrer les rangs et de réinvestir massivement dans sa défense. Le Conseil européen a ainsi approuvé, le 6 mars dernier, un plan permettant théoriquement de mobiliser 800 milliards d'euros. Ce plan est divisé en deux volets. Le premier permettra à chaque État membre de dévier de sa trajectoire de dépenses à hauteur de 1,5% du PIB en moyenne sur une période de quatre ans, sans être visé par une procédure de déficit excessif. Ce dispositif permettrait – en théorie – de dégager une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire de 650 milliards d'euros. Pour l'heure, plusieurs gouvernements nationaux ont annoncé qu'ils ne feraient pas usage de la clause dérogatoire (France) ou y sont défavorables (Italie, Espagne)[1].

Le second dispositif est un instrument financier dédié ("*Agir pour la sécurité de l'Europe*", *SAFE*[2]) émis par la Commission européenne et qui permettrait de lever jusqu'à 150 milliards d'euros pour financer une facilité de prêt garanti par le budget européen et destiné aux États membres au titre de leurs dépenses militaires. Couplées aux investissements jugés nécessaires dans le rapport Draghi[3] en faveur des transitions énergétique et numérique, ces nouvelles ambitions européennes en matière de défense nécessiteraient de dégager, selon nos calculs, entre 938 et 988 milliards d'euros de financement annuel jusqu'en 2028, puis entre 775 et 825 milliards jusqu'en 2030.

Afin d'offrir une mesure de l'effort nécessaire, nous avons calculé les flux annuels moyens de financement mobilisés par les secteurs non financiers résidents (ménages, sociétés non financières, administrations publiques) de l'Union européenne au cours de la période 2015-2024 (hors période covid). Ces derniers se sont élevés à près de 600 milliards, répartis à parts quasiment égales entre les prêts[4] et les émissions nettes de titres de dette (les émissions d'actions cotées ayant été négatives en raison des rachats d'actions).

En faisant abstraction de la contrainte de financement externe, les besoins (investissement, consommation) couverts par ce flux net « historique » de près de 600 milliards perdureront, pour la plupart, au cours des prochaines années. La somme des besoins de financement « historiques » et nouveaux constitue donc une hypothèse approximative, quoique extrême, de l'ampleur de l'effort de financement nécessaire. Selon nos calculs, ces besoins supplémentaires impliqueraient entre un doublement et un triplement des flux de financements annuels jusqu'en 2028 (cf. *graphique*).

1 Selon nos calculs, les renoncements de la France, de l'Espagne et de l'Italie à utiliser la marge budgétaire abaisseraient le potentiel de financement de 650 à 237 milliards d'euros en cumul et de 162,5 à 59,3 milliards d'euros en flux annuels entre 2025 et 2028.

2 Proposition de règlement du Conseil établissant l'instrument "Agir pour la sécurité de l'Europe par le renforcement de l'industrie européenne de la défense" ("instrument SAFE"), COM (2025) 122 final, 19 mars 2025.
3 Rapport commandé par la Commission européenne à Mario Draghi, ancien président de la Banque centrale européenne, à l'automne 2023 et remis à la présidente de la Commission le 9 sep- tembre 2024. Draghi M. (2024), "The future of European competitiveness".
4 Source Comptes financiers des pays de l'Union Européenne. Pour éviter les doubles comptes, les prêts aux sociétés non financières ont été corrigés des prêts intra-secteur émanant d'autres sociétés non financières ».

BNPParibas publie sur le même thème un document daté du 26 mai :

Les investissements requis pour répondre aux enjeux de la compétitivité, de la transition énergétique et technologique dans l'Union européenne sont gigantesques et leur besoin, imminent (2025-2030). S'y ajoutent désormais les dépenses visant à renforcer les capacités militaires de l'Union européenne. Pour en assurer le financement, l'UE doit bien sûr accélérer sa feuille de route vers l'Union de l'épargne et des investissements. Mais face à l'urgence, elle doit aussi tenir compte de son écosystème financier et s'appuyer sur ses banques. Le report de la FRTB (*Fundamental Review of Trading Book*) en 2027 et la proposition législative de la Commission européenne relative à la titrisation, attendue en juin, vont dans ce sens.

DE QUELS MONTANTS PARLE-T-ON?

En s'appuyant sur les calculs de la Commission européenne, Mario Draghi estimait, dans son rapport remis à la Présidente de la Commission européenne en septembre 2024, les besoins de financement dans l'UE au titre de la compétitivité, la transition énergétique et technologique à une fourchette de EUR 750 à 800 mds par an. Le plan *ReArm/Readiness 2030*, approuvé par le Conseil européen le 6 mars dernier, y ajoutera, selon nos calculs, près de EUR 190 mds par an[1]. Cumulés aux besoins de financement de l'économie européenne qu'il faut continuer de couvrir (dont les flux de financements historiques fournissent un ordre de grandeur), ces besoins supplémentaires porteront le besoin global de financement annuel de l'économie de l'UE à plus de EUR 1500 mds jusqu'en 2028, puis à près de EUR 1400 mds jusqu'en 2030, soit plus du double des flux observés entre 2014 et 2024. Certes, une part de ces investissements se substituera à d'autres, préexistants, mais cette proportion, qui devrait être somme toute contenue, ne remet pas en cause le diagnostic global d'un besoin de financement colossal dans l'Union européenne.

LA PLUS FORTE INTÉGRATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX : UNE CONDITION NÉCESSAIRE MAIS NON SUFFISANTE

L' « Union de l'épargne et des investissements » concentre la plupart des espoirs. L'idée a été initialement lancée par la Commission européenne en 2014 sous la dénomination d' « Union des marchés de capitaux ». Depuis lors, plusieurs plans d'action et actes législatifs et non législatifs se sont succédé, mais sa concrétisation est encore lointaine. Parmi les principaux obstacles à une plus forte intégration des marchés de capitaux figurent notamment l'hétérogénéité des droits des entreprises en difficulté et des supervisions nationales des marchés financiers. Le 19 mars 2025, la Commission a publié une communication visant à relancer le projet, suivie, le 15 avril 2025, d'une consultation ciblée, ouverte jusqu'au 10 juin. Mario Draghi reconnaît lui-même sans ambages que, pour indispensable qu'elle soit, une plus forte intégration des marchés de capitaux ne permettra pas, à elle seule, de dégager les montants nécessaires.

Au demeurant, la route vers l'Union de l'épargne et de l'investissement est encore longue et, une fois son existence institutionnelle établie, son succès sera subordonné à l'appétit des investisseurs pour les actifs européens à long terme et risqués. Or l'économie européenne se caractérise par des flux d'épargne des ménages, certes abondants (environ EUR 1400 mds), mais aussi et surtout par une forte préférence des épargnants pour les actifs liquides et faiblement risqués.

Ces préférences, dictées par des facteurs historiques et culturels, sont profondément ancrées et ne sont malheureusement pas modifiables par enchantement. À moyen terme, elles font partie de l'énoncé, à l'instar de l'intermédiation bancaire prépondérante dans le financement de l'économie, qui leur fait écho.

L'IMPORTANCE DE L'INTERMÉDIATION BANCAIRE COMME SOLUTION MOBILISABLE À COURT TERME

L'intermédiation bancaire et les marchés de capitaux ne doivent pas être opposés, mais doivent se renforcer mutuellement. Ainsi, l'orientation prioritaire des flux d'épargne risquée vers les segments du *private equity* et du *venture capital* permettrait aux entreprises de mieux se doter en fonds propres et d'accroître leur capacité d'emprunt. De même, le développement des marchés de la dette et de la titrisation libèrerait des capacités de prêt bancaire qui, à leur tour, créeraient une nouvelle ressource monétaire (dépôt) susceptible de circuler et de s'investir sur les marchés. Face à l'urgence des besoins et compte tenu de l'écosystème européen, le renforcement significatif du rôle des banques apparaît finalement comme la solution la plus atteignable à court terme. Le rapport Draghi esquisse à cet égard trois pistes pour accroître la capacité du secteur bancaire à financer l'économie : relancer le marché de la titrisation, évaluer la compatibilité de la réglementation prudentielle bancaire (notamment la finalisation de Bâle III) avec la compétitivité du système bancaire à l'échelle internationale et finaliser l'Union bancaire. Revenons brièvement sur ces trois pistes.

La titrisation. La titrisation pourrait effectivement stimuler l'investissement en permettant aux banques de transférer les risques à des investisseurs et de libérer ainsi des fonds propres réglementaires pour accorder davantage de prêts aux ménages et aux entreprises, y compris aux PME. Le marché européen ne s'est malheureusement jamais véritablement relevé des conséquences de la crise financière de 2008. Avant cette dernière, il représentait (Royaume-Uni inclus) 75% de celui des États-Unis. En 2024, la proportion s'établissait à environ 15%. Le nouveau cadre de la titrisation introduit dans l'UE en 2019 (qui couvre à la fois les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS) et les titrisations non STS) a renforcé la transparence et la sécurité. Il n'a toutefois pas, selon les intervenants[2], autorisé la relance du marché, et la base d'investisseurs demeure étroite. Des mesures de simplification et d'ajustement des exigences, notamment prudentielles et opérationnelles, devraient faire l'objet d'une nouvelle proposition législative de la Commission, attendue en juin 2025.

Ces mesures permettraient aux banques européennes d'exploiter plus largement la titrisation en qualité d'outil de gestion des risques et d'instrument de financement.

La réglementation. Concernant la deuxième piste – des règles du jeu équitables entre banques de l'UE et leurs concurrentes non-UE –, la Commission européenne fait preuve d'un certain pragmatisme. Une illustration récente en est donnée par le report d'application de la revue fondamentale du portefeuille de négociation (FRTB). Il s'agit de la recommandation de Bâle III relative aux exigences en fonds propres au titre du risque de marché. Des marchés de capitaux efficaces et liquides requièrent des activités de tenue de marché qu'il convient de ne pas pénaliser en les soumettant à des exigences plus contraignantes qu'ailleurs. En juillet 2024, certaines juridictions importantes n'avaient pas encore finalisé leurs règles ou communiqué leur calendrier de mise en œuvre, ce qui avait déjà conduit la Commission à reporter l'application de la FRTB dans l'UE à janvier 2026. Alors que la proposition finale des États-Unis sur Bâle III est au point mort, et sa mise en œuvre peu probable avant 2027 ou 2028, et que le Royaume-Uni et le Canada ont également différé l'adoption de la version finale de Bâle III, la Commission vient de confirmer le report d'une année supplémentaire — au 1er janvier 2027 — de l'application de la FRTB dans l'UE.

L'Union bancaire. Enfin, s'agissant de la finalisation de l'Union bancaire, Mario Draghi recommande le décloisonnement de la circulation de la liquidité au sein des groupes bancaires paneuropéens (l'idée sous-jacente étant de la canaliser vers le pays où elle est nécessaire). Il défend également la création d'un dispositif de garantie des dépôts spécifique à ces groupes bancaires « *cross-border* », dont les cotisations alimenteraient exclusivement ce fonds. Les banques exerçant des activités purement nationales continueraient de relever des dispositifs de garantie nationaux. On pourrait imaginer que la dotation initiale de ce fonds soit partiellement « héritée » des fonds de garanties nationaux, auxquels les groupes bancaires avaient cotisé précédemment. L'idée est séduisante et permettrait peut-être de lever une partie des réticences de certains pays auxquelles se heurte immuablement la mutualisation des fonds de garantie nationaux au sein du système européen de garantie des dépôts (EDIS) qui, dès lors, peine à voir le jour.

Face à des besoins estimés vertigineux dans l'UE au regard des flux de financement historiques, aucune source de financement ne doit être négligée. Si l'objectif premier de l'Union de l'épargne et des investissements est bien de rendre l'allocation de l'épargne plus efficace au sein même de l'UE, les capitaux des non-résidents peuvent également jouer un rôle important pour amorcer la dynamique. Face à la nouvelle donne géopolitique, l'UE pourrait bénéficier de la volonté de certains investisseurs internationaux de diversifier leurs avoirs en dollar et vis-à-vis des États-Unis. Elle doit, pour cela, battre le fer tant qu'il est chaud pour renforcer en conséquence son attractivité et sa compétitivité.

Laurent Quignon
laurent.quignon@bnpparibas.com

Dans son **Flash Economie du 29 avril Patrick Artus** se pose précisément la question de savoir, puisqu'il y nécessité de faire en zone neuro, surtout que sa situation budgétaire est particulièrement périlleuse, comment procéder pour financer malgré tout des investissements particulièrement importants pour la transition énergétique, le numérique, les innovations de rupture et la défense, besoin de financement qu'il estime à 4 points de PIB ?
« Pour éviter que cette perspective de hausse du déficit public fasse considérablement monter le taux d'intérêt à long terme, il faudrait :
- que les résidents de la zone euro utilisent toute leur épargne à acheter des dettes publiques européennes, ou bien de la dette publique de l'Union européenne qui serait davantage demandée que la dette des pays européens ;
- que la BCE recommence à pratiquer le quantitative easing (alors qu'elle réduit la taille de son bilan aujourd'hui), en disant que les achats de titres publics qu'elle réalise sont irréversibles (dans ces conditions, les achats de titres publics par la BCE sont équivalents à l'annulation de ces titres) ».

• L'Europe est devenue « dysfonctionnelle » en 25 ans

Interview de **Jeffrey Sachs** du 19 mai (https://www.youtube.com/watch?v=WF0umxJBY5c)
Dans cette interview, l'économiste américain renommé Jeffrey Sachs se demande pourquoi, en 25 ans, l'Europe qui était le modèle économique aves ses succès dans les différents domaines qui faisaient d'elle

l'endroit du monde où la qualité de vie était la plus grande, est devenue « dysfonctionnelle », économiquement et politiquement. Son raisonnement peut même laisser penser à un suicide de l'économie européenne, en particulier à cause de coûts excessifs (coût de la guerre en Ukraine, coût des sanctions, …) et de la qualité « misérable » de ses dirigeants - comme le montrent d'ailleurs les différentes élections, avec un taux d'approbation d'environ 25% seulement et des taux de désapprobation supérieurs à 50 %. Il estime que, comme aux États-Unis pendant longtemps, la politique européenne est celle des agences de renseignement et de sécurité, et de « l'État profond ». Un autre facteur joue en défaveur de l'Europe : elle est paralysée. L'Union européenne est composée de 27 États souverains et donc cette union est difficilement représentative, ses institutions suscitent peu la confiance et, pour Jeffrey, ceux qui les dirigent ne méritent pas beaucoup de respect. Jeffrey semble dire que les dirigeants européens sont des va-t-en guerre sur la question ukrainienne et que la solution diplomatique aurait pu être adoptée il y a 3 ans, en avril 2022, avec le processus d'Istanbul. En faisant des États-Unis et de leurs alliés, donc de l'OTAN, les coupables de la situation ukrainienne actuelle, et donc de celle aussi de l'Europe, il partage le point de vue de son collègue John Mearsheimer, professeur à l'Université de Chicago et grand spécialiste des questions internationales [J. Mearsheimer a accordé récemment un entretien également intéressant à connaître : https://www.youtube.com/watch?v=I2vBStJB1I, dans lequel il critique l'absence des Américains et des Européens à la célébration de la victoire à la fin de la seconde guerre mondiale par les Russes, tellement la contribution de l'armée soviétique a été déterminante ; c'est un manque caractérisé de respect qui peut être contre-productif dans le traitement de la question ukrainienne. En tous les cas, il est infiniment moins optimiste que Jeffrey Sachs puisqu'il ne croit pas à un accord et, pour lui, c'est sur le champ de bataille que cela risque de finir]. Selon Jeffrey, ce qu'ont oublié l'État profond américain et l'États profond européen, c'est qu'il existe une alternative à la présence de l'OTAN en Ukraine ou à la domination de l'Ukraine par la Russie, c'est la neutralité, une zone tampon, solution adoptée dans l'histoire depuis longtemps ; et il cite le cas de la Finlande. Et, selon Jeffrey Sachs, D. Trump l'a compris. Mais il a contre lui l'État profond américain et les Européens espèrent qu'ils pourront continuer à recevoir des armes américaines. Il est difficile de défendre la voix (e) de la paix qui remet en cause 30 ans de défense de l'hégémonie occidentale en général et américaine en particulier. J. Sachs souhaite qu'une voix européenne dise aussi la vérité. En tous les cas, pour J. Sachs, la voie de la sortie est évidente : il faudrait de la rationalité, une pensée claire, que ceux qui sont favorables à la poursuite de la guerre se rendent compte que leurs idées sont autodestructrices et impopulaires et c'est une énigme de savoir pourquoi ils persistent. Il y a un déni de la réalité. Pour Sachs, cela se terminera soit à la table des négociations soit par la défaite de l'Ukraine, et non par celle de la Russie. Et l'Europe a-t-elle les moyens de se réarmer ? La voie diplomatique est beaucoup moins coûteuse, mais ce n'est pas celle que les pays européens et l'UE ont choisie pour l'instant ; ce qui ne les empêche pas d'exiger d'être autour de la table… L'Europe peut redevenir efficace si elle tient compte des véritables intérêts de sa population, mais ce n'est pas actuellement le cas de la Commission européenne.

VII- La situation de la France

Dans ce contexte de la guerre commerciale engagée par l'administration américaine, la France rencontre des difficultés du même ordre que celles de ses partenaires européens. Mais en intensité plus forte à cause de ses faiblesses spécifiques. D'ailleurs, le gouvernement abaisse sa prévision de croissance pour 2025 à 0,7% contre 0,9% ; et les défaillances d'entreprises sont toujours à un niveau élevé et la perspective d'un reflux des défaillances d'éloigne.

- Une réflexion de Dominique Reynié

« Ce moment protectionniste risque d'être, pour nous Français, le rendez-vous douloureux de nos faiblesses, de nos contradictions, de nos problèmes restés sans réponse depuis des années, des décennies même ».

- L'Index Economie Freddom

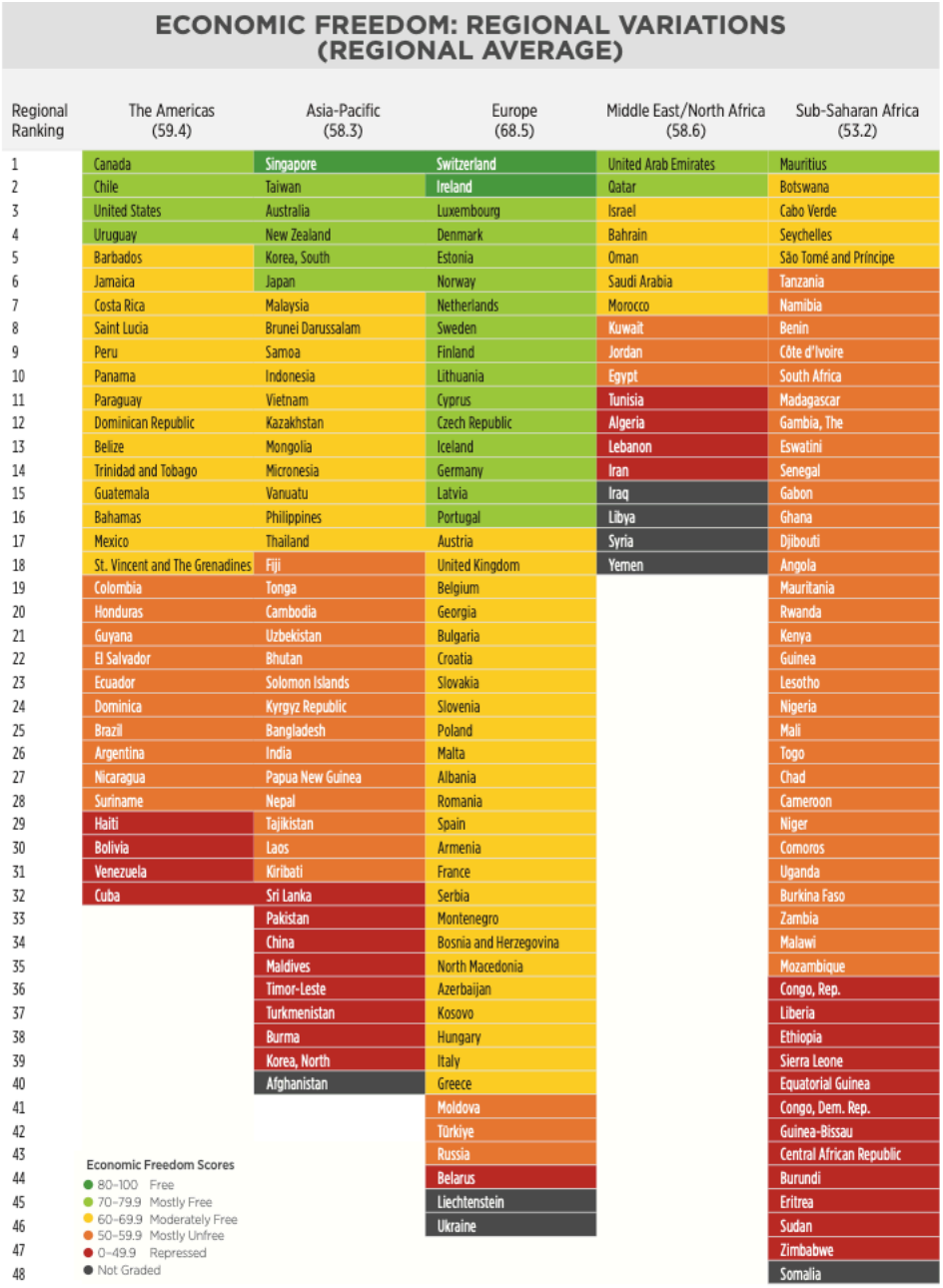
Index of Economic Freedom

2025 INDEX OF ECONOMIC FREEDOM WORLD RANKINGS

mary The 12 Economic Freedoms Economic Freedom

World Rank	Region Rank	Country Name	2025 Score	SCORE CHANGE	Property Rights	Judical Effectiveness	Govt Integrity	Tax Burden	Gov't Spending	Fiscal Health	Business Freedom	Labor Freedom	Monetary Freedom	Trade Freedom	Investment Freedom	Financial Freedom
1	1	Singapore	84.1	0.6	94.3	58.3	86.4	89.9	92.9	73.9	90.6	77.1	81.0	95.0	90	80
2	1	Switzerland	83.7	0.7	94.5	99.3	92.3	70.9	68.0	97.6	88.8	60.5	80.7	86.6	85	80
3	2	Ireland	83.1	0.5	94.1	95.5	84.0	77.6	85.1	95.8	88.1	62.4	75.0	79.6	90	70
4	2	Taiwan	79.7	−0.3	83.0	94.4	73.3	79.0	90.1	91.3	79.6	69.0	79.9	86.6	70	60
5	3	Luxembourg	79.5	0.3	97.8	97.2	85.7	62.7	39.4	98.5	89.2	57.5	71.9	79.6	95	80
6	3	Australia	79.3	3.1	90.4	95.3	86.2	62.1	54.8	79.5	92.5	65.3	75.0	90.0	80	80
7	4	Denmark	79.1	1.3	99.3	90.5	98.0	45.0	33.6	98.2	93.0	64.9	76.6	79.6	90	80
8	5	Estonia	78.9	1.1	93.7	93.9	84.5	80.8	48.8	90.9	83.3	62.2	68.8	79.6	90	70
9	6	Norway	78.3	0.8	97.7	98.5	94.8	62.4	44.0	96.1	86.7	69.3	70.3	85.0	75	60
10	7	Netherlands	78.2	0.9	95.9	95.7	86.8	54.0	41.6	94.7	84.8	60.1	74.7	79.6	90	80
11	4	New Zealand	78.1	0.3	87.5	93.9	91.3	65.4	47.8	77.7	88.7	69.7	74.6	90.4	70	80
12	8	Sweden	77.9	0.4	96.5	95.6	92.3	51.6	31.5	97.3	84.6	66.1	74.3	79.6	85	80
13	9	Finland	77.0	0.7	100.0	97.0	94.8	68.2	7.3	81.5	88.3	65.6	76.1	79.6	85	80
14	1	Canada	75.5	2.3	89.0	95.6	85.4	74.8	44.6	78.0	84.6	69.4	71.5	83.2	60	70
15	1	Mauritius	75.0	3.5	86.4	81.0	53.2	89.8	77.1	64.9	82.9	69.3	67.4	87.4	70	70
16	10	Lithuania	74.6	1.7	89.4	74.6	68.7	76.9	58.8	96.0	81.0	60.5	69.2	79.6	70	70
17	5	South Korea	74.0	0.9	89.4	77.3	68.8	59.6	81.8	93.8	90.0	56.4	77.6	73.2	60	60
18	2	Chile	73.2	1.8	71.3	87.8	67.9	72.5	74.4	84.2	79.5	61.3	71.8	78.0	60	70
19	11	Cyprus	73.2	1.0	83.7	89.2	57.3	79.9	51.2	85.2	78.9	61.9	76.1	79.6	75	60
20	12	Czech Republic	72.9	2.7	89.9	92.0	62.8	78.9	42.2	71.5	81.4	57.9	68.9	79.6	70	80
21	13	Iceland	72.8	2.3	97.0	95.6	81.5	72.6	33.2	55.2	86.3	60.1	71.8	80.4	70	70
22	14	Germany	71.6	−0.5	95.4	93.5	86.0	60.5	26.9	81.1	83.7	53.3	69.0	79.6	60	70
23	1	United Arab Emirates	71.6	0.5	65.4	35.2	65.9	96.9	82.3	97.9	84.2	62.1	80.5	78.4	50	60
24	15	Latvia	71.4	−0.1	87.8	72.3	66.7	76.2	46.9	67.2	81.8	64.0	69.5	79.6	85	60
25	16	Portugal	70.5	1.8	90.1	91.3	63.9	59.8	40.2	79.7	79.6	57.1	75.1	79.6	70	60
26	3	United States	70.2	0.1	95.4	76.6	77.3	75.6	55.8	0.0	88.5	77.0	70.7	75.6	70	80
27	2	Qatar	70.2	1.4	71.1	42.3	52.6	99.9	78.1	96.2	67.9	59.3	73.2	81.6	60	60
28	6	Japan	70.2	2.7	95.1	96.0	82.8	62.5	47.5	41.6	78.0	67.8	74.4	76.2	60	60
29	4	Uruguay	70.2	0.4	86.0	81.8	77.5	77.3	72.3	79.6	84.0	61.8	68.5	73.0	50	30
30	3	Israel	69.9	−0.2	77.2	68.1	63.9	60.8	55.6	81.7	73.4	58.3	77.3	82.8	70	70
31	2	Botswana	69.9	1.9	74.1	70.5	60.1	84.9	70.8	90.4	70.6	60.7	68.3	78.8	50	60
32	17	Austria	69.7	1.3	97.0	94.8	75.4	46.3	13.5	63.7	81.7	81.8	72.7	79.6	60	70
33	18	United Kingdom	69.3	0.7	95.2	84.8	83.4	61.0	40.1	19.0	83.4	63.2	67.9	83.4	70	80
34	19	Belgium	69.0	3.4	92.8	93.0	79.3	50.6	11.8	48.0	82.3	58.6	76.8	79.6	85	70
35	20	Georgia	69.0	0.6	62.3	55.3	58.9	89.1	72.9	75.9	78.1	63.5	65.3	86.2	60	60
36	5	Barbados	68.9	2.1	72.8	86.9	71.7	83.6	74.1	68.8	73.1	56.4	78.4	40.8	60	60
37	21	Bulgaria	68.8	0.3	75.7	56.6	48.5	94.2	56.7	91.1	74.9	68.0	70.8	79.6	60	50
38	6	Jamaica	68.7	0.6	67.8	79.9	49.5	76.5	72.8	89.0	70.1	64.4	72.8	71.8	60	50
39	22	Croatia	68.7	1.5	81.3	71.4	53.4	77.3	35.1	90.3	80.4	69.1	66.6	79.6	60	60
40	3	Cabo Verde	68.7	5.8	64.6	75.1	64.4	84.4	77.8	54.7	80.2	59.6	76.5	67.0	60	60
41	7	Costa Rica	68.6	0.9	65.9	75.7	60.4	78.5	88.6	70.8	80.3	62.1	74.9	75.4	50	40
42	23	Slovakia	68.4	0.3	84.3	69.9	57.2	76.7	38.7	69.8	77.0	58.0	64.5	79.6	75	70
43	24	Slovenia	68.3	2.4	88.4	91.8	64.4	56.6	30.9	72.2	78.5	64.5	72.9	79.6	70	50

World Rank	Region Rank	Country Name	2025 Score	SCORE CHANGE	Property Rights	Judical Effectiveness	Govt Integrity	Tax Burden	Gov't Spending	Fiscal Health	Business Freedom	Labor Freedom	Monetary Freedom	Trade Freedom	Investment Freedom	Financial Freedom
44	7	Malaysia	67.1	1.4	66.3	66.2	51.1	83.9	82.1	48.1	76.6	58.1	79.6	83.4	60	50
45	25	Poland	67.1	1.1	72.3	52.3	58.4	73.8	39.7	75.9	77.8	56.8	68.5	79.6	80	70
46	8	Brunei Darussalam	67.0	1.1	69.7	52.8	34.2	95.0	75.9	51.7	77.1	75.1	72.8	84.8	65	50
47	8	Saint Lucia	67.0	4.8	69.5	74.6	59.0	78.6	82.5	74.3	73.8	64.9	76.6	60.0	50	40
48	26	Malta	66.8	2.3	86.2	81.5	55.0	70.0	57.5	44.8	80.7	65.2	70.5	79.6	60	50
49	9	Samoa	66.6	−0.6	76.1	77.7	60.3	79.0	67.3	97.8	63.5	76.2	64.6	67.2	40	30
50	27	Albania	66.6	1.8	58.3	59.2	39.6	88.8	71.9	76.4	74.2	51.3	75.8	83.4	60	60
51	28	Romania	66.5	2.1	81.7	67.0	49.1	93.7	59.1	36.1	75.1	67.8	69.2	79.6	70	50
52	4	Seychelles	66.4	6.0	74.0	63.7	75.0	79.7	64.6	83.2	78.8	56.5	75.6	85.2	30	30
53	29	Spain	66.3	3.0	87.2	74.0	64.7	57.7	33.5	40.8	83.6	63.1	76.5	84.6	70	60
54	9	Peru	65.9	1.1	44.9	47.3	34.0	79.4	83.9	89.8	70.6	65.1	73.9	81.6	60	60
55	4	Bahrain	65.6	2.2	65.4	30.2	39.8	99.9	74.3	0.0	76.5	55.3	88.7	86.6	90	80
56	10	Panama	65.5	1.4	56.0	49.4	37.0	86.9	85.2	62.4	73.4	60.7	76.4	78.6	60	60
57	30	Armenia	65.4	0.5	49.9	31.3	50.4	88.1	77.6	81.3	73.0	59.2	72.2	72.0	70	60
58	5	Oman	65.4	2.5	74.5	25.5	42.3	97.6	70.8	63.2	68.1	52.2	82.5	78.2	70	60
59	11	Paraguay	65.2	5.1	45.0	37.3	27.7	97.0	87.1	79.3	73.2	48.2	74.6	78.2	75	60
60	10	Indonesia	65.2	1.7	39.8	45.3	40.1	81.8	90.9	84.9	73.0	59.3	78.0	79.4	50	60
61	11	Vietnam	65.2	2.4	49.9	35.0	39.1	81.8	88.8	95.8	73.9	54.5	73.9	79.8	60	50
62	6	Saudi Arabia	64.4	2.5	51.0	38.1	48.1	99.3	71.6	98.1	70.6	43.1	80.1	72.8	50	50
63	31	France	64.4	1.9	92.9	84.2	74.3	54.3	0.0	30.0	81.9	60.2	70.3	79.6	75	70
64	32	Serbia	64.4	1.7	58.9	50.8	37.2	87.3	40.2	91.2	74.7	66.6	68.5	77.2	70	50
65	12	Dominican Republic	64.3	1.4	56.3	58.2	38.5	84.6	89.5	77.0	75.6	53.1	69.4	68.8	60	40
66	13	Belize	64.2	3.0	35.1	72.6	44.4	83.2	82.2	86.5	68.3	65.1	71.2	56.6	55	50
67	33	Montenegro	63.8	4.1	58.8	50.1	48.9	88.7	45.2	87.9	70.9	64.4	70.9	79.6	50	50
68	12	Kazakhstan	63.8	1.8	54.7	34.8	39.9	91.7	85.1	91.8	69.3	63.2	61.3	73.2	50	50
69	14	Trinidad and Tobago	63.6	3.2	58.3	58.5	44.7	79.5	74.5	80.9	72.6	60.4	76.3	67.6	50	40
70	34	Bosnia and Herzegovina	63.5	1.5	48.3	33.9	36.2	93.6	51.2	97.9	67.1	66.2	72.5	70.0	65	60
71	15	Guatemala	63.4	1.0	38.7	26.8	22.6	92.0	94.3	95.5	67.1	57.9	74.2	72.2	70	50
72	16	Bahamas	63.2	0.7	61.8	78.6	66.2	97.2	77.2	6.7	70.0	68.8	72.9	49.0	50	60
73	35	North Macedonia	63.2	1.8	59.1	49.7	43.6	94.8	60.6	50.9	74.2	57.6	65.0	77.8	65	60
74	13	Mongolia	62.6	2.0	49.7	55.4	35.5	85.7	72.6	73.5	67.9	68.1	68.8	74.4	50	50
75	36	Azerbaijan	62.5	0.9	52.9	16.7	22.0	87.9	72.3	99.0	71.2	57.6	70.1	69.8	70	60
76	14	Micronesia	62.2	1.2	70.0	86.6	56.0	92.1	0.0	99.7	54.9	72.5	75.1	75.0	35	30
77	15	Vanuatu	61.8	−0.4	61.4	71.3	48.1	97.6	43.1	85.4	55.5	48.8	65.7	59.4	65	40
78	37	Kosovo	61.7	1.1	47.6	32.2	43.2	91.9	74.3	98.5	56.8	47.5	69.0	84.2	65	30
79	38	Hungary	61.4	0.2	69.2	62.7	42.2	85.3	28.5	17.6	76.1	60.3	65.1	79.6	80	70
80	17	Mexico	61.3	−0.7	41.1	39.9	29.5	75.6	76.5	67.3	71.9	57.6	69.3	72.2	75	60
81	39	Italy	60.9	0.8	82.2	78.8	60.6	57.4	9.5	0.0	77.6	70.7	74.2	79.6	80	60
82	16	Philippines	60.6	1.6	47.4	42.5	35.3	79.1	79.9	47.7	69.1	57.7	69.8	79.2	60	60
83	40	Greece	60.6	5.5	77.3	70.4	51.8	60.0	14.0	58.9	78.0	61.7	70.7	79.6	55	50
84	17	Thailand	60.6	1.6	45.1	34.6	38.4	81.3	81.7	61.3	70.9	56.4	70.2	72.4	55	60



ECONOMIC FREEDOM: REGIONAL VARIATIONS (REGIONAL AVERAGE)

Regional Ranking	The Americas (59.4)	Asia-Pacific (58.3)	Europe (68.5)	Middle East/North Africa (58.6)	Sub-Saharan Africa (53.2)
1	Canada	Singapore	Switzerland	United Arab Emirates	Mauritius
2	Chile	Taiwan	Ireland	Qatar	Botswana
3	United States	Australia	Luxembourg	Israel	Cabo Verde
4	Uruguay	New Zealand	Denmark	Bahrain	Seychelles
5	Barbados	Korea, South	Estonia	Oman	São Tomé and Príncipe
6	Jamaica	Japan	Norway	Saudi Arabia	Tanzania
7	Costa Rica	Malaysia	Netherlands	Morocco	Namibia
8	Saint Lucia	Brunei Darussalam	Sweden	Kuwait	Benin
9	Peru	Samoa	Finland	Jordan	Côte d'Ivoire
10	Panama	Indonesia	Lithuania	Egypt	South Africa
11	Paraguay	Vietnam	Cyprus	Tunisia	Madagascar
12	Dominican Republic	Kazakhstan	Czech Republic	Algeria	Gambia, The
13	Belize	Mongolia	Iceland	Lebanon	Eswatini
14	Trinidad and Tobago	Micronesia	Germany	Iran	Senegal
15	Guatemala	Vanuatu	Latvia	Iraq	Gabon
16	Bahamas	Philippines	Portugal	Libya	Ghana
17	Mexico	Thailand	Austria	Syria	Djibouti
18	St. Vincent and The Grenadines	Fiji	United Kingdom	Yemen	Angola
19	Colombia	Tonga	Belgium		Mauritania
20	Honduras	Cambodia	Georgia		Rwanda
21	Guyana	Uzbekistan	Bulgaria		Kenya
22	El Salvador	Bhutan	Croatia		Guinea
23	Ecuador	Solomon Islands	Slovakia		Lesotho
24	Dominica	Kyrgyz Republic	Slovenia		Nigeria
25	Brazil	Bangladesh	Poland		Mali
26	Argentina	India	Malta		Togo
27	Nicaragua	Papua New Guinea	Albania		Chad
28	Suriname	Nepal	Romania		Cameroon
29	Haiti	Tajikistan	Spain		Niger
30	Bolivia	Laos	Armenia		Comoros
31	Venezuela	Kiribati	France		Uganda
32	Cuba	Sri Lanka	Serbia		Burkina Faso
33		Pakistan	Montenegro		Zambia
34		China	Bosnia and Herzegovina		Malawi
35		Maldives	North Macedonia		Mozambique
36		Timor-Leste	Azerbaijan		Congo, Rep.
37		Turkmenistan	Kosovo		Liberia
38		Burma	Hungary		Ethiopia
39		Korea, North	Italy		Sierra Leone
40		Afghanistan	Greece		Equatorial Guinea
41			Moldova		Congo, Dem. Rep.
42			Türkiye		Guinea-Bissau
43			Russia		Central African Republic
44			Belarus		Burundi
45			Liechtenstein		Eritrea
46			Ukraine		Sudan
47					Zimbabwe
48					Somalia

Economic Freedom Scores
- 80–100 Free
- 70–79.9 Mostly Free
- 60–69.9 Moderately Free
- 50–59.9 Mostly Unfree
- 0–49.9 Repressed
- Not Graded

• L'analyse d'Olivier Lluansi

Les Echos du 10 avril

« L'enthousiasme partagé pour la réindustrialisation de notre pays ne doit jamais amener à sous-estimer la singularité de la position française en Europe. Grande dans l'imaginaire collectif français, avec les centrales nucléaires, le TGV, les Airbus et Ariane, etc., notre industrie manufacturière ne pèse que 9,5 % de notre création de richesse, très loin derrière la moyenne européenne de 15 %, sans mentionner les 12 % de la Belgique ou de l'Espagne, les 16 % de l'Italie, les 18 % de la Suisse et les 19 % de l'Allemagne.

C'est pourquoi l'Europe est restée exportatrice nette de biens manufacturés, tandis que la France souffre d'une balance commerciale abyssale. Aussi est-il inexact d'affirmer qu'il faut "réindustrialiser l'Europe". L'Europe est restée une puissance industrielle à laquelle il faut veiller, alors que la France, elle, s'est profondément désindustrialisée.

La France se situe ainsi toujours en queue du peloton au même niveau que la Grèce, et ne devançant en Europe que Malte, Chypre et le Luxembourg. Mais peut-on vraiment les comparer à la France ? Cette double singularité nous oblige, notamment face à cette question fondamentale : de la France ou de l'Europe, quelle est l'échelle pertinente en matière de politique industrielle ?

Par sa dimension, le marché européen (18 % du PIB mondial) constitue un véritable levier dans les négociations internationales avec lequel la France ne peut rivaliser en représentant seulement 3 % du PIB mondial. Technologiquement, le raisonnement est le même. Du fait de sa taille, la France sera en difficulté pour maîtriser l'ensemble des technologies clés. Dans un monde où les "économies-continents" se livrent des combats de titans, l'échelle pertinente est donc l'Europe. En partie seulement.
Car la singulière faiblesse de l'industrie en France a une autre conséquence : les enjeux de l'industrie européenne ne lui correspondent pas nécessairement. Certes, nous partageons ceux de la compétitivité, de l'autonomie, de la digitalisation ou encore de la décarbonation, mais non pas celui de la reconstitution d'une base productive.
Aussi cessons de nous retrancher derrière l'Europe. Si la France souhaite peser au sein du peloton industriel un jour prochain, elle doit assumer une ambition nationale rehaussée et des plans nationaux. Nous n'avons pas d'autre choix.
Pour réussir notre politique de réindustrialisation et faire écho au "désir d'industrie" des Français, nous devons accélérer la mise en œuvre d'initiatives nationales à court terme, indépendantes des politiques européennes : image de l'industrie, promotion du "made in France", ancrage territorial, formation, foncier, financement, compétitivité, dérogations administratives, auxquelles s'ajoute une liste des productions prioritaires car essentielles.
Les pays de l'Union européenne, grands ou moyens, et même certains "petits", disposent d'une industrie manufacturière à 12 % ou plus de leur création de richesse. Alors la France doit commencer par se positionner sur cette trajectoire, en "balayant devant sa porte", en s'appuyant sur une véritable politique industrielle franco-française, avant de promouvoir les plans européens ou, pire, de donner des leçons aux autres. (…) ».

• L'évaluation du Plan d'investissement dans les compétences (PIC)

- L'évaluation de la Cour des Comptes (janvier 2025)

« Synthèse :

(…)

Le PIC a-t-il transformé le système de formation ?

L'évaluation par les juridictions financières montre que l'ambition de transformation structurelle a fait l'objet d'un abandon immédiat.

Un plan d'investissement vite devenu un plan de financement

Faute d'un travail interministériel de cadrage budgétaire, de définition d'objectifs et de publics précis, faute aussi d'acteurs dont l'association ou le positionnement aurait pu garantir la préservation du caractère transformant, le PIC, doté de 14,6 Md€ (dont 800 M€ destinés aux ministères de l'éducation nationale et de l'enseignement supérieur et de la recherche ont été réalisés de manière séparée) est devenu un plan de financement de la formation professionnelle porté par le seul ministère du travail.

Son volet national a, pour la moitié des crédits, surtout servi à préserver d'une baisse éventuelle de moyens des dispositifs de droit commun et à financer quelques nouveaux dispositifs et appels à projets nationaux au profit d'un public élargi par rapport à celui initialement prévu. En effet, l'entrée centrée sur la formation et les compétences des publics peu ou pas diplômés a laissé place à une approche plus sociale et globalisante visant les publics éloignés de l'emploi. L'autre moitié des crédits a été utilisée pour mettre en œuvre un volet territorial (les pactes régionaux d'investissement dans les compétences) dont la caractéristique première est d'être une réédition du « Plan 500 000 », c'est-à-dire du plan de formation qui a précédé le PIC en 2016 et 2017. Certes, le PIC constitue une version plus aboutie de son prédécesseur en donnant davantage de visibilité aux acteurs grâce à un engagement budgétaire significatif et pluriannuel. Cependant, très régionalisé, le PIC reste surtout orienté vers le traitement des demandeurs d'emplois et des décrocheurs, soit un périmètre et un public bien plus restreints que ceux initialement visés par la "*société de compétences"*.

Le PIC n'a donc pu répondre à l'ambition du rapport Pisani-Ferry de transformer le système de formation. Il n'a pas constitué un investissement porteur de transformations, temporaire et aux effets structurels durables. Il a été détourné vers un schéma plus classique de financement du retour à l'emploi par la formation de publics éloignés du marché du travail.

Une absence d'effet sur les faiblesses structurelles à l'origine du plan

Les indicateurs économiques dégradés de l'économie française de 2017, qui avaient nourri la proposition d'édification d'une *« société de compétences* », se sont améliorés grâce à une conjoncture plus favorable mais demeurent en France, à l'issue du PIC, en décalage avec ceux des voisins comparables les plus performants (Allemagne, Royaume-Uni, Italie et Espagne). Le résultat du PIC est, du point de vue de l'objectif macroéconomique initial, sans appel : 13,8 Md€ de crédits nouveaux ont été mobilisés pour un projet qui n'a pas vu le jour. Un PIC 2 a été validé pour la période 2024-2027 : malgré une dénomination identique, il demeure construit sur le modèle du premier pour financer des dispositifs de formation pour la plupart déjà existants, actant ainsi que ces crédits s'inscrivent dans le droit commun et confirmant que le PIC 2018-2023 était d'abord un plan ordinaire de financement qui répondait à un besoin de moyens accrus en ce domaine.

Un plan de modernisation de l'accompagnement des publics éloignés

L'évaluation du PIC, tel qu'il a été déployé par le ministère du travail, montre que s'il n'a pas transformé le système selon l'objectif structurel initial, le volume inédit des crédits qu'il a mobilisés a en revanche permis de moderniser les modalités d'accompagnement des publics éloignés de l'emploi, notamment en rendant possible la mise en œuvre jusque-là difficilement envisageable de modalités de suivi très individualisées, relativement coûteuses en moyens de fonctionnement.

Trois champs de modernisation

Cette modernisation, plutôt réussie, notamment du fait d'un engagement résolu du haut-commissaire aux compétences (HCC) chargé de sa conception et de sa négociation avec les exécutifs régionaux, a pris trois dimensions complémentaires :

- l'individualisation accrue par la systématisation du diagnostic des compétences détenues et par la prise en compte de besoins d'acquisition de savoirs de base ou de remise à niveau grâce à une phase préparatoire à la formation ;
- l'évolution des pratiques professionnelles : faute de temps et de moyens, la formation était souvent devenue occupationnelle, en vue d'une remise à l'emploi rapide par des formations courtes sur des métiers peu qualifiés. Avec la baisse du chômage et l'augmentation des moyens, les professionnels recourent à la formation comme un outil pouvant structurer des parcours professionnels plus construits et déboucher sur des emplois plus durables. Ils peuvent davantage organiser l'« aller-vers », construire la relation de confiance grâce à un suivi plus intense, financer des formations plus adaptées donc « sur mesure » et éviter les discontinuités donc offrir des parcours « sans couture ». Les achats de formation des régions et de France Travail ont donc évolué pour s'adapter ;
- les organismes de formation qui ont été prestataires dans le cadre du PIC ont vu leur situation améliorée du point de vue de la profitabilité. Cela a permis, selon eux, de moderniser leur modèle par la prise en compte de besoins complémentaires d'accompagnement social, désormais considérés comme inséparables de leur rôle pédagogique.

L'investissement insuffisant de l'État pour le pilotage du PIC et des pactes régionaux d'investissement dans les compétences (Pric)

En conditionnant son financement, par un mécanisme d'additionnalité à celui des régions, l'État a évité le risque, réel en 2017, de voir baisser les crédits régionaux de formation professionnelle. Par ailleurs, même s'il a été inférieur à ce qui était annoncé, le volume sans précédent des financements des pactes régionaux a fait évoluer la compétence en matière de formation professionnelle, si ce n'est juridiquement du moins budgétairement : jusqu'ici régionale, elle est devenue partagée. Cela s'est traduit dans la conception des pactes par l'existence de trois axes, identiques à tous les pactes régionaux, censés garantir une bonne articulation entre la politique nationale de l'emploi et la politique régionale de formation professionnelle. Mais la réalité a, elle aussi, été en deçà de l'affichage. En effet, l'État ne s'est pas donné les moyens d'assurer un déploiement efficace du PIC. Il s'est essentiellement contenté d'une posture de financeur, se désintéressant assez largement du pilotage stratégique et de l'animation. Ainsi, pour ce qui est du volet national et une fois retirés les dispositifs de droit commun, la part restante et très minoritaire a été confiée à la Caisse des dépôts et consignations pour le financement d'appels à projets nationaux centrés sur les publics très éloignés ("*repérage*", "*100 % inclusion"*, "*maraude numérique"*). De même, exception faite du dispositif "*Prépa-compétences"* qui a été amélioré à partir d'une évaluation réalisée en 2021, aucun travail d'ajustement ou d'abandon au regard de l'efficacité des dispositifs n'a été conduit, alors qu'un arbitrage devait être effectué annuellement par le Premier ministre sur la base des remontées du comité de pilotage du PIC à partir d'évaluations précises.

Les moyens insuffisants de l'État déconcentré pour une animation efficace des pactes régionaux

Concernant l'animation des pactes régionaux, les services déconcentrés ont été associés à leur négociation sans être en première ligne, le haut-commissaire aux compétences ayant assuré le rôle de chef de projet et le contact direct avec les exécutifs régionaux. Dans la phase de déploiement, les préfets et les directeurs régionaux de l'économie, de l'emploi, du travail et des solidarités (Dreets) tout comme les directeurs départementaux de l'emploi, du travail et des solidarités (Ddets) ont joué un rôle de pilotage plus affirmé quant à l'atteinte des objectifs et des publics cibles les plus éloignés. Ils ont également assuré un rôle actif d'animation des acteurs et de création de synergies nouvelles. Les visites de terrain ont toutefois permis de constater que cela avait été fait au prix d'un surinvestissement personnel des agents des Dreets et Ddets dans la mesure où leurs effectifs ont été très fortement réduits au cours de cette période. Cette situation est non seulement insatisfaisante du point de vue du management mais occasionne aussi des disparités entre territoires. Pour être efficace, une politique publique doit impérativement intégrer ses propres coûts de déploiement. Ce fut le cas pour les administrations centrales, pour les opérateurs par l'attribution de frais de gestion, pour les organismes de formation par le mécanisme des marchés d'achat de formations, mais ce ne fut pas le cas, bien au contraire, pour les services déconcentrés de l'État.

Le principe prometteur d'une évaluation intégrée au plan

L'évaluation par le comité scinetifique *ad hoc* de la politique de formation professionnelle pendant la période de déploiement du PIC a donné lieu à des rapports annuels de qualité et d'une grande utilité. Des améliorations possibles pour l'avenir relèvent de deux registres différents : le premier concerne la composition du comité, qui aurait gagné à accueillir en son sein des praticiens de terrain ; le second porte sur les limites des bases de données disponibles. Des améliorations des systèmes d'information ont été enregistrées, notamment grâce à une plateforme de données de pilotage de la politique de formation professionnelle, Agora, et un outil (ForCE) créé à des fins d'évaluation des parcours des personnes suivies par le service public de l'emploi. Mais les retards de déploiement de la première, et les limites du second, ont obéré les capacités de pilotage du PIC et de son évaluation en tant que plan d'ensemble.

Une capitalisation des expériences sans diffusion des bonnes pratiques

Enfin, si la Délégation générale à l'emploi et à la formation professionnelle (DGEFP), le haut-commissaire aux compétences et le comité scientifique ont assuré un important travail de capitalisation via l'évaluation des Pric ou de certains dispositifs, aucune méthode d'essaimage n'a été élaborée pour pérenniser les acquis du PIC 2018-2023.

Les publics cibles du PIC ont-ils été atteints ?

Un effet volume

Durant la période de déploiement du PIC, l'augmentation des entrées en formation ne peut s'expliquer par son seul effet et résulte essentiellement de la mise en œuvre, hors champ du plan, du compte personnel de formation (CPF) autonome, mobilisable par les demandeurs d'emploi. Il existe même un effet de substitution entre le CPF et des formations jusque-là dispensées par France Travail. Les travaux du comité scientifique ne permettent pas d'identifier des entrées massives attribuables au PIC. Il pointe aussi des disparités régionales importantes et une forte hétérogénéité du nombre d'entrées en fonction des catégories de formation. En revanche, la mise en œuvre du PIC s'accompagne d'une forte progression des formations qualifiantes, sans qu'un effet causal ait pu être montré.

L'absence d'effets marquants sur les publics cibles

L'accès des moins diplômés à la formation ne s'est pas amélioré par rapport aux bacheliers et diplômés du supérieur, comme le montre la stabilité sur la période de la part des personnes sans emploi faiblement diplômées dans les entrées en formation. Par ailleurs, l'accès à la formation des demandeurs d'emploi de longue durée s'est certes amélioré depuis la mise en œuvre du PIC, mais on ne peut déceler d'effet visible du PIC sur les parcours de ces demandeurs d'emploi. En ce qui concerne les bénéficiaires du revenu de solidarité active (RSA), on peut observer là encore une forte amélioration de leur accès à la formation, y compris qualifiante, sans que le lien avec le PIC ne puisse être démontré.

Des objectifs imprécis, un suivi disparate

Plusieurs explications peuvent être avancées pour expliquer ce bilan mitigé. Les objectifs nationaux du PIC ont été définis de façon imprécise, alors même que les statistiques disponibles auprès de l'Insee ou de France Travail montrent qu'il était possible de définir des catégories de publics prioritaires du PIC de façon rigoureuse. Ils n'ont donc pas été déclinés au niveau régional et ont fait l'objet d'un suivi *a posteriori*. Ces imprécisions se sont traduites par une grande variété d'indicateurs de suivi régionaux, pas toujours cohérents, ni entre eux, ni avec les objectifs du PIC, alors que les marchés de formation publiés par les régions définissaient un public prioritaire très vaste et souvent différent d'une région à l'autre.

La formation toujours marquée par le court terme

Même s'il a conforté les possibilités d'accompagnement individualisé, le PIC n'a pas permis de lever l'ensemble des obstacles structurels à la construction de parcours et à l'orientation vers la formation. La multiplication des appels à projets et des dispositifs a induit une concurrence territoriale néfaste à la bonne mise en œuvre du PIC. L'amélioration de long terme de l'accès à la formation et la construction de parcours cohérents se heurtent toujours à la priorité donnée au retour rapide à l'emploi. Les données apportées par les juridictions financières montrent pourtant que l'efficacité de cette priorité à court terme reste faible en termes de réponse aux besoins des employeurs : les entrées en formation ne correspondent pas aux besoins de recrutement sur les métiers en tension.

Conformément à la méthode retenue pour les évaluations de politiques publiques, les juridictions financières répondent par la négative aux deux questions évaluatives.

Le PIC a-t-il transformé le système de formation ?

Non. Le PIC, très semblable au plan qui le précédait (« Plan 500 000 ») a, par sa pluriannualité et son volume budgétaire inédit, permis, principalement au niveau régional, par le biais de conventions avec les régions (Pric), d'engager une modernisation des méthodes d'accompagnement et de réaliser un certain nombre d'expérimentations. Mais il s'agit d'un plan de financement de la modernisation de l'accompagnement vers l'emploi des publics éloignés, déployé grâce à son enveloppe de 13,8 Md€. Le PIC n'a en revanche pas atteint son objectif premier de réforme structurelle d'envergure touchant à l'acquisition et à l'enrichissement des compétences tout au long de la vie : la « *société de compétences* » a été laissée de côté. La relégation du PIC dans le droit commun des politiques de formation des demandeurs d'emploi et publics éloignés est confirmée par le lancement d'une seconde édition du PIC pour la période 2024-2027 qui ne repose que sur des pactes régionaux semblables aux précédents et au « Plan 500 000 ».

Les publics cibles du PIC ont-ils été atteints ?

Non. Les volumes d'entrées en formation se sont accrus, mais l'accès des moins diplômés à la formation par rapport aux bacheliers et diplômés du supérieur ne s'est pas amélioré comme le montre la stabilité sur la période de la part des personnes sans emploi faiblement diplômées dans les entrées en formation. Par ailleurs, l'accès à la formation des demandeurs d'emploi de longue durée s'est améliorée depuis la mise en œuvre du PIC, mais on ne peut déceler d'effet visible du PIC sur les parcours de ces demandeurs d'emploi. En ce qui concerne les bénéficiaires du RSA une forte amélioration de leur accès à la formation est observéee, y compris qualifiante, mais aucun lien avec le PIC ne peut être démontré ».

Chiffres clés

« *Édifier une société de compétences* » :
une ambition sans lendemain

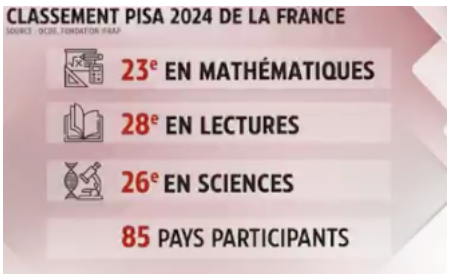
- Taux d'emploi des jeunes : 28,7 % en 2017 et 34,9 % en 2022
- Taux d'emploi des non-diplômés : 52,7 % en 2017 et 54,3 % en 2022
- Taux de non-diplômés de 18 à 24 ans ne suivant aucune formation en 2010 (11,3 %) et en 2022 (7,6 %)

À défaut de transformer, moderniser l'accompagnement par la formation des publics éloignés de l'emploi

- Publics prioritaires du PIC : 2 millions de demandeurs d'emploi, jeunes et de longue durée, peu ou pas qualifiés
- Les dépenses annuelles moyennes de formation professionnelle des régions entre 2013-2017 et 2019-2022 ont augmenté de 13,3 %

Atteindre les publics cibles : des résultats encore incertains et fragiles

- Augmentation de 6 % des entrées en formation de personnes en recherche d'emploi entre 2017 et 2022 (hors CPF autonome)
- Stabilité (52 %) de la part des chômeurs faiblement diplômés dans les entrées en formation (hors CPF autonome) entre 2018 et 2023,
- Le taux d'accès à la formation des jeunes les moins diplômés a augmenté de 2,7 % entre 2017 et 2022 (+1,8 % pour l'ensemble de la population de moins de 26 ans privée d'emploi)
- De 2018 à 2023, les entrées en formation de chômeurs bénéficiaires du RSA ont augmenté de 12,8 % (+1,3 % pour les non bénéficiaires)
- Entre 2019 et 2022, augmentation de 30 % des projets de recrutement dans les métiers en tension parallèlement à une baisse de 12 % des formations associées à ce type de projets de recrutement.



- L'évaluation de la DARES (avril 2025)

« Conclusion :

Entre 2018 et 2023, la proportion de formations menant à des métiers en tension a augmenté, avec une accélération notable entre 2022 et 2023, période marquée par une hausse générale des tensions. Toutefois, si l'on se concentre sur un périmètre de taille constante (les métiers les plus en tension représentant 20% de l'emploi) le ciblage n'a pas significativement progressé et a même reculé au cours de la dernière année, notamment pour les formations d'adaptation au poste. En résumé, il y a davantage de formations orientées vers des métiers en tension, mais cela tient sans doute à l'accroissement du nombre de métiers classés en tension. Il n'y a pas de concentration des formations vers ceux qui connaissent les tensions les plus fortes et cette situation ne s'est pas améliorée. Pourtant, la formation, lorsqu'elle est ciblée vers les

métiers les plus en tension, s'accompagne d'une insertion dans les métiers en tension et notamment les métiers les plus en tension.
Parmi ces métiers fortement en tension, on retrouve surtout des professions nécessitant un niveau de qualification élevé, mais sans problème majeur d'attractivité. Cela signifie que le *mismatch vertical* ne peut être résolu rapidement, car ces métiers demandent des formations longues. Il serait donc pertinent de s'interroger sur le rôle de la formation professionnelle et sur l'évolution nécessaire de la formation initiale pour mieux répondre à ces besoins. L'effort semble aujourd'hui largement insuffisant. De plus, la reconversion professionnelle pourrait être une piste à explorer pour répondre à ces tensions. À l'inverse, les métiers demandant un niveau de formation plus faible souffrent pour leur part davantage d'un déficit d'attractivité, et connaissent un turnover un peu plus élevé.
Résoudre les tensions sur le marché du travail ne peut donc pas se limiter à orienter les demandeurs d'emploi, souvent peu qualifiés, vers ces métiers en tension. Il est essentiel que les employeurs améliorent les conditions de travail et que la formation initiale évolue pour attirer davantage de jeunes vers certaines filières. Enfin, mieux comprendre les tensions de recrutement suppose d'analyser en profondeur les pratiques des entreprises. Les études suggèrent que, même dans les métiers en tension, les employeurs restent attachés aux diplômes liés à ce métier, privilégiant d'abord les candidats issus de la formation initiale avec expérience, puis ceux ayant obtenu une certification professionnelle. Cependant, cette tendance varie selon les métiers : certaines professions, comme celle de maçon ou d'employée de la restauration, valorisent davantage l'expérience que le diplôme, mais cela reste minoritaire. Ainsi, un levier important pour réduire les tensions repose sur un travail sur les pratiques de recrutement des employeurs ».

• Informations conjoncturelles et analyses complémentaires :

• Le mercredi 23 avril, publication du HCOB PMI Flash pour la France :

Points clés :
L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale en France s'est replié à 47,3 en avril (48,0 en mars), un plus bas de 2 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services en France s'est replié à 46,8 en avril (47,9 en mars), un plus bas de 2 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière en France s'est redressé à 50,3 en avril (48,6 en mars), un plus haut de 35 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière en France s'est replié à 48,2 en avril (48,5 en mars), un plus bas de 2 mois.
Données recueillies du 9 au 22 avril
Commentaire de Jonas Feldhusen, Junior Economist à la Hamburg Commercial Bank :
« Les dernières données PMI HCOB étaient attendues avec impatience depuis les bouleversements provoqués par le "jour de la libération". Malgré un léger recul de l'indice par rapport au mois précédent, les données ne sont pas aussi catastrophiques qu'anticipé compte tenu de l'incertitude et des frictions affectant le commerce mondial et liées à la question des droits de douanes. Il est toutefois de plus en plus évident que le secteur privé français sera soumis à des pressions considérables au cours des prochains mois : la demande s'est fortement affaiblie et l'indice des perspectives d'activité à douze mois s'est replié en dessous du seuil de croissance, tendance reflétant très clairement l'assombrissement des perspectives de commerce mondial.
La conjoncture du secteur manufacturier français reste morose en avril, comme l'indique le maintien de l'indice PMI en territoire négatif et le repli continu des nouvelles commandes. Les fabricants français continuent en outre, en avril, de réduire le volume de leurs achats et le niveau de leurs stocks. Sur une note plus positive, la production a connu une légère hausse ce mois-ci, celle-ci étant toutefois loin de présager un renversement de tendance pérenne. Les risques baissiers liés aux frictions commerciales pourraient être partiellement atténués par l'augmentation des dépenses européennes en matière de défense

et par la volonté du président Macron et du prochain chancelier allemand, selon toute vraisemblance M. Merz, de réduire les barrières réglementaires à l'échelon européen.
Le secteur des services reste quant à lui dans une situation précaire. L'activité a en effet reculé en avril et les nouvelles affaires ont diminué tant sur les marchés intérieurs qu'à l'étranger. Face à ces conditions défavorables, les prestataires de services français ont réduit leurs effectifs au cours du mois.
Les dernières données de l'enquête indiquent enfin une atténuation des tensions sur les prix. L'inflation des coûts, qui avait suscité de vives inquiétudes en raison de la hausse des salaires au cours des derniers mois, a ralenti pour la première fois depuis le début de l'année 2025, tandis que les prix facturés ont diminué en avril. Cette modération de l'inflation pourrait en outre se poursuivre dans l'ensemble de la zone euro au cours des prochains mois, du fait des frictions commerciales, qui pourraient conduire à un excédent de biens qui ne pourront pas être vendus aux États-Unis, et ainsi se répercuter sur les prix intérieurs. Dans ce contexte, HCOB Economics estime que la probabilité de réductions des taux d'intérêt dans la zone euro s'accroît : compte tenu du contexte de baisse des prix et de croissance modérée, nous prévoyons que la BCE procédera à trois nouvelles baisses de taux en 2025. »

• Publication en avril-mai par l'OFCE de sa revue (n° 189)
Ce numéro comporte essentiellement deux parties. Nous proposons ci-après les synthèses qui ouvrent les deux parties :

I- Perspectives 20258-2026 pour l'économie française

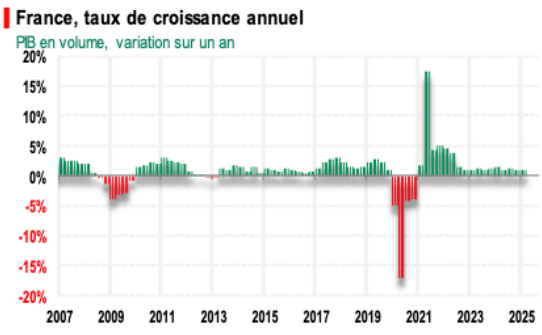
Synthèse : l'incertaine croissance -> https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-189OFCE.pdf

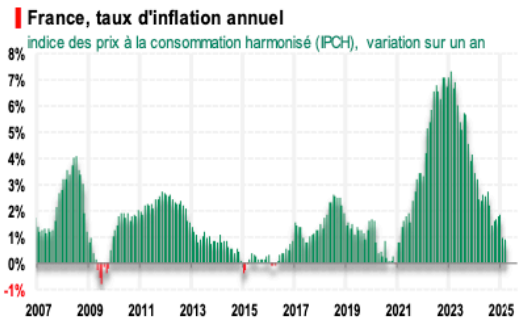
II- Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale et européenne

Synthèse : climats hostiles -> https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/9-189OFCE.pdf

• Extrait du « Petit atlas de l'économie française » (BNPParibas, 14 mai 2025)

Chiffres clés		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
PIB annuel en valeur [EUR milliards]	2024	**2.918**	4.304	2.177	1.590	1.131	619	**15.044**
Croissance du PIB [volume, sur un an, %]	mars-25	**+0.8**	-0.2	+0.6	+2.8	+2.2	+1.1	**+1.2**
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [sur un an, %]	avr.-25	**+0.8**	+2.2	+2.1	+2.2	+4.1	+3.1	+2.2
Taux de chômage [harmonisé, %]	mars-25	**7.3**	3.5	6.0	10.9	3.9	5.9	**6.2**
Balance courante [12m, % PIB]	déc.-24	**0.4**	5.7	1.1	3.0	-	-	**2.8**
Parts de marché à l'exportation [est. %]	2024	**2.5**	6.6	2.6	1.7	3.6	2.2	**22.8**
Excédent ou déficit [-] **public** [est. % PIB]	2024	-5.8	-2.2	-3.8	-3.0	-0.2	-4.6	**-3.0**
Dette publique [est. % PIB]	2024	113	63.0	136.6	102.3	43.3	103.4	**89.3**
Taux d'intérêt à 10a [Emprunts d'Etats, %]	09/05/25	**3.26**	2.55	3.63	3.21	2.80	3.05	-





Sources : Insee , Eurostat, Commission européenne [AMECO], BNP Paribas

Activité, secteurs

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
PIB par tête [EUR , est.]	2024	**42.585**	50.764	36.893	32.483	62.887	52.391	**43.196**
PIB annuel [EUR milliards]	2024	**2.918**	4.304	2.177	1.590	1.131	619	**15.044**
Variation en volume sur un an, %	mars-25	**+0.8**	-0.2	+0.6	+2.8	+2.2	+1.1	**+1.2**
Variation cumulée en volume sur dix ans, %	mars-25	**+11.4**	+8.7	+10.8	+21.9	+21.3	+16.9	**+14.8**
Valeur ajoutée des branches [EUR milliards]	2024	2.611.4	3.900.1	1.954.9	1.447.7	1.020.6	560.4	13.567.6
Services [EUR milliards]	2024	1.839.1	2.493.1	1.284.4	1.000.0	735.3	394.4	9.066.6
Services [% valeur ajoutée]	2024	**70.4**	63.9	65.7	69.1	72.1	70.4	**66.8**
Industrie hors contruction [EUR milliards]	2024	**378.2**	918.5	377.9	220.6	151.6	81.5	**2.573.2**
Industrie hors contruction [% val. ajoutée]	2024	**14.5**	23.6	19.3	15.2	14.9	14.5	**19.0**
Production industrielle, variation en volume sur un an, %	mars-25	**+0.2**	+0.1	-1.9	+1.0	+2.6	-2.3	+0.8
Production industrielle, variation en volume sur dix ans, %	mars-25	**-1.4**	-8.4	-1.6	+5.2	+3.0	+23.2	+2.3
Consommation privée [%PIB]	2024	**54.8**	52.9	57.4	55.1	43.2	51.2	**52.8**
Variation en volume sur un an, %	mars-25	**+0.9**	+0.4	+1.6	+3.5	+1.0	+3.1	**+1.5**
FBCF Privée [EUR milliards]	2024	521.1	769.8	410.8	262.7	186.9	130.4	2.663.4
FBCF logement [EUR milliards]	2024	171.0	282.0	145.5	94.2	58.2	31.7	874.8
Investissement des entreprises [%PIB]	2024	**12.0**	11.3	12.2	10.6	11.4	16.0	**-**
Variation en volume sur un an, %	mars-25	**-6.0**	-5.4	-2.0	+8.0	-2.4	-	**-1.3**
Exportations de biens & sevices [%PIB]	2024	**33.4**	42.6	33.1	37.7	84.5	80.4	**49.9**
Variation en volume sur un an, %	mars-25	**+0.4**	-2.4	-2.4	+2.1	+1.5	-2.6	**+1.3**

Notes

Les services *recouvrent les services marchands (commerce, transports, immobilier, finance, services aux entreprises et aux particuliers...) et non marchands (éducation, santé, administration...).*

L'industrie *recouvre les secteurs de l'énergie et manufacturier.*

La consommation privée *désigne celle des ménages et des institutions privées à but non lucratif.*

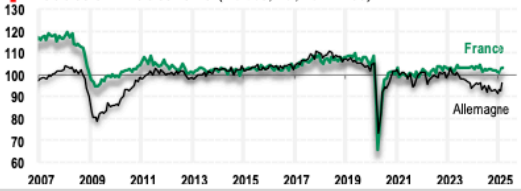
L'investissement des entreprises *correspond ici à la formation brute de capital fixe (FBCF) du secteur privé hors logements. Les variations expriment celles de la FBCF en machines et équipements, y compris le matériel militaire.*

Les données sont celles de la comptabilité nationale en base 2010.

Sources : Insee , Eurostat, OCDE, Commission européenne [AMECO], BNP Paribas

Fév. 2025
Déc. 2024

Production industrielle (Indices, vol, 2021=100)



Population, marché du travail

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
Population [Millions, est.]	déc.-24	**68.5**	84.8	59.0	48.9	18.0	11.8	**348.3**
Taux de chômage harmonisé [%]	mars-25	**7.3**	3.5	6.0	10.9	3.9	5.9	**6.2**
Jeunes [15 - 24 ans]	mars-25	17.6	6.5	19.0	26.6	8.9	17.0	15.5
Longue durée [12 mois et plus]	déc.-24	1.8	1.0	2.9	3.6	0.5	2.1	2.5
Taux d'activité [15 - 64 ans, %]	déc.-24	**74.3**	80.5	66.4	74.3	85.3	71.5	**73.5**
Femmes [15 - 64 ans]	déc.-24	71.5	76.8	57.2	70.3	81.9	67.6	67.9
Hommes [15 - 64 ans]	déc.-24	77.3	84.2	75.5	78.3	88.7	75.4	74.9
Jeunes [15 - 24 ans]	déc.-24	40.8	55.5	24.1	32.7	82.8	34.0	42.1
Séniors [55 - 64 ans]	déc.-24	64.3	77.2	61.8	68.3	76.7	61.8	65.7
Durée annuelle effective du travail en heure [est.]	2024	**1499**	1338	1704	1624	1446	1445	-
Ratio de dépendance, %	2024	**34.8**	35.2	38.4	30.8	31.8	31.3	34.3
Salaire mensuel minimum [€]	févr.-25	**1802**	2161	-	1381	2193	2070	-

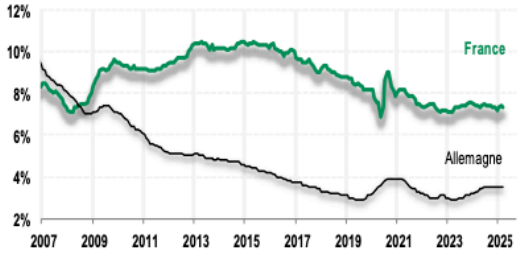
Notes

Taux d'activité *= Population participant au marché du travail (occupant ou cherchant un emploi) rapportée au total de la population dans la classe d'âge indiquée.*

Ratio de dépendance *= population agée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15 - 64 ans.*

La durée annuelle effective du travail *est le temps de travail réellement effectué par les salariés. Elle tient compte des corrections suivantes : travail à temps partiel, congés, chômage partiel, arrêts maladie, maternité et accidents du travail, grèves et heures supplémentaires dès lors que celles-ci sont déclarées et payées par l'employeur. L'hétérogénéité des sources rend, ici, la comparaison internationale difficile.*

Taux de chômage (harmonisé Eurostat)



Sources : Insee , Eurostat, OCDE, Commission européenne (AMECO), BNP Paribas

Administrations publiques

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
Solde financier [EUR milliards, est.]	2024	**-182**	-93	-82	-47	-2	-28	**-453**
Total, % PIB	2024	-6.2	-2.2	-3.8	-3.0	-0.2	-4.6	**-3.0**
Primaire, % PIB	2024	-4.1	-1.1	0.1	-0.5	0.6	-2.4	**-1.1**
Structurel, % PIB	2024	-6.1	-1.4	-4.3	-3.6	0.2	-4.2	**-2.8**
Dépenses totales [EUR milliards, est.]	2024	**1.678.6**	2.105.8	1.104.1	722.0	490.5	333.4	**7.444.6**
% PIB	2024	57.5	48.9	50.7	45.4	43.4	53.8	**49.5**
Transfert sociaux	2024	562.3	694.9	447.6	269.1	119.8	108.7	**2.542.1**
Charge d'intérêts [EUR milliards, est.]	2024	**63.4**	44.7	85.0	39.8	8.6	13.5	**288.4**
% PIB	2024	2.2	1.0	3.9	2.5	0.8	2.2	**1.9**
% Dette [Taux d'intérêt apparent]	2024	2.0	1.7	3.0	2.5	1.8	2.2	**2.2**
Dette [EUR milliards, est.]	2024	**3.289**	2.710	2.972	1.626	490	640	**13.435**
% PIB	2024	113	63.0	136.6	102.3	43.3	103.4	**89.3**

Notes

Administrations publiques *: État, organismes divers d'administration centrale (ODAC), administrations publiques locales, administrations de sécurité sociale.*

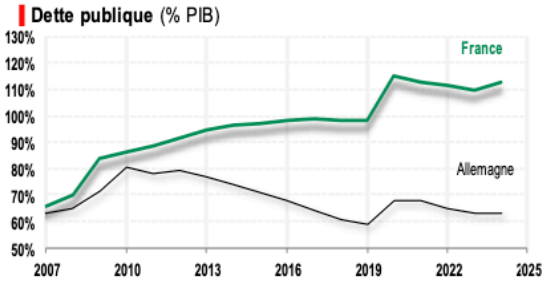
Le solde primaire *exprime le solde financier des administrations publiques avant paiement des intérêts sur la dette.*

Le solde structurel *exprime le solde financier des administrations publiques corrigé du cycle conjoncturel.*

La dette publique *est définie au sens de Maastricht et recouvre la dette consolidée de l'ensemble des administrations publiques.*

Les transferts sociaux *sont des transferts versés (en espèces ou en nature) pour réduire la charge financière associée à six grandes catégories de risques : la vieillesse et la survie, la santé, la maternité-famille, la perte d'emploi, le logement et la pauvreté et l'exclusion.*

Dette publique (% PIB)



Sources : Commission européenne [AMECO], Insee, BNP Paribas

Comptes extérieurs

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
Balance courante [12m, EUR milliards]	déc.-24	11.6	246.7	24.8	48.1	-	-	425.9
% PIB	déc.-24	0.4	5.7	1.1	3.0	-	-	2.8
Dont : échanges de biens [12m, EUR mds]	déc.-24	-79.3	242.5	54.8	-40.3	136.3	-	169.4
% PIB	déc.-24	-2.7	5.6	2.5	-2.5	11.9	-	1.1
Investissements directs [12m, EUR mds]	déc.-24	8.1	-30.3	-11.4	-18.5	-	-	-245.6
% PIB	déc.-24	0.3	-0.7	-0.5	-1.1	-	-	-1.6
Invest. de portefeuille [12m, EUR mds]	déc.-24	19.0	-31.4	64.8	-2.9	-	-	110.7
% PIB	déc.-24	0.6	-0.7	3.0	-0.2	-	-	0.7
Parts de marché à l'exportation [%, est.]	2024	2.5	6.6	2.6	1.7	3.6	2.2	22.8
Variation depuis 1999 (UEM) [point de %]	2024	-3.5	-3.5	-1.9	-0.4	-0.4	-1.3	-11.7
Position extérieure nette [% PIB]	déc.-24	-20.3	81.3	15.3	-44.0	59.6	60.1	13.7

Notes

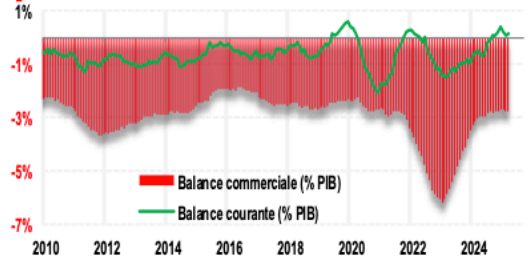
Les parts de marchés à l'exportation *expriment le poids des exportations de marchandises du pays ou de la zone dans le total des exportations mondiales.*

Les investissements directs *expriment le solde net vis-à-vis du reste du monde des acquisitions ou cessions de capital social, prises de participations majoritaires, prêts intragroupes. Un signe négatif correspond à une sortie nette, une signe positif à une entrée nette.*

Les investissements de portefeuille *expriment le solde net vis-à-vis du reste du monde des acquisitions d'actions (hors investissements directs) et de titres de dette. Un signe négatif correspond à une sortie nette, une signe positif à une entrée nette.*

Sources : Eurostat, BNP Paribas

France



Comptes des entreprises

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
Valeur ajoutée brute [12m, EUR milliards]	déc.-24	1.507	2.484	1.051	825	642	338	8.133
Rémunération des salariés [12m, EUR mds]	déc.-24	990	1.610	584	515	368	206	4.954
% Valeur ajoutée		65.7	64.8	55.6	62.5	57.4	60.8	60.9
Salaires et traitements [12m, EUR mds, est.]	déc.-24	755	-	431	397	-	-	-
% Valeur ajoutée		50.1	-	41.0	48.1	-	-	-
Cotisations employeurs [12m EUR mds, est.]	déc.-24	235	-	153	118	-	-	-
% Valeur ajoutée		15.6	-	14.6	14.3	-	-	-
Excédent brut d'exploitation [12m, EUR mds]	déc.-24	485	903	455	305	278	145	3.160
% Valeur ajoutée (taux de marge brute)		32.2	36.4	43.3	37.0	43.4	42.9	38.9
Revenu disponible brut [12m, EUR mds]	déc.-24	294	507	255	205	165	97	1.804
% Valeur ajoutée (taux d'épargne)		19.5	20.4	24.3	24.8	25.7	28.8	22.2
Formation brute de cap. fixe [12m, EUR mds]	déc.-24	338	488	231	191	104	93	1.761
Taux d'autofinancement [%]	déc.-24	87.0	104.0	110.6	107.2	158.3	104.4	102.4

Notes : Juin 2024

Les entreprises *désignent les sociétés non financières.*

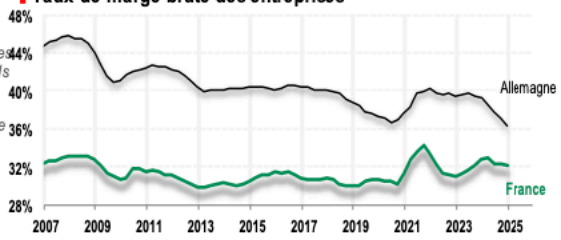
La rémunération des salariés *comprend les salaires et traitements bruts ainsi que les cotisations sociales à la charge des employeurs. Ces deux dernières sous-composantes font l'objet d'une estimation sur la base des derniers comptes annuels disponibles.*

Revenu disponible brut *≈Excédent brut d'exploitation - charges financières (intérêts, loyers, dividendes) - impôts sur le revenu et le patrimoine - transferts courants et sociaux.*

Taux d'autofinancement *≈revenu disponible brut / formation brute de capital fixe.*

Sources : Eurostat, BNP Paribas

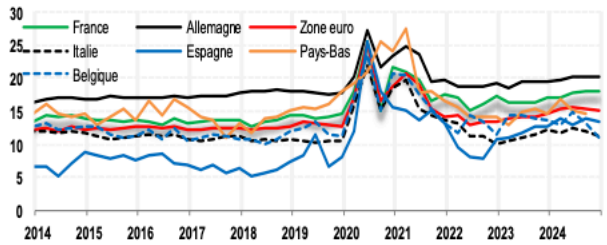
Taux de marge brute des entreprises



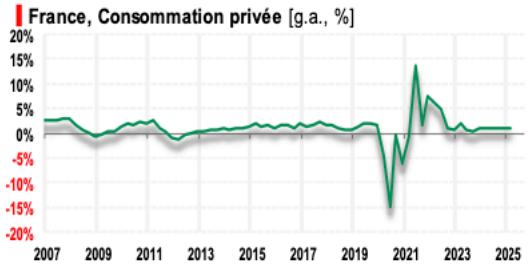
Comptes des ménages

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Zone euro
PIB par tête [EUR, est.]	2024	42.585	50.764	36.893	32.483	62.887	52.391	43.196
Taux de chômage harmonisé [%]	mars-25	7.3	3.5	6.0	10.9	3.9	5.9	6.2
Consommation privée [%PIB]	2024	54.8	52.9	57.4	55.1	43.2	51.2	52.8
Variation en volume sur un an, %	mars-25	+0.9	+0.4	+1.6	+3.5	+1.0	+3.1	+1.5
Crédit aux ménages [var. sur un an, %]	mars-25	0.7	1.2	-	2.6	4.1	3.0	1.7
Dette des ménages [% PIB]	juin-24	60.6	50.1	36.6	45.4	42.8	52.3	53.6
Taux d'épargne brute [% du RDB]	déc.-24	18.0	20.2	11.2	13.4	14.7	11.0	15.2
Revenue Disponible Brut en niveau [EUR mds]	déc.-24	467	645	353	329	292	-	2373
Variation sur un an, %	déc.-24	+2.9	+3.6	+1.8	+6.8	+6.2	-	+9.2
Déflateur de la conso. privée [var. sur un an, %]	déc.-24	0.7	2.4	1.3	-1.0	2.2	1.4	1.9

Taux d'épargne brute [% du RDB] Déc. 2024



France, Consommation privée [g.a., %]



Sources : Eurostat, BNP Paribas

• **« Budget français : le plus dur est devant nous » (EcoWeek du 19 mai, BNPParibas)**

BUDGET FRANÇAIS: LE PLUS DUR EST DEVANT NOUS

Le déficit public de la France s'est dégradé en 2023 comme en 2024. La dynamique des dépenses a été maintenue, alors même que les recettes publiques avaient perdu la leur. Le budget 2025 devrait permettre un début de consolidation grâce à un rebond des recettes. Toutefois, le poids des dépenses dans le PIB devrait se révéler relativement stable. L'enjeu de la poursuite de la consolidation budgétaire en 2026 reste donc entier. Cet exercice sera contraint par la hausse attendue de la charge d'intérêt et des dépenses militaires.

Le prochain budget s'est d'ores et déjà invité dans le débat public français. L'adoption tardive du budget 2025 et le contexte politique difficile justifient le fait que ce sujet émerge tôt. D'autant plus que le gouvernement projette de nouveau de réduire le déficit public en 2026, alors que la baisse de la croissance en 2025 fragilise déjà la cible de déficit (5,4% du PIB) cette année.

UN COUP D'ŒIL DANS LE RÉTROVISEUR

Il est important que cibles budgétaires initiales et exécution finale coïncident en 2025, après deux années de net décalage (surcroît de déficit public de 0,4 point de PIB en 2023 et de 1,4 point en 2024 par rapport aux cibles initiales). L'augmentation du déficit en pourcentage du PIB a donc été constante entre 2022 (-4,7%, puis -5,4% en 2023) et 2024 (-5,8%). Les autres pays de la zone euro ont pourtant, pour l'essentiel, continué de consolider leurs finances publiques. La charge d'intérêt ne s'est que modérément accrue sur la période (2,1% du PIB en 2024, contre 2% en 2022) et n'est donc pas en cause. L'explication réside dans un décalage important entre recettes et dépenses publiques.

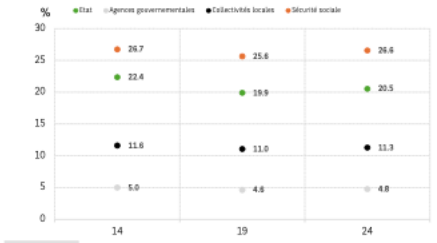
Les dépenses publiques ont globalement suivi la croissance nominale du PIB sur la période d'inflation. Le niveau de leur poids dans le PIB est demeuré élevé au-delà du niveau pré-Covid. Ainsi, le budget a totalement compensé l'inflation, là où une compensation partielle aurait permis de revenir au poids des dépenses publiques observé avant la pandémie. Les prestations sociales ont notamment fortement augmenté, plus vite que l'inflation contemporaine en 2024, tandis que les retraites ont compensé l'inflation observée (plus élevée) de 2023[1].

Ce faisant, la France a aussi maintenu son surcroît de dépenses publiques par rapport aux autres pays européens. Il procède principalement du poids de son système de sécurité sociale qui dépasse celui des autres pays européens. De plus, le poids des dépenses sociales dans le PIB s'est renforcé en 2024.

Il a ainsi retrouvé le plus haut (hors période de Covid) atteint en 2014, avant qu'une consolidation budgétaire, entre 2014 et 2019, permette de réduire un peu leur poids (*graphique 1*)[2].

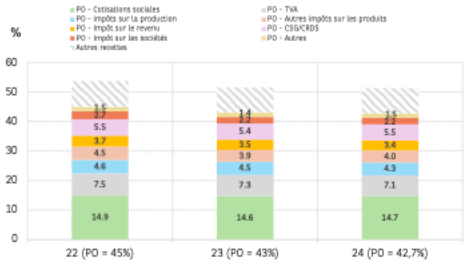
Or, la base taxable à même de financer ces dépenses n'a pas connu la même dynamique. Les salaires ont progressé moins rapidement que l'inflation tout comme les cotisations sociales assises sur ces derniers. Le recul des prélèvements obligatoires (PO) en pourcentage du PIB concerne également d'autres postes mais pour des raisons différentes (*graphiques 2*). Les recettes de la TVA ont pâti de l'atonie de la consommation et les droits de mutation du repli des transactions immobilières. Les recettes au titre de l'impôt sur le revenu ont été pénalisées par l'indexation du barème des tranches d'imposition sur l'inflation. L'une des seules bonnes nouvelles a été la solidité des marges des entreprises en 2023-24. Les impôts payés par les entreprises se sont donc stabilisés

DÉPENSES PUBLIQUES PAR ADMINISTRATION EN % DU PIB EN 2014, 2019 ET 2024 (DONNÉES NON CONSOLIDÉES)



GRAPHIQUE 1 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

PART DES PRÉLÈVEMENTS OBLIGATOIRES ET AUTRES RECETTES DANS LE PIB (PRÉLÈVEMENTS OBLIGATOIRES NON RETRAITÉS DES CRÉDITS D'IMPÔTS)



GRAPHIQUE 2 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

en 2024, qu'il s'agisse de l'impôt sur les sociétés (IS) ou des impôts de production (après un retour à la normale des recettes au titre de l'IS en 2023, qui avaient été exceptionnellement élevées en 2022 en raison de l'effet des aides Covid sur le bénéfice imposable).

2025 : LA CONSOLIDATION DÉBUTE

2025 devrait marquer un premier tournant. Évacuons tout d'abord le seul train qui devrait continuer de ne pas arriver à l'heure du côté des recettes : la TVA. En effet, les hypothèses du gouvernement concernant la hausse de la consommation des ménages restent supérieures aux

1. Les prestations ont augmenté de 5,5% contre une croissance nominale du PIB de 3,5%, 2% d'inflation en 2024 après 4,9% en 2023 en moyenne annuelle
2. Sur le graphique, les dépenses publiques par administration sont non consolidées. Elles incorporent donc les transferts entre administrations, dont les principaux concernent ceux de l'État vers la sécurité sociale et les collectivités locales. L'écart entre dépenses publiques consolidées et non consolidées est stable entre 2019 et 2024, de l'ordre de 6 points de PIB (7 points de PIB en 2014).

nôtres (1,2% contre 0,7%). Elles seront d'autant plus difficiles à atteindre compte tenu de la stagnation de la consommation observée au 1er trimestre. Pour le reste, la dynamique des recettes devrait engendrer un léger rebond du poids des PO dans le PIB :

- Les salaires progressent désormais plus rapidement que l'inflation : les cotisations sociales, la CSG et le CRDS devraient donc suivre.
- La résilience de la situation des entreprises en 2024 devrait permettre de soutenir les rentrées fiscales au titre de l'impôt sur les sociétés.
- En l'absence de nouveau geste en faveur des ménages (tel que l'indexation sur l'inflation des tranches d'imposition de l'impôt sur le revenu en 2023-24), le produit de l'impôt sur le revenu devrait croître à un rythme plus proche de la croissance du PIB.
- Les deux mesures annoncées comme exceptionnelles, la surtaxe d'impôt sur les sociétés et la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, devraient assurer un rebond du poids des recettes publiques dans le PIB.

À moyen terme, une consolidation budgétaire réussie — *i.e.* qui permette à terme de stabiliser la dette publique et ne pénalise pas trop la croissance — ne saurait trop reposer sur les recettes. Les prélèvements obligatoires sont en effet supérieurs à la moyenne européenne. C'est le cas pour les entreprises, principalement au travers des impôts de production. Malgré une baisse, leur niveau reste supérieur à ce qui est observé dans la plupart des autres pays européens (en dehors de la Suède). Une hausse des prélèvements augmenterait le décalage entre la fiscalité française et celle de ses principaux voisins, et dégraderait la compétitivité de la France.

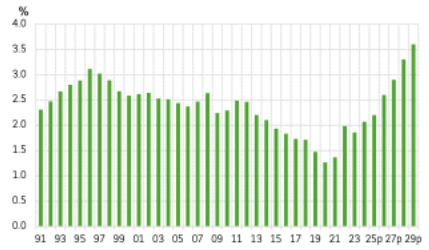
Davantage de marges de manœuvre apparaissent du côté des dépenses publiques, tout d'abord parce que leur poids dans le PIB est supérieur à celui d'avant Covid-19. Avec l'indexation intégrale des prestations sociales sur l'inflation en 2023-24, ces dernières ont pris un poids majeur dans la dynamique du revenu disponible des ménages. Ce poids pourrait diminuer désormais plus facilement puisque les salaires progressent depuis près d'un an plus vite que l'inflation, et qu'ils devraient continuer à le faire. Or, nos anticipations soulignent une relative stabilité du ratio de dépenses publiques sur PIB en 2025. C'est bien principalement le rebond des recettes qui permettrait un repli du déficit.

2026 : LE TRIANGLE D'INCOMPATIBILITÉ D'UNE CONSOLIDATION… QU'IL FAUDRA POURSUIVRE

En 2026, les marges de manœuvre budgétaires seront (encore plus) limitées en raison de l'augmentation de la charge d'intérêt et des dépenses militaires.

En 2026, la donne devrait changer plus sensiblement concernant la charge d'intérêt. En 2025, elle devrait encore rester contenue. En effet, l'impact du reflux de l'inflation sur les obligations indexées devrait compenser celui de la hausse des taux. Toutefois, le plein effet de cette dernière sur la charge d'intérêt se fera de plus en plus ressentir, en raison de la maturité moyenne de la dette publique (8 ans et demi). La situation devrait se détériorer à partir de 2026. Selon nos estimations, la charge de la dette devrait croître de près de 0,4 point de PIB en 2026, et de plus de 0,3 point de PIB par an en moyenne entre 2025 et 2029. Elle pèserait d'autant sur le déficit public. Sa contribution au déficit public passerait ainsi de 2,2 points de PIB en 2025 à 3,6 points en 2029 (*graphique 3*), dépassant alors son précédent record (3,1% du PIB en 1996). De plus, une hausse additionnelle de 50 pb des taux d'intérêt accroîtrait encore la charge d'intérêt, avec un effet cumulatif (0,1 point de PIB de plus au bout de 2 ans, 0,3 point au bout de 5 ans).

CHARGE D'INTÉRÊT EN % DU PIB



GRAPHIQUE 3 SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

S'agissant des dépenses militaires, le budget 2025 prévoit une hausse de près de EUR 4 mds par rapport à 2024 (un peu plus de 0,1 point de PIB). À partir de 2026, cet effort devrait encore s'accélérer et le budget augmenter de près de 0,2 point de PIB par an. Cela permettrait aux dépenses militaires d'atteindre 3% du PIB en 2030 (soit 0,5 point de PIB de plus que ce que prévoit la loi de programmation militaire), hypothèse que nous retenons, étant donné la volonté d'accélérer l'effort de réarmement. Néanmoins cet effort devrait être lissé dans le temps, compte tenu du niveau élevé du déficit public. En 2026, ce sera donc 0,6 point de PIB de dépenses supplémentaires avec ces deux coûts additionnels (le service de la dette et l'effort de réarmement).

Dans ce contexte, ramener le déficit public à 5% (notre hypothèse pour 2026), c'est-à-dire le réduire de 0,4 point de PIB par rapport à 2025, nécessiterait un effort de 1 point de PIB sur le déficit primaire (1,4 point pour le ramener à 4,6% du PIB, comme le projette pour le moment le gouvernement). Considérant une croissance du PIB affaiblie en 2025 (0,6%) et le retour à son rythme de 2023-24 en 2026 (1,1%), les marges de manœuvre devraient rester réduites côté augmentation des recettes. Ce sera donc vers une réduction du poids des dépenses dans le PIB (en dehors des deux postes décrits plus haut) qu'il faudra probablement s'orienter. En d'autres termes, une hausse des dépenses publiques certes, mais moins rapide que celle du PIB. En effet, les salaires progressent depuis 2024 plus vite que l'inflation. Le soutien des dépenses publiques est donc moins indispensable à la protection du pouvoir d'achat des ménages qu'en 2022-23.

Les choix budgétaires seront certainement difficiles à faire accepter, mais leur report ne ferait que compliquer davantage l'équation. En effet, même avec un scénario de consolidation budgétaire d'ici à 2029 (ce qui ramène, dans nos prévisions, le déficit public à 3,5% du PIB à cet horizon), la dette publique augmenterait de nouveau pour atteindre près de 120% du PIB (soit 7 points au-dessus du niveau de 2024). La consolidation budgétaire sera, alors, plus difficile : à la fin de la décennie, la France devra *a minima* parvenir à équilibrer son budget primaire (c'est-à-dire hors charge d'intérêt), compte tenu de la dynamique des taux d'intérêt et de la croissance nominale moyenne attendue dans les prochaines années (2,5%), si elle veut stabiliser sa dette[3].

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com

3 Cf. notre analyse dans Graphique de la semaine. Stabilisation des dettes publiques : des surplus budgétaires primaires seront nécessaires dans de nombreux pays, 24 avril 2025

• Le probabilité que la France réussisse à stabiliser son taux d'endettement public est faible : Flash Economie de Patrick Artus du 23 mai

« La France est caractérisée :

- par un système éducatif de mauvaise qualité, et par des compétences faibles de la population active ;
- par le rejet du report de l'âge de la retraite ;
- par le sous-investissement en nouvelles technologies et par la faiblesse des dépenses de recherche-développement des entreprises ;
- par un faible goût collectif pour le travail ;
- par un rejet croissant de l'immigration.

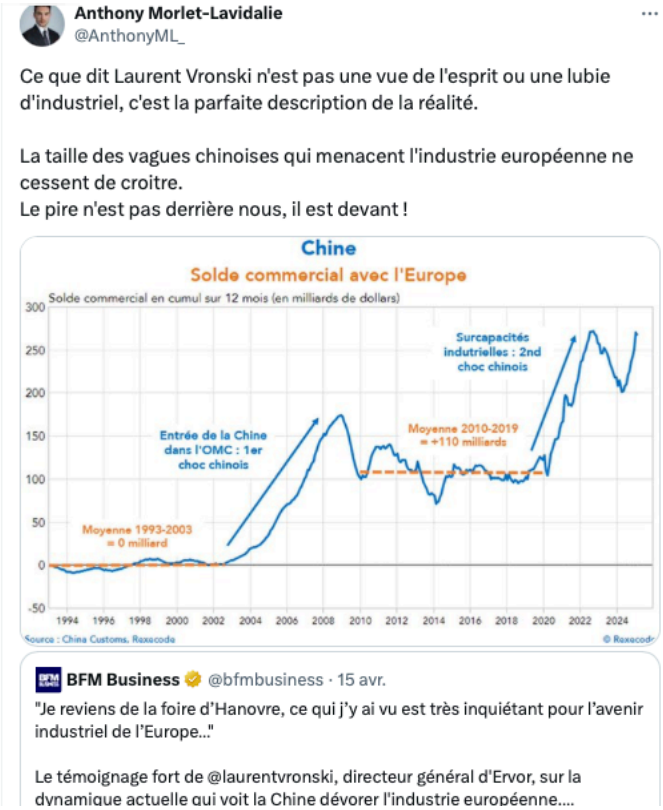
En conséquence, il est peu probable que, dans le futur, le taux d'emploi progresse ou que la productivité du travail se redresse ; donc la croissance de long terme restera faible.

Il est aussi très improbable que le niveau des dépenses publiques puisse être réduit, avec l'absence de réforme de l'État et les besoins du système de santé et du système éducatif. Par ailleurs, la pression fiscale est déjà très élevée.

La conséquence de cet état de fait est la grande difficulté qu'il y aura à réduire le déficit public et à stabiliser le taux d'endettement public.

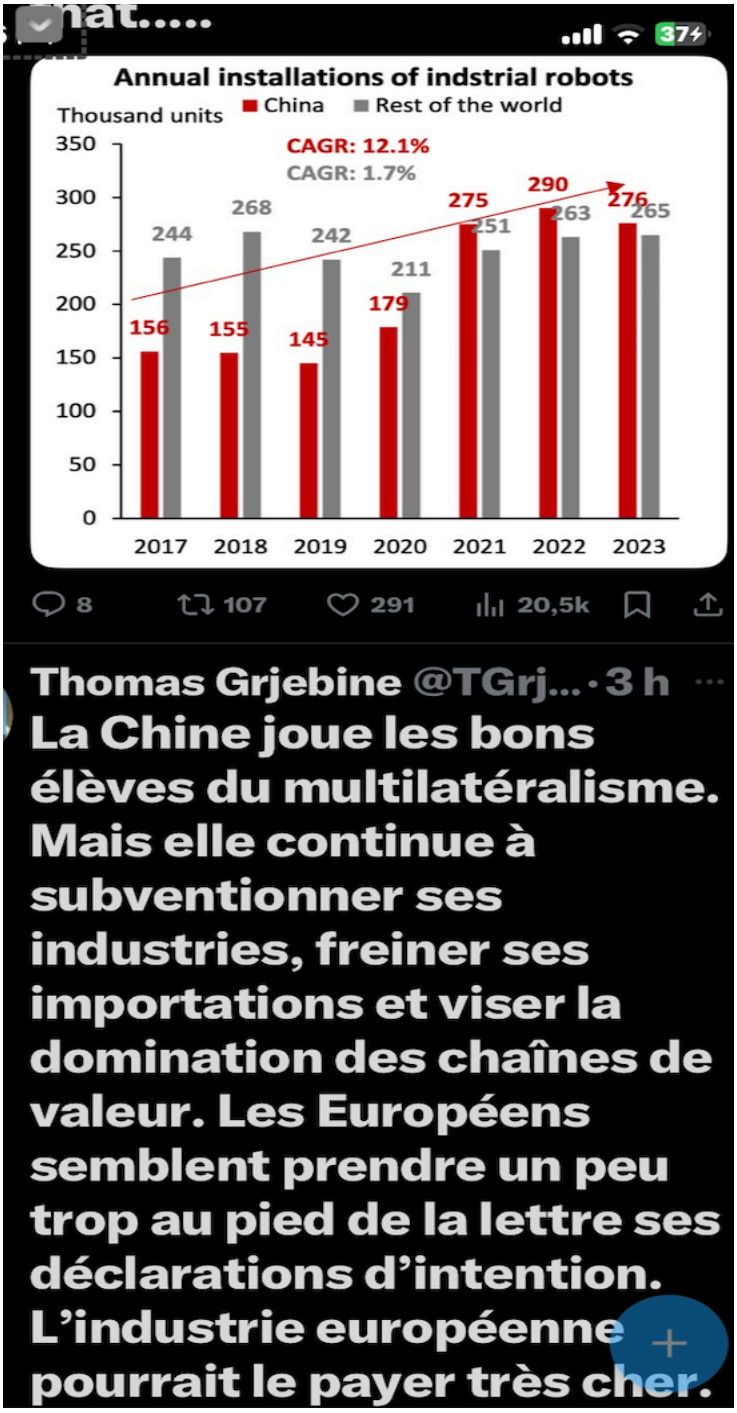
Il faudra sans doute attendre qu'une forte tension sur le marché de la dette publique de la France apparaisse pour que la situation des finances publiques soit rétablie par un effort collectif.

VIII- Et la Chine, un bouc-émissaire ?



Dans Les Echos du 16 avril, on a un article qui a pour titre : « Selon France Chimie, 15 à 30 milliards d'euros de produits chimiques américains et chinois pourraient inonder l'Europe, suite à la mise en place des barrières douanières entre Washington et Pékin. Un coup qui serait fatal pour un secteur déjà fragilisé ».





Entretien dans Atlantico.fr dans lequel Don Diego De La Vega et Pierre Bentata (tous deux Maîtres de conférences à la Faculté de droit et de science politique d'Aix-Marseille)ont des réponses bien différentes ; le 14 avril 2025.

Atlantico : La Chine est souvent critiquée aux Etats-Unis concernant les bienfaits liés à la mondialisation ou sur le respect des règles du commerce international. La Chine est-elle une tricheuse en matière de mondialisation ?

Don Diego De La Vega : Il faut d'abord s'entendre sur ce qu'on entend par « tricherie » dans le commerce international. Ce serait, par exemple, un pays qui ne ferait pas partie de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), qui aurait refusé d'y adhérer et n'en appliquerait donc pas les règles. Cela pourrait aussi concerner un pays qui serait régulièrement condamné par l'OMC ou même davantage que ses partenaires.

Le premier critère ne s'applique pas à la Chine. Elle est membre de l'OMC et a respecté les règles de cette institution et fait même figure de bon élève. La Chine obtient plus souvent gain de cause devant

l'OMC qu'elle n'est condamnée. Cela lui coûte cher, car elle a dû lutter activement contre tous ceux qui enfreignaient les règles : les copieurs, ceux qui ne respectaient pas les licences, les marques, les franchises. La Chine a dû mener un combat contre la contrefaçon, contre la fabrication de faux sacs Hermès, de faux Vuitton. Cela lui a coûté énormément et la Chine paie des sommes considérables en licences. Les produits Disney, Apple, entre autres, ne sont pas contrefaits. La Chine paie chaque année d'importants droits de propriété intellectuelle. C'est d'ailleurs pour cela que sa balance des services est très déficitaire.

Le deuxième critère invoqué pourrait être la manipulation du taux de change. Cela consisterait à maintenir artificiellement un taux de change sous-évalué pour soutenir un excédent commercial, faute de compétitivité. Ce n'est pas forcément une bonne stratégie, car cela peut coûter cher au pays. Mais dans le cas de la Chine, il n'y a même pas de débat. L'idée qu'elle ne serait pas compétitive ne tient pas. Le yuan n'est pas sous-évalué. Il y a bien sûr différentes raisons à cela. Depuis quinze ou vingt ans, la seule monnaie qui s'apprécie durablement face au dollar, c'est le yuan chinois. Seul le franc suisse peut en dire autant, peut-être aussi le dollar de Singapour ou le ringgit malaisien. Cela reste toutefois extrêmement rare. Il n'est donc pas possible d'accuser la Chine de manipulation monétaire. Une procédure avait été lancée il y a quelques années par le Trésor américain. Il s'agissait de tenter d'instruire un dossier contre les autorités monétaires chinoises. Ce dossier était vide. L'administration Trump avait forcé le Trésor à engager cette procédure.

Les accusations de tricherie contre la Chine sont à chaque fois infondées. Les Chinois ne sont pas seulement innocents. Ce sont eux qui sont exploités de manière éhontée dans le cadre du commerce international. Les pays européens et les Etats-Unis bénéficient, depuis plusieurs décennies, du travail de centaines de millions de personnes en Chine. Et, malgré cela, les Occidentaux sont toujours critiques et insatisfaits. Cela restera comme un exemple manifeste d'avarice et d'injustice.

L'Occident supporte-t-il mal de perdre à son propre jeu face à la Chine ? Les critiques envers Pékin traduisent-elles une forme de jalousie face aux performances économiques et industrielles de la Chine ?

Don Diego De La Vega : Cela est tout à fait vrai. La preuve qu'il n'y a pas tricherie tient au fait que la Chine a développé des forces productives très solides. Cela commence dès l'école. L'investissement dans le capital humain a été considérable, à la fois de la part de l'État et des familles. Cela a permis de passer d'un système éducatif très rudimentaire à un système bien plus avancé. Des classes d'école en terre battue avec 150 élèves par enseignant, les Chinois sont passés à un système où ils nous surpassent dans presque toutes les matières évaluées par PISA. Aujourd'hui, les évaluations standardisées de l'OCDE, menées à l'âge de quinze ans, montrent que les élèves chinois nous devancent systématiquement, parfois avec huit à dix points d'écart, tout en dépensant trois fois moins que nous en matière d'éducation. Les Chinois nous écrasent alors même qu'ils doivent composer avec une langue bien plus complexe que la nôtre et qu'ils partaient d'un niveau initial très faible, il y a quarante ou cinquante ans. Les évaluations PISA, à ce jour, ne sont réalisées que dans les provinces côtières, donc elles ne représentent pas toute la Chine. Mais ces provinces, peuplées chacune de 50 à 80 millions d'habitants, ne sont pas non plus des microcosmes. La Chine est sur une trajectoire similaire à celle de la Corée du Sud ou du Japon : elle a massivement investi dans le capital humain.

Cela se voit aujourd'hui, dans la qualité de ses écoles d'ingénieurs. La Chine forme désormais environ 70 fois plus d'ingénieurs que les pays occidentaux, et ce sont des ingénieurs de qualité. Cela se confirme dans l'efficacité des processus productifs dans le nucléaire, les véhicules autonomes, et bientôt les semi-conducteurs et l'aéronautique. Ils excellent dans de nombreux domaines. Et cela ne relève pas de la triche.

Il n'est pas possible de développer une telle base industrielle à la manière de l'URSS, en volant des secrets industriels par le biais des ambassades ou d'agents secrets. La triche permet éventuellement de réaliser des "coups", comme le Tupolev censé imiter le Concorde. Par l'espionnage, il est possible de copier certaines choses mais il n'est pas possible de développer une base productive vaste, efficace et compétente dans des domaines variés comme le textile, l'agriculture, les semi-conducteurs, uniquement avec cette méthode. Pour cela, il faut des centaines d'usines, des ingénieurs, une logistique adéquate, des infrastructures fiables. Bref, un ensemble complexe qu'il n'est pas possible d'acquérir par simple espionnage. Les Soviétiques savaient faire des coups ponctuels, mais les Chinois ne procèdent pas ainsi : ils bâtissent. La production manufacturière annuelle de la Chine équivaut aujourd'hui à celle des huit pays

suivants combinés. Cela ne s'obtient qu'à travers un investissement massif. Cela implique une épargne nationale considérable et une mobilisation exceptionnelle du capital humain.
Mais la situation a évolué. Ce sont désormais les Occidentaux qui copient les Chinois, notamment dans le domaine des batteries électriques. À Dunkerque et ailleurs, tout le monde essaye de copier les Chinois mais personne n'y arrive. Cette situation est désastreuse et lamentable. Dans moins de dix ans, au cœur de presque tous les domaines, ce seront les Occidentaux qui tenteront de copier les Chinois, sans succès.
La Chine ne trichant pas, n'étant pas cette "grande tricheuse" au cœur de la mondialisation et comme le procès qui lui est fait est infondé, est-ce que ce discours ne sert pas à justifier des mesures protectionnistes contre la Chine, comme les droits de douane actuellement en place ? Cela constitue-t-il une mauvaise réponse, même en partant de l'hypothèse que la Chine tricherait ? Cela n'est pas contre-productif, en encourageant la Chine à devenir plus autonome ?
Don Diego De La Vega : Je partage ce point de vue et ces réflexions. Les débats télévisés sur ces thématiques sont structurés de manière assez prévisible : pendant dix minutes, des intervenants expliquent que Trump est en train de se tirer une balle dans le pied et que les États-Unis commettent un suicide industriel et commercial avec ces tarifs douaniers.
Mais ensuite, après une pause publicitaire, le même plateau, avec les mêmes intervenants, passe à la partie "solutions". Et là, qu'est-ce qui est proposé ? Des tarifs douaniers européens. Ce qui est amusant, c'est que personne ne fait le lien. Les mêmes personnes qui affirmaient que le protectionnisme revenait à se tirer une balle dans le pied, proposent ensuite... de se tirer une balle dans le pied.
Deux options s'offrent à nous.
Soit on considère que le protectionnisme est condamnable, sur la base de références historiques, de théories économiques (Ricardo, par exemple), et d'expériences réelles (comme l'Argentine ou certains pays africains). Dans ce cas, on prône un désarmement douanier unilatéral, universel et inconditionnel.
Soit on adopte une autre posture, mais alors il faut sortir du cadre de l'analyse économique. Il ne faut pas s'appuyer sur les données, ni sur la théorie, ni sur l'expérience empirique. Il ne reste plus qu'une posture : agir afin de nuire aux Chinois. Cette attitude à l'égard de la Chine traduit aussi le fait que la France a très peu investi en Chine, que ce soit en capital ou en épargne. Mis à part LVMH et quelques autres grands groupes, cela ne nous coûtera pas grand-chose à la France car notre pays est largement absent du marché chinois.
En revanche, s'il fallait affronter des acteurs qui, eux, ont massivement triché et nous ont profondément désindustrialisés, comme l'Allemagne, il ne serait pas possible de tenir le même raisonnement. L'Allemagne est un partenaire majeur, à la fois en importations et en exportations. Il n'est pas possible de se permettre le quart du tiers de ce que l'on se permet avec la Chine. Et pourtant, ce sont bien les Allemands qui ont contribué à notre désindustrialisation. Ce sont eux qui ont pratiqué la dévaluation compétitive, qui ont joué sur leur monnaie, qui ont empêché de mener une politique de quantitative easing. Ils ont participé à notre dénucléarisation, ils ont contribué au démantèlement d'entreprises comme Peugeot, Nexter, ou demain peut-être Airbus. Ce sont eux les véritables responsables. Mais les Allemands sont intouchables.
Il y aurait beaucoup de choses à dire sur les tricheries internationales. Mais s'il y a aujourd'hui un pays multilatéraliste qui contribue à l'UNESCO, à l'ONU, aux différentes institutions internationales, qui joue le jeu de la coopération internationale, il s'agit bien de la Chine. Ce sont surtout notre ignorance des réalités chinoises et nos projections qui s'expriment à travers notre crainte et notre défiance vis-à-vis de la Chine. Pourtant, il faut des entrepreneurs de haut niveau pour construire les entreprises qu'ils sont en train de faire émerger. Il faut faire preuve d'innovation pour réussir ce qu'ils font actuellement, notamment en matière de transition environnementale. Beaucoup en débattent mais ce sont les Chinois qui la mettent réellement en œuvre.
Aujourd'hui, ce sont les Chinois qui donnent le tempo, car ils ont travaillé dur, ils ont épargné massivement et ils ont investi lourdement. Cela peut agacer et irriter les pays occidentaux. Mais dans le domaine du nucléaire, tous les vétérans du secteur en Chine parlent un peu français. Les Chinois se sont inspirés de la France. Ils ont eu des partenariats avec EDF. Pour eux, la France était la Mecque du nucléaire, la référence absolue. Ils ont donc développé leurs compétences puis ils les ont appliquées à grande échelle. Aujourd'hui, la Chine dispose d'un parc nucléaire important. Quand on parle du nucléaire

français avec eux, on sent chez eux une forme de nostalgie. Ils ont un regard désabusé vis-à-vis de la France qui représentait quelque chose d'unique.
Ils ne nous ont pas copiés dans un sens frauduleux. Ils se sont inspirés de nous, dans le cadre de véritables partenariats. Ils ont gardé l'esprit de Marcel Boiteux. Et nous, aujourd'hui, nous en sommes à Sandrine Rousseau. Ce n'est pas la même chose.
Ils aimeraient que la France redevienne la France, celle de Pierre Messmer. Mais ils voient bien que ce n'est plus possible. Ce n'est pas de la méchanceté à notre égard. C'est un sentiment de déclassement, une forme de tristesse.

Atlantico : La Chine est souvent pointée du doigt pour sa tendance supposée à tricher dans le cadre du commerce international. Pourquoi peut-on dire, selon vous, que la Chine triche ?
Pierre Bentata : Il est possible de dire que la Chine triche parce que, normalement, dans un système de libre-échange avec des taux de change flottants, un pays compétitif devrait voir sa monnaie s'apprécier. Par définition, il faut payer dans la monnaie locale pour acheter les biens. Cela implique que de nombreuses personnes vont demander des yuans, ce qui devrait mécaniquement faire monter la valeur du yuan. Or, là où il y a un phénomène de triche — ou en tout cas de manipulation — de la part du gouvernement chinois, repose sur le fait que les autorités chinoises maintiennent artificiellement la monnaie en dessous de sa valeur de marché. Globalement, depuis plusieurs décennies, le yuan est sous-évalué d'environ 30 % en moyenne. Il est donc possible de dire que la Chine se crée un faux avantage compétitif en matière de prix, en maintenant une monnaie plus faible que ce qu'elle devrait être.
La Chine aurait des pratiques agressives vis-à-vis des exportations, des entreprises américaines et sur le vol de la propriété intellectuelle. Selon vous, ces arguments sont-ils valables ?
Pierre Bentata : En théorie, ces contraintes sont une forme de protectionnisme déguisé. Il est néanmoins difficile d'accuser formellement la Chine dans cette histoire car parmi les autres pays, personne n'est réellement irréprochable.
Dans le secteur technologique, la Chine applique une stratégie qui correspond à ce que l'on appelle en théorie économique la protection des industries naissantes. Cela consiste à empêcher la concurrence internationale afin de permettre à une industrie locale d'atteindre une taille critique, nécessaire pour devenir compétitive à l'échelle mondiale. La Chine continue d'appliquer ce principe, notamment dans la Tech, en interdisant l'entrée des entreprises américaines. Cela confère un quasi-monopole à des entreprises chinoises, et leur permet — grâce à une population très importante — de croître rapidement jusqu'à atteindre une taille critique pour les réseaux sociaux, les moteurs de recherche, les plateformes d'applications ou de e-commerce.
La Chine pratique une forme de protectionnisme qui, en principe, est contraire aux règles de l'OMC. Mais cela reste à nuancer.
Est-il aussi vrai d'affirmer que la Chine utilise le dollar américain pour saboter le système monétaire et économique occidental ?
Pierre Bentata : Cette situation est plus complexe. Les Chinois sont d'énormes détenteurs de dollars. Ils font partie, avec les États-Unis, des pays qui possèdent les plus importantes réserves en dollars.
Cela leur permet, d'une certaine manière, d'exercer un contrôle sur la parité yuan-dollar. Dès que le yuan s'apprécie trop par rapport au dollar, ils peuvent en acheter eux-mêmes ou décider de revendre leurs réserves en dollars. En faisant cela, ils se comportent un peu comme les États-Unis lorsqu'ils cherchent à contrer des politiques protectionnistes ou à conserver un avantage compétitif qu'ils sont en train de perdre.
Mais là où la situation est complexe, c'est que les Chinois ne sont pas autonomes dans cette stratégie : ils ne peuvent pas émettre eux-mêmes de dollars. Leur marge de manœuvre dépend donc de ce que font les Américains en matière d'émission monétaire et de politique de change.
La Chine est le quatrième pays au monde où les barrières commerciales sont les plus élevées, ce qui semble incompatible avec l'image d'un champion du libre-échange. Est-ce, en soi, une forme de triche ?
Pierre Bentata : Le fond du problème repose justement sur la définition de ce qu'on appelle "triche". Il faudrait commencer par définir ce terme. La Chine joue avec les règles. Mais en réalité, il y a deux façons de concevoir la triche. La vraie triche consiste à refuser les règles elles-mêmes. Ce serait, par exemple au

football, comme si un joueur commettait une faute et qu'il refusait de sortir du terrain en affirmant qu'il a le droit de le faire. Ce n'est pas ce que fait la Chine.
La Chine respecte les règles dans l'ensemble, mais elle les pousse au maximum de ce qu'elles permettent. Elle en tire tout le bénéfice possible, sans chercher à imposer de nouvelles règles ou à nier l'existence des règles actuelles. Pékin adopte une stratégie "borderline", à la limite, mais elle ne rejette pas l'esprit du libre-échange. Elle exploite les failles du système, souvent de manière très inspirée de ce que font l'Europe et les États-Unis. La Chine tord les règles à son avantage, sans toutefois les casser.
La Chine continue de bénéficier du statut de pays en développement à l'OMC. Est-ce que cela s'apparente à une forme de triche ?
Pierre Bentata : Non, pas vraiment. Ce statut n'est pas décidé unilatéralement par la Chine. Ce qui est étonnant — ou du moins assez ironique —, c'est que les pays membres de l'OMC continuent d'accorder ce statut à la Chine, ce qui lui permet de bénéficier d'avantages spécifiques liés à son "développement". Par ailleurs, aussi bien les aides publiques que les investissements privés — principalement privés, d'ailleurs — continuent d'alimenter le développement chinois. Ce n'est pas de la triche. C'est davantage une conséquence politique, liée à une capacité de négociation et parfois à une forme de naïveté, notamment du côté européen. Le régime chinois profite de la perception qu'ont les Européens sur la Chine et sur leur incapacité à décider si le pays de Xi Jinping est une économie en développement ou une économie développée. Il n'est pas possible d'accuser ou de blâmer la Chine pour notre difficulté à définir ce qu'est aujourd'hui l'économie chinoise.
La Chine ne vendrait pas à bas prix par compétitivité mais en subventionnant sa surcapacité. Est-ce que cela ne relèverait pas d'une forme de triche ?
Pierre Bentata : C'est une manière pour la Chine de jouer avec les règles. Lorsque vous subventionnez certains secteurs, vous leur permettez de vendre à un prix qui serait normalement un prix de perte s'il n'y avait pas eu la subvention. Cela leur permet de gagner un avantage de compétitivité et de prix par rapport à la concurrence internationale.
Il est possible de considérer qu'il s'agit d'une pratique très borderline. Mais, encore une fois, ce ne sont pas des pratiques spécifiques à la Chine. Ce qui impressionne, c'est que la Chine les applique à très grande échelle. Du fait de la taille de son économie, de sa population, et des géants industriels que cela concerne, cela choque davantage.
Or, au niveau européen, nous subventionnons aussi certains secteurs. Nous mettons également en place des barrières, souvent environnementales, sanitaires ou en matière de responsabilité sociale des entreprises. Mais dans le fond, ce n'est pas si différent des pratiques de la Chine. La seule chose que nous ne faisons pas, c'est manipuler notre parité monétaire. Mais il n'est pas possible de dire, fondamentalement, que le système chinois, en matière de politique commerciale, soit radicalement différent du nôtre. Ce n'est pas comme si le reste du monde respectait scrupuleusement l'esprit du libre-échange, et que seuls les Chinois s'amusaient à en tordre les règles dans leur intérêt.
Est-ce vraiment grave si la Chine triche ?
Pierre Bentata : Cela n'est pas grave pour nous, Européens. En revanche, cela est préjudiciable pour les Chinois eux-mêmes.
Concrètement, lorsqu'un pays manipule ses parités monétaires pour gagner en compétitivité-prix, cela signifie qu'il brade sa production, qu'il vend ses richesses à un prix inférieur à leur valeur réelle. Pour nous, cela se traduit par le fait que nous obtenons davantage de produits chinois en échange de moins de produits européens que nous ne le devrions si la monnaie chinoise reflétait sa valeur réelle.
Autrement dit, la Chine, en maintenant sa monnaie artificiellement faible et en subventionnant ses exportations, tire sa croissance essentiellement de ses ventes à l'étranger. Elle se retrouve donc dans une situation de dépendance vis-à-vis des pays les plus riches, ceux qui peuvent payer pour ses produits.
Et cela a un coût interne : ce modèle se fait au détriment d'un groupe de perdants — la classe ouvrière et la classe moyenne chinoises. Car ceux qui travaillent dans les secteurs exportateurs, qui représentent une part très importante de l'économie chinoise, produisent des biens vendus à un prix inférieur à leur valeur réelle, et donc, perçoivent des salaires plus faibles.
Cela explique en grande partie la difficulté, pour la Chine, à voir émerger une classe moyenne solide et à développer une économie capable de croître de manière autonome, uniquement grâce à son marché

domestique. Ce constat est d'autant plus dramatique que la population chinoise dépasse le milliard d'individus. Normalement, un tel marché intérieur suffirait à soutenir la croissance.
Ce qui complique encore les choses, c'est que cette stratégie n'est pas durable. Plus une économie est tirée par les exportations, plus elle connaît une croissance qui, bien qu'existante, reste inférieure à celle qu'un marché intérieur florissant pourrait offrir. Ce léger surplus de croissance à l'export entraîne une perte progressive de compétitivité par rapport à des pays bien plus pauvres. Ainsi, la Chine est contrainte à une forme de fuite en avant à travers la manipulation des taux de change, la baisse artificielle des prix... Cela nuit à sa propre population, dans le but de rester compétitive face à des pays comme le Bangladesh ou l'Inde.
Tôt ou tard, la Chine se retrouvera confrontée à un dilemme : soit elle continue à être "l'usine du monde" et accepte de ne pas enrichir réellement sa population par une croissance intérieure, soit elle abandonne ce rôle pour se concentrer sur son propre marché, au risque de perdre son leadership commercial et le fondement même de son modèle économique.
Autrement dit, cette stratégie – que l'on qualifie parfois de "triche" – fondée sur des bas coûts et sur une spécialisation dans l'exportation, n'est pas viable à long terme. À moins d'accepter que les citoyens chinois réalisent que, malgré le fait qu'ils produisent pour le monde entier, leur pouvoir d'achat reste faible, et qu'ils ne bénéficient pas, en retour, des fruits de leur production. Ils voient des biens consommés à bas prix, bien en-deçà de leur valeur réelle, sans que cela ne se traduise par une amélioration de leur niveau de vie.
Ces mesures de protectionnisme déguisé, ces manipulations de taux de change, ou même cette obsession de l'exportation n'ont aucun fondement économique sérieux. En réalité, les pays qui ont le plus profité de la stratégie chinoise sont les pays occidentaux, notamment l'Europe. Avoir un déficit commercial n'est pas en soi un problème, surtout si l'on adopte le point de vue du consommateur. Pour lui, cela signifie qu'il peut consommer davantage sans avoir besoin de produire autant. Cela peut sembler contre-intuitif, mais il faut comprendre une chose essentielle : il serait absurde de vouloir imiter les États-Unis ou de craindre une "triche" chinoise dans la production. En réalité, les Chinois travaillent quasiment gratuitement pour nous fournir des biens de consommation. On peut le déplorer pour eux, mais certainement pas chercher à empêcher cette situation.
Tout le discours qui consiste à dire que Trump avait raison, que la Chine triche et qu'il faut la sanctionner, est en réalité une erreur. Ce serait la meilleure chose qui puisse arriver à la Chine, mais ce serait désastreux pour l'Europe. Ce n'est donc pas une bonne idée ».

TABLE DES MATIÈRES

Réflexion préalable sur le « grand retournement du monde »....2
Réflexions préalables sur l'économie américaine :....3
• Réflexion sur deux privilèges des États-Unis....3
• Réflexions sur les difficultés que rencontre l'économie américaine et qui peuvent expliquer la politique radicale menée par l'Administration Trump. 6
• Le déficit et la dette publics....7
• Le déficit commercial....11
• La désindustrialisation. 13
Conséquence : cette situation impose de toute façon aux États-Unis une réaction urgente et forte. 16
I- La guerre commerciale engagée par les États-Unis : les faits....19
II- Les explications :....59
A) La « doctrine Miran » et le projet d'« accord de Mar-a-Lago »....59
1- Le texte de Miran 59
2- La présentation de l'économiste David Cayla....69
B) La deuxième explication : le « rêve américain » est devenu un cauchemar....85
1- « Le rêve américain en danger » : de la géopolitique à la géoéconomie 85
2- « Les tarifs réveilleront le rêve américain » 87
III- La stratégie de Trump a des racines historiques 91
IV- Les risques du pari de D. Trump....99
• « Trump II, une analyse de l'impact économique, social et climatique de la politique à venir » (« Policy Brief » de l'OFCE du 12 mars)....99
• « Climats hostiles » (extrait de la revue de l'OFCE d'avril-mai) 99
• L'analyse chez Natixis (avril)....102
• Réflexion d'Olivier Blanchard (tweet du 14 avril 2025)....103
• L'analyse d'Agnès Bénassy-Quéré du 19 mars....103
• Les analyses de Don Diego De La Vega, de Rémi Bourgeot et d'Arnaud Castaignet 112
• Les analyses de Patrick Artus 117
• La réaction d'Alexandre Mirlicourtois....125
• L'analyse de Jacques Attali....126
• L'analyse de « La main invisible »....127
• « Les tarifs douaniers "réciproques" sont néfastes pour la croissance mondiale et plus encore pour celle des États-Unis »....128
• « Le protectionnisme affaiblit directement l'industrie nationale »....128
• « Déclin du dollar : qu'est-ce qui est différent cette fois-ci ? » 128
Article le 5 mai d'Isabelle Mateos y Lago....128
Post sur X de Yanis Varoufakis ce même 5 mai :....132
• Commentaires de la suite des évènements comportant des analyses particulièrement pertinentes. 133
V- Démondialisation, autocratisation et le passage à un « national capitalisme autoritaire » ? 165
VI- La situation de l'Europe 168
• Les relations commerciales entre l'Europe et le reste du monde en deux schémas 168
• Les relations commerciales entre l'UE et les EU en 4 figures :....169

• Le baromètre EY 2025 de l'attractivité de l'Europe (et de la France) 170
• L'analyse de Gilles Moëc 172
• L'analyse de Didier Salavert 179
• L'analyse de Jean-Marie Cardebat 181
• L'analyse de Nicolas Goetzmann 181
• L'analyse de J.-M. Siroën 182
• Une mesure de l'effort budgétaire que doit faire en principe l'UE et comment le financer ? ... 183
• L'Europe est devenue « dysfonctionnelle » en 25 ans 187
VII- La situation de la France 189
• Une réflexion de Dominique Reynié 189
• L'Index Economie Freddom 189
• L'analyse d'Olivier Lluansi 191
• L'évaluation du Plan d'investissement dans les compétences (PIC) 192
• Informations conjoncturelles et analyses complémentaires : 196
VIII- Et la Chine, un bouc-émissaire ? 202